

Alex Fusté
Chief Global Economist Andbank

Tres preguntas inteligentes (y tres respuestas que aspiran estar a la altura) para desentrañar el pulso de los mercados

Apreciado cliente/a,

Tras leer atentamente a diversos colegas del oficio y reflexionar sobre sus aportaciones (que incorporo con reconocimiento y gratitud), he querido ordenar aquí las ideas que más me han ayudado a entender el momento que atraviesan los mercados. Lo haré en forma de preguntas y respuestas. Las preguntas son las que más suelen hacerme ustedes (inteligentes y bien orientadas, sin duda); las respuestas, simplemente, intentan estar a la altura.

1. ¿Resiste el ciudadano y el consumo?

(-) La moderación del mercado laboral en USA, las recientes informaciones sobre fraude vinculados a préstamos comerciales, temores acerca del crédito no bancario, así como las preocupaciones derivadas de los aranceles, han reavivado las dudas sobre la fortaleza del consumidor, especialmente entre los hogares de renta baja. Ello queda reflejado en las pobres previsiones de beneficios para los sectores de Consumo Discrecional y Consumo Básico, dos de los cuatro sectores que registrarían caídas de BPA en el 3T. En particular, el Consumo Discrecional podría mostrar un descenso interanual cercano al -2%, el primero desde el 4T de 2022. Todo ello, junto con la ralentización observada en las contrataciones, podrían presionar el gasto en los próximos meses, sobre todo entre los hogares de menor renta. Por ello, mantenemos una postura prudente en los sectores orientados al consumo.

(+) Sin embargo, **los indicios apuntan a una resiliencia mayor de la esperada:** (1) Por el lado *retail*, los principales bancos reportan un buen dinamismo en tarjetas de crédito y débito, (2) las aerolíneas mantienen una fuerte demanda de viajes, y (3) en el segmento alto del consumo, el grupo de lujo LVMH ha registrado su mejor crecimiento de ventas en EE. UU. desde 2023.

2. ¿Puede la tecnología seguir liderando?

En un contexto de creciente debate sobre una posible "burbuja tecnológica", los resultados del 3T serán clave para medir la salud real del ciclo inversor en IA y tecnología.

(+) Por el momento, sabemos que desde 2022, los beneficios anuales del grupo MAGMAN han aumentado un 140%, frente al 7% del resto del índice; y viendo el "moat" (foso de protección) y la capacidad de estas compañías de defender márgenes, así como sus impresionantes *book orders*, **prevemos que esto no cambiará**. Las estimaciones actuales anticipan un crecimiento del 18% en el BPA del grupo MAGMAN, lo que supondría su undécimo trimestre consecutivo de superación respecto al resto del mercado (estimado en +4%).

(+) Los primeros resultados del sector, desde el exterior, de ASML y TSMC confirman que la cadena de suministro y el negocio ligado a IA, **en la actualidad sigue mostrando**

fortaleza, y el giro de China e los últimos días, tras amenazar con endurecer el comercio de tierras raras, invita en al optimismo. La contramedida de los EUA, con la amenaza de dejar a China fuera de la cadena global, fue difícil de soportar.

(+) La orientación (*guidance*) de las compañías de software y los grandes operadores de centros de datos será determinante para identificar la dirección del próximo tramo del ciclo, pero por el momento, **lo que vemos son perspectivas muy favorables a largo plazo de las compañías facilitadoras de esta transición** (Electronic Design Automation, IP Cores&/ Arquitectura de chips, memoria, Almacenamiento, Pure-play foundries, Front-end (testeo & oblea) y Back-end (encapsulado & ensamblado), Wafers de silicio, Químicos ultra-puros, Advanced Packaging, etc... **Vemos a estos segmentos como los grandes ganadores de los próximos años. Quizá aparezca algún nuevo magnífico entre ellos.**

(+) **No hay burbuja en *cappex* para *compute***, en nuestra opinión humilde: (1) De siempre, toda inversión previa en *compute* se ha quedado corta; teniendo toda la oferta conocida de *compute* siempre salida al mercado. (2) Ahora, además, hemos puesto el razonamiento (algunos prefieren llamarlo capacidad cognitiva) al alcance de la máquina, y por ende, a nuestro alcance; lo que supone un salto que **multiplica la demanda de cómputo en varios órdenes de magnitud**. (3) Contexto: Lo que vemos, creo, no es un exceso, sino una carrera por ampliar el razonamiento (cálculo) para dar respuesta a problemas que hasta ahora estaban fuera de nuestro alcance computacional. Quien logre antes dar respuesta a esos problemas aún sin solución, mayor posición natural de liderazgo tendrá. La historia lo demuestra: Intel marcó una era al dominar el microprocesador. Microsoft marcó otra era al llegar primero en la carrera del sistema operativo (logrando la primera estandarización masiva). Nvidia entendió antes que los demás que el futuro pasaría por las GPU. Ahora sus barreras de entrada son inexpugnables. Hoy, en esta nueva carrera , la del razonamiento asistido por IA y el cálculo extremo, volverá a ganar quien llegue primero. No tengan duda alguna.

(+) En conclusión, a medio plazo, prevemos que el sector tecnológico superará al S&P 500 en cada trimestre hasta fin de 2026, con márgenes casi el doble de amplios (27% vs. 13% para el índice) y políticas favorables al accionista (más dividendos y recompras, en virtud del OBBA). **Mantenemos una posición sobreponderada en tecnología dentro de los mandatos de gestión discrecional.**

(+) *Momentum* general favorable al índice: En revisión de BPA, por primera vez, el consenso no recorta, si no que expande. En conjunto, las estimaciones de beneficios del S&P 500 han aumentado un **0,4% en las últimas 12 semanas (Factset)**, frente a un recorte promedio del 3,2% en la última década a estas alturas del año. Acompaña también el crecimiento económico sólido en los EUA (estimación de PIB del Atlanta Fed es del **+3,9%**). Todo ello respalda la expectativa de nuevas sorpresas positivas en el 3T (creemos entre +3% y +5%), aunque menores que el promedio de los últimos diez trimestres (+6,8%), siguen siendo sorpresas positivas. No obstante, debemos alertar que, en esta fase del rally, fijaremos la atención en el **crecimiento de los ingresos**, más que en los recortes de costes y en el EPS. ¿Por qué? Las valoraciones elevadas hacen que cualquier decepción en crecimiento (ventas), sea penalizada de forma significativa.

3. ¿Y qué pasa con las small caps? ¿Sus beneficios respaldarán un nuevo repunte?

(-) Las *small caps* (Russell 2000) han sorprendido positivamente al superar en rentabilidad a las grandes capitalizaciones (S&P 500) desde los mínimos de abril. Sin embargo, sus beneficios siguen rezagados: el BPA agregado de las pequeñas compañías continúa un 7% por debajo de su pico de 2021, mientras que el de las grandes compañías ha crecido un 22% en el mismo periodo.

(+) De cara al 3T, se prevé un aumento del 7% en el BPA de las *small caps*, siendo positivo, supondría apenas el tercer trimestre de crecimiento en tres años. Las estimaciones anuales comienzan a estabilizarse, pero es pronto para lanzar cohetes.

(-) Persisten los riesgos inherentes a este tipo de compañías: (1) alta exposición a bancos regionales, y cualquier potencial deterioro crediticio en estos bancos regionales sería un torpedo contra la línea de flotación de las *small caps*. Por fortaleza relativa, me temo que las empresas de gran capitalización mantienen una posición más sólida, por lo que **seguimos recomendando favorecer *large caps*, manteniendo alguna apuesta puntual en *small caps*.**

Cordiales saludos.