

Flash Note: USA vs China - Mismo esfuerzo, pero distinta escala en la IA

En China, el capex en IA tampoco se celebra

Tencent (700.HK) cayó -4,5% esta pasada noche (el jueves) después de anunciar que seguirá acelerando su inversión en IA para intentar cerrar la brecha con Alibaba. No dijo nada de brecha con los competidores americanos. En parte, porque más que una brecha, lo que tenemos en los EUA es otra liga. Volviendo al caso, el anuncio de Tencent le propinó un castigo en bolsa porque el salto en capex anunciado es del +176%, hasta CNY52.8bn en Q2; equivale a aproximadamente USD7.8bn trimestrales. Anualizado mecánicamente: $\approx$ USD31.3bn (aunque no asumiría que Tencent mantendrá exactamente este run-rate durante todo el año, por lo que el capex anual efectivo probablemente será inferior.)

Un apunte personal sería que los valores chinos también caen cuando anuncian más capex. Al final, los inversores de Shanghai y Wall Street hablan dialectos distintos, pero se asustan por las mismas cosas.

El capex de Tencent (y de China), me sigue pareciendo pequeño. ¿Por qué?

Los comparables más útiles son Meta, Microsoft, Alphabet y Amazon. No son pares puros, pero sí compiten con Tencent en publicidad digital, cloud, plataformas e infraestructura IA. ¿Por qué digo que China se queda "corta" en la carrera de la infraestructura en IA? Porque el Capex 2026 de las comparables americanas es: Amazon: USD220bn (7.0 veces el de Tencent), Alphabet: USD200bn (6.4x), Microsoft: USD175bn (5.6x) y Meta: USD137.5bn (4.4x). En conjunto, las cuatro estadounidenses se dirigen hacia aproximadamente USD733bn de capex en 2026. La diferencia de escala con China es, sencillamente, espectacular.

La cuestión, quizá, no sea quien gasta más, sino, quien gasta mejor: Para responder a esto debo plantear dos preguntas: ¿Quién dispone de la capacidad financiera para sostener esta carrera? y ¿Quién tiene el mejor AI ROIC?

Sobre la capacidad financiera: Lo que hago es enfrentar esos $\approx$ USD733bn de capex del conjunto de empresas norteamericanas, con la capacidad económica real de cada compañía. Aquí, la ratio crítica: Operating Cash Flow / Capex. Lo relevante es cuánto Operating Cash Flow genera la máquina existente para financiar la nueva inversión. No utilizaría Revenue como principal referencia. Puede ser engañoso, especialmente en Amazon.

En base a este ratio de cobertura (OCF/Capex), obtengo la siguiente información:

- Microsoft: 1.05x. Es la única de las grandes cuyo OCF LTM todavía cubre aproximadamente todo el capex previsto para 2026.

- Meta: 0.95x. Está prácticamente dedicando todo el OCF que genera actualmente al capex anual previsto. Probablemente sea el proyecto de inversión más agresivo en términos relativos, ya que destina aproximadamente el 60% de sus ingresos por ventas a capex.
- Alphabet: 0.93x. También ha atravesado el umbral del 100% de su OCF. Pero aquí existe una diferencia fundamental respecto a Meta: la monetización de la nueva infraestructura ya es extraordinariamente visible en el caso de Alphabet. Los datos de Google Cloud en Q2 así lo confirman: Revenue Cloud: USD24.8bn, +82% YoY. Operating Income cloud: USD8.8bn, más de 3x YoY. Operating Margin cloud: 35.6%, desde 20.7%. Backlog: USD514bn. Así que, mi conclusión es que Alphabet es, por ahora, el caso donde resulta más fácil ver el retorno operativo detrás del AI capex.
- Amazon: 0.73x. Con su actual OCF, Amazon genera internamente sólo USD0.73 por cada USD1 de capex previsto. Es, con diferencia, quien soporta la mayor tensión sobre cash flow.

¿Y China? ¿Como compara?

A nivel nominal, estamos hablando de una dimensión muy inferior. Sí, los principales jugadores chinos están acelerando el capex con fuerza, pero estas son las cifras individuales para el capex 2026:

- Tencent: capex anualizado $\approx$ USD31bn
- ByteDance: capex 2026 previsto $\approx$ USD30bn
- Alibaba: su compromiso de inversión a tres años equivale a aproximadamente USD19bn anuales de media

Frente a los USD138–220bn de cada uno de los hyperscalers estadounidenses, los líderes chinos están invirtiendo aproximadamente sólo un 15–25% de lo que invierte individualmente cada gran plataforma americana. Aunque el ritmo de crecimiento del capex de los valores chinos sea superior, mi conclusión es que EE.UU. domina claramente la carrera por escala de infraestructura de IA.

¿Puede esta diferencia nominal estrecharse? ¿Puede dar China un salto nominal para cerrar la brecha con los EUA?

Lo dudo. Dejando de lado lo nominal, a nivel de esfuerzo vemos como Tencent y Alibaba empiezan también a mostrar una presión importante sobre FCF. Realizando el mismo ejercicio de cobertura del capex con OCF (ratio OCF / Capex) en China, estas son las cifras:

- Tencent: $\approx$ 1.0x. Sacrifica toda su caja operativa.
- Alibaba: $\approx$ 0.6x $\rightarrow$ está realizando un sacrificio de caja increíble. Más de lo que genera. Cualquier aumento nominal en capex comprometería su viabilidad.

- ByteDance: no dispongo de datos suficientemente fiables por falta de disclosure, un problema endémico a la hora de analizar muchas compañías chinas.

Conclusión

La carrera de IA tiene dos competidores principales y, aunque ambos corran a un mismo ritmo, las escalas son muy diferentes. Los EUA está construyendo infraestructura a una escala varias veces superior. Una escala que las empresas chinas no pueden alcanzar, por mucho que algunos piensen que sí. Y digo esto porque las implicaciones de ello son importantes de cara al futuro. Se me ocurren algunas:

1. La escala reduce el coste unitario del progreso. En cristiano, significa que progresar será más barato en los EUA que en China o Europa. Por muy duro que sea decirlo.
2. Más escala en compute significa aprendizaje más rápido. Los EUA progresarán no sólo de forma más barata, si no también más rápido. Una mayor escala en capacidad permite entrenar más modelos, ejecutar más inferencia y hacer más experimentos. No es necesario extenderse en las implicaciones.
3. Mas efectos acumulativos. En la asignatura de historia de la economía, aprendí que el país que dispone de más infraestructura no sólo tiene más capacidad hoy, si no que esa capacidad se agranda en el futuro. Hoy, el país que genere más datos nuevos y más experiencia operativa experimentará más demanda de talento e incentivos para que proveedores se instalen alrededor de ese ecosistema. El ecosistema no deja de acelerar. Eso favorece lo que denominamos economías de aglomeración. En lenguaje más llano, una en la que el capital, investigadores, startups, proveedores de energía, software y hardware, etc.... tienden a concentrarse. En economía, una ventaja inicial, si se gestiona bien, se convierte en un clúster difícil de replicar, y casi siempre, imposible de superar.
4. Hace más difícil la convergencia del rezagado. Si ambos bloques dedican un esfuerzo relativo parecido, pero uno parte de una base de inversión (y por lo tanto, una escala) varias veces superior, la distancia absoluta probablemente perdurará.
5. El menor coste de financiación: Tener liderazgo en escala comporta tener las plataformas líderes. Tal y como hemos podido comprobar en las últimas décadas. Pero no solo plataformas tecnológicas, si no plataformas de generación de caja con la que reinvertir cantidades enormes. Ese nuevo capital hace que la infraestructura termine financiando su propia expansión (tal y como estamos viendo exactamente hoy, con las magníficas financiando el capex con su flujo operativo, y a una escala sin precedentes. Sospecho que seguiremos viendo nuevos ciclos de inversión récord, y siempre en el mismo lugar.

Alex Fusté

Chief Global Economist Andbank

ANDBANK /
Private Bankers

Acabo. En una industria nueva como la IA, donde el progreso depende del capital, compute y velocidad de experimentación, la escala no es sólo una ventaja financiera; se convierte en una ventaja tecnológica, que tiende a retroalimentarse.

Cordiales saludos,