Flash Note: Demasiados riesgos para ignorarlos. Demasiados fundamentales para perder la confianza.

Empecemos por lo obvio: este ha sido un mercado terrible en los últimos días. Quienes me conocen saben que llevo tiempo defendiendo que estamos todavía en las fases iniciales de una revolución tecnológica de enorme magnitud. También he insistido en que estamos lejos de los niveles de exuberancia que caracterizaron la burbuja de las puntocom. Y no lo digo por una cuestión de fe, sino por indicadores bastante tangibles: 1) el grado de utilización de la capacidad instalada y 2) la evolución de los precios que se pagan por esa capacidad.

Sin embargo, y después de tanto insistir en que la IA no es una burbuja, ni tampoco las cotizaciones de la mayoría de los proveedores, el mercado ha decidido regalarme uno de esos desplomes que tanto contribuirá a mejorar mi humildad. Y aunque no sea precisamente la mejor manera de reforzar la reputación de quien se dedica profesionalmente a anticipar escenarios, es un momento perfecto para reconocer que no lo vi venir.

Ahora bien, en mi defensa diré que resulta difícil anticipar un desplome causado por la introducción repentina, por parte de la administración estadounidense, de cambios regulatorios de tal magnitud que suponen auténticos mazazos a los cimientos del mercado. No hablo de pequeños golpecillos de martillo, sino de auténticos mazazos capaces de hacer temblar toda su estructura.

Y eso nos lleva a la cuestión central de esta nota: la parte en la que intentaremos separar lo que ha cambiado de lo que no ha cambiado.

Lo que sí ha cambiado durante la última semana.

1. Trump abre un nuevo frente contra las aseguradoras estadounidenses con la iniciativa CRUSH (literalmente, "aplastar"). Aunque esta medida no afecta directamente al sector tecnológico, sí tuvo una enorme trascendencia sobre la confianza de los inversores y el conjunto del mercado. La propuesta contempla auditorías extraordinarias sobre los pagos recibidos por las aseguradoras bajo el programa Medicare Advantage, con efectos retroactivos hasta 2018. El objetivo declarado de Trump es recuperar pagos federales "indebidos" por un importe estimado por la Administración de 90.000 millones de dólares. Un auténtico mazazo para el sector asegurador, que se enfrenta a la posibilidad de tener que devolver cantidades multimillonarias correspondientes a ejercicios que consideraba cerrados. La reacción bursátil fue demoledora: el miércoles 18, UnitedHealth perdió un 10,2% y Humana un 13%. El mismo destino sufrieron el resto de las aseguradoras.

2. Restricciones a la exportación tecnológica: También el 16 de noviembre, la Casa Blanca endureció las ventas de tecnología americana avanzada a los principales mercados de Asia y Latinoamérica, y cerró la puerta al acceso en remoto a computación para China. Eso despertó el temor de los inversores ante

Este documento no debe ser considerado como consejo de inversión ni una recomendación de compra de ningún activo, producto o estrategia.

una pérdida de mercados e ingresos para los proveedores tecnológicos estadounidenses.

3. Penalizaciones al despliegue de IA fuera de EE. UU.: Trump también planteó penalizar a aquellas tecnológicas norteamericanas que decidan desplegar inversiones fuera de los EE.UU. Esta idea representó un duro golpe al mercado, en un entorno en el que las restricciones a los data centers dentro del país también han aumentado. Los inversores ven ahora un doble bloqueo al desarrollo previsto del CapEx (tanto dentro como fuera de los EE.UU.) y a las guías del sector. Un mazazo.

Lo que no ha cambiado.

1. El potencial transformador de la IA y la monetización asociada: Irónicamente, este viernes 20 de noviembre, en medio del crash del AI Trade, Claude ayudó a resolver uno de los siete problemas del milenio: la Hipótesis de Riemann. Uno de los enigmas más importantes de la historia, formulado en 1859. Es extraordinario por dos motivos: 1) porque ha resistido más de 165 años de investigación por parte de los mejores matemáticos del mundo y, 2) constituye una evidencia muy relevante del potencial transformador de la IA. Tenemos ya una IA capaz de acelerar el descubrimiento de resultados científicos de primera magnitud, y esto es el resultado de inversiones billonarias en capacidad de computación. ¿Es todo esto monetizable? La mayoría de las investigaciones que originan progreso científico suelen tener aplicaciones comerciales, por lo que progreso y monetización suelen ir de la mano.

2. Los fundamentales de las empresas de la IA no han cambiado: Los ingresos siguen creciendo a ritmos extraordinarios. Los contratos plurianuales y el backlog de determinados proveedores respaldan la idea de ingresos futuros. La demanda de capacidad de computación continúa siendo elevada: el 100% de la capacidad creada está siendo utilizada. FT informó hoy que los proveedores de esa capacidad, como DELL, HPE, Lenovo o Supermicro, están subiendo un 45% los precios de sus servidores al llegar la entrega, incluso tras la firma de estos contratos (una evidencia de que la demanda sigue creciendo a tal punto que otorga al proveedor la capacidad de exigir precios mayores). Este apunte es importante porque hay dos tipologías de burbujas: las que sufren de exceso de oferta —eso puede corregirse—; y las que sufren ausencia de demanda —eso no se puede corregir, y es lo que las hace peligrosas—. Mientras exista demanda real, el problema no es de viabilidad del negocio. Solo de confianza.

Conclusión.

Muchos inversores creen ahora que el mercado seguirá cayendo, por la extraordinaria violencia y rapidez del desplome, que ha erosionado profundamente su confianza. La pregunta que domina (y dominará) el debate por un tiempo es: si estas empresas son tan extraordinarias, ¿por qué se desploman? En este contexto, los analistas técnicos adquieren un protagonismo creciente, pero debo advertirles que los gráficos no tienen la capacidad metafísica para anticipar guerras ni regulaciones inesperadas capaces de sacudir los cimientos del mercado. Yo enmarcaría el movimiento observado como el

Este documento no debe ser considerado como consejo de inversión ni una recomendación de compra de ningún activo, producto o estrategia.

despliegue de mecánicas del mercado: un mercado cada vez más dominado por un gran peso institucional y poco free float (liquidez efectiva reducida que permite a los short sellers provocar un impacto mayor con un volumen de ventas relativamente pequeño), un peso creciente de los ETF (lo que da lugar a operaciones masivas simultáneas, en lugar de decisiones individuales dispersas entre millones de inversores minoristas), etc. En definitiva, una nueva estructura de mercado que, si es golpeada con cambios repentinos en las reglas del juego, desplegará una serie de operaciones (con independencia de los fundamentales), que amplificarán la violencia de los movimientos. Hoy el mercado cotiza las empresas de memoria a múltiplos PER forward de apenas 2-4 veces beneficios: Samsung a 2.7x beneficios de 2027, SK Hynix a 2.6x, Sandisk a 3.1x, Micron a 3.9x.

¿Y ahora?

Aunque muchos de los aspectos relevantes del mercado no han cambiado: el potencial transformador de la IA, la monetización asociada y la solidez de los resultados empresariales; no puedo ignorar lo que sí ha cambiado: una Administración estadounidense dispuesta a alterar bruscamente las reglas del juego, amenazando las expectativas de inversión, los ingresos y las rentabilidades de sectores enteros.

No puedo anticipar de qué manera, y durante cuánto tiempo, estos cambios seguirán sembrando dudas sobre la confianza del inversor. Solo puedo decir que el movimiento ha sido tan violento que es muy probable que todo lo malo esté ya en el precio. Aunque no estoy al 100% seguro. Toca ser humilde.

Pero no olviden algo. La nueva estructura del mercado no solo amplifica la violencia de las caídas. También de las subidas.

Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK

Este documento no debe ser considerado como consejo de inversión ni una recomendación de compra de ningún activo, producto o estrategia.