

Flash Note: Nasdaq en zona de corrección. ¿Oportunidad de compra o señal de alerta?

El Nasdaq alcanzó un cierre histórico el 16 de diciembre y lateralizó después durante dos meses hasta el 19 de febrero. Desde entonces, acumula un retroceso del 13 % y ha perforado no solo su media móvil de 200 sesiones, sino también la de 300 sesiones, razón por la cual muchos declaran que el Nasdaq ha entrado oficialmente en corrección—como si tal afirmación, por sí sola, fuera de alguna utilidad.

Durante los últimos quince años, todas estas correcciones han representado una oportunidad de compra. ¿Estamos, entonces, ante una nueva oportunidad? Un economista respondería con un escueto “depende”. Un jesuita, en cambio, lo haría con otra pregunta—para no perder su reputación. Para los incrédulos. Recuerdo que hace muchos años, en el colegio, le pregunté a mi profesor jesuita: —Padre, ¿es cierto que los jesuitas siempre responden con otra pregunta? El jesuita me miró con una sonrisa y contestó: —¿Quién te ha dicho eso?

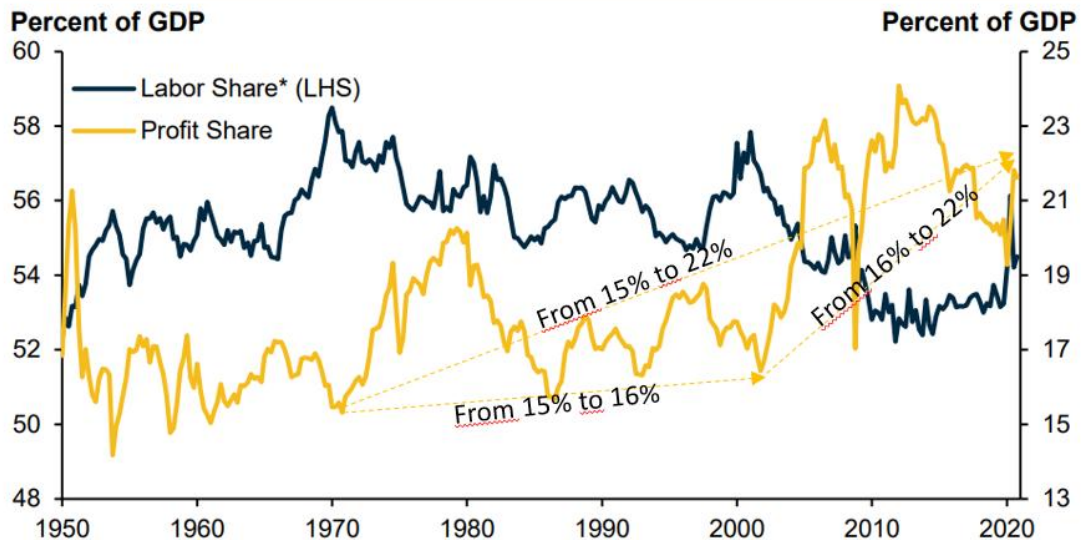
Yo no soy jesuita, pero sí soy marista, y en mi formación base también recibí influencias de la espiritualidad ignaciana (de San Ignacio de Loyola), propia de los jesuitas. Así que responderé a nuestra pregunta siguiendo mi propia tradición; es decir, con otra pregunta: **¿Ha cambiado algo en la estructura subyacente del mercado? Si la respuesta es que nada esencial ha cambiado, entonces puedo afirmar que estamos ante una nueva y jugosa oportunidad.** Pero si, en cambio, hay elementos constitutivos del mercado han cambiado, entonces hay que andarse con ojo.

Una perspectiva sombría (que no compartimos) sobre la coyuntura actual

Hasta ahora, el futuro ha pertenecido a las llamadas “empresas plataforma”. Se trata de compañías con una estructura geográfica difusa: conducen su I+D en Estados Unidos, fabrican en China, venden globalmente y pagan impuestos en Holanda o Irlanda, donde la fiscalidad es baja y existen tratados de no doble imposición. Esto las convierte en entidades casi intocables y difíciles de controlar. Me refiero a los hyperscalers. Empresas que proporcionan infraestructura y computación en la nube a gran escala y que poseen una capacidad de expansión prácticamente ilimitada. Hablo de Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud, Oracle Cloud, IBM Cloud o Apple iCloud (aunque esta última depende de otros hyperscalers para almacenar parte de sus datos). Estas compañías han visto cómo su participación en los beneficios dentro del PIB estadounidense ha crecido de manera vertiginosa, pasando del 16 % al 22 % en los últimos 20 años. Para ponerlo en perspectiva: entre 1970 y 2000, la participación de los beneficios corporativos en el PIB aumentó apenas un punto porcentual (del 15 % al 16 %). Hemos asistido, pues, a un cambio sin precedentes en la distribución y el reparto del PIB en estos años, lo que, a su vez, ayuda a explicar los actuales niveles de concentración en los índices bursátiles.

Pero como dijera Milton Friedman en su día (y Charles Gave se ha encargado de recordármelo), “There is no such thing as a free lunch”. Efectivamente, ese mayor trozo del pastel que han capturado los beneficios corporativos ha sido a costa de los salarios (ver gráfico inferior).

Shares of Corporate Profits and Labor in U.S GDP



Source: PGIM Fixed Income, Bureau of Economic Analysis, and Bureau of Labor Statistics.

*Compensation of employees. 13 15 17 19 21 23 25 48 50 52 54 56 58 60 1950 1960 1970 1980 1990 2000 2010 202

Las empresas plataforma han aumentado su participación en los beneficios dentro del PIB estadounidense del 17 % al 22% en los últimos 20 años.

La tesis —quizá alarmista— sugiere que el escenario que tanto ha beneficiado a estas empresas plataforma está cambiando, y con ello, su ventaja. No hay duda que estas compañías se han beneficiado de un orden internacional que les permitió escalar sus negocios de forma casi ilimitada y de forma segura. Sin embargo, escuchar a la administración Trump insinuar una posible salida de la OTAN o de organismos de crédito internacional —que han sido pilares de estabilidad en tiempos de crisis— alimenta la percepción de que Estados Unidos pretende redefinir su papel en el orden global. Algunos pensadores ven en este renovado aislacionismo la intención de Washington de dar un paso al costado, abstraerse de los problemas del mundo, quizás con la aspiración de recuperar el estatus de Estado-nación que felizmente ostentó en la primera mitad del siglo XX (aislado del convulso escenario global, y que le permitió consolidarse como primera potencia mundial). Si mis colegas de visión a largo plazo están en lo cierto en cuanto al propósito real de la administración Trump, significa que estaríamos a las puertas de un nuevo orden internacional en el que Estados Unidos dejaría de ser su garante. O dicho de otro modo: el marco que permitió a las empresas plataforma alcanzar su hegemonía sería reemplazado por otro orden. Quizá por ello caen con fuerza. ¿Cómo podría ser ese nuevo orden? Imposible predecirlo. Sin embargo, dados los evidentes intereses contrapuestos entre naciones —resultado de sus cosmovisiones divergentes—, sospecho que el llamado "nuevo orden" no brindaría a nuestras grandes plataformas

empresariales las ventajas de las que han gozado hasta ahora. Dado su peso en los índices bursátiles, sería razonable prever un desplome en los mercados. En tal escenario, surge una pregunta interesante: ¿sería preferible invertir en Europa, donde la presencia de estas plataformas globales es menor? No lo tengo nada claro. El Viejo Continente afrontaría dilemas igualmente complejos: ¿priorizar la financiación de su vasto estado del bienestar o atender sus nuevas y colosales necesidades de defensa?

El mayor riesgo sería que Washington contemple abandonar los organismos globales (económicos y de defensa) renunciando a su liderazgo en el orden internacional y dando lugar a un orden diferente.

En una reunión de equipo, una colaboradora intentó disipar nuestras preocupaciones afirmando: "No he oído nada de eso. No creo que pase". Como si la validez de nuestro análisis dependiera del consenso ajeno. Agradezco su observación y, si bien puedo coincidir en la conclusión, el razonamiento es cuestionable. Al fin y al cabo, la ausencia de ruido no implica la inexistencia de riesgo.

Otra visión (la nuestra) más optimista de la coyuntura actual.

No hay motivo para una preocupación desmesurada ante la tesis de un cambio en el orden internacional y, con ello, en la estructura subyacente del mercado. Solo hay que escuchar a Trump disertar sobre sus aspiraciones en torno al Canal de Panamá, Groenlandia, las tierras raras de Ucrania, u observar el papel de Estados Unidos como mediador en un posible acuerdo de paz en Europa. Resulta difícil dar crédito a la idea de que Washington contemple renunciar a su liderazgo en el orden global. Eso me brinda cierta tranquilidad. Significa que no se avecina ninguna transformación radical en la arquitectura financiera mundial —o mercado. Ahora bien, descifrar el verdadero propósito de la administración Trump no es tarea sencilla. Quizá el verdadero significado de la propuesta "America First" no sea más que el reflejo inverso de otro eslogan menos evidente: "Empresas-plataforma, detrás". Tal vez ambos lemas sean, en realidad, las dos caras de una misma moneda, —destinada a recuperar una distribución más equilibrada de este pastel llamado PIB. Al fin y al cabo, ni las empresas medianas y pequeñas, ni la clase media industrial norteamericana han participado del espectacular salto en la propiedad del PIB. Más bien han permanecido estancadas durante dos décadas, convertidas en blanco fácil de un Estado que ha cargado sobre ellas el peso de la fiscalización. Sin haber participado en la fiesta —pero habiendo sido sometidas a una rigurosa tributación—, no es extraño que acabaran trasladando su descontento a las urnas. Un descontento que es proporcional al cuadro en el que un ilustre conjunto de grandes corporaciones aglutina el 22% del PIB estadounidense, mientras que 320 millones de ciudadanos (a través de 160 millones de nóminas registradas) reciben el 53%. ¿Qué hay que entender aquí? 1) Esta dinámica parece no tener freno y exacerba la fragilidad socioeconómica. 2) La función de cualquier gobierno debería ser mitigar dicha fragilidad, lo que, en última instancia, implica reequilibrar la participación en el PIB.

Ahora bien, ¿cómo lograrlo? En el contexto de este desequilibrio, se perfilan dos enfoques principales: uno de corte redistributivo-intervencionista y otro de orientación industrialista-nacionalista. No es difícil intuir cuál estaría respaldando Trump.

El primer enfoque consistiría en gravar una proporción significativa de los beneficios de las empresas-plataforma a través de grandes impuestos, tal como ocurrió en 1942 con la Revenue Act, que elevó el tributo corporativo al 53%. Es innegable que una medida de esta envergadura ejercería un impacto considerable y permanente en los mercados.

La segunda opción—de corte industrialista-nacionalista—pasaría por desincentivar la producción en el extranjero y fomentar su relocalización en territorio nacional, eso sí, pagando salarios occidentales más elevados. Equivaldría a trasladar parte de los beneficios corporativos a la masa salarial. ¿Y cómo se implementa esto? Con la palabra más de moda hoy en el mundo entero: 'aranceles'. Mis colegas liberales-globalistas se llevarán las manos a la cabeza ante tal afirmación. Sin embargo, deben aceptar también que ese mismo globalismo—sumado al innegable talento de ciertas corporaciones—ha facilitado que muy pocas plataformas hayan logrado erigir sólidos muros defensivos que perpetúan tanto sus márgenes monopólicos como su participación creciente en el PIB. Una dinámica de concentración que, llevada al extremo, deriva en un ecosistema donde la innovación acabará por desacelerarse, tal como advierte Jean Tirole en Economía del Bien Común, al analizar los riesgos de sectores oligopólicos cada vez más impermeables.

Si el verdadero propósito de la administración Trump es reequilibrar (vía aranceles) la actual distribución del PIB entre salarios y beneficios corporativos, entonces estaríamos hablando de una corrección de naturaleza temporal.

El resumen de esta nota insufrible es que, si los aranceles buscan reequilibrar un poco todo esto, entonces estaríamos hablando de una corrección de naturaleza temporal. Una que podría tener aún algo de recorrido. Nada más.

¿Hay razones para pensar que el objetivo perseguido es este? Efectivamente. **Foxconn**, el gigante de la manufactura electrónica, ha mostrado interés en trasladar parte de su producción a Estados Unidos. **OpenAI, SoftBank y Oracle** anunciaron la creación de Stargate, una alianza estratégica con el objetivo de invertir hasta 500.000 millones de dólares en infraestructura de inteligencia artificial en el país. **Apple** ha anunciado una inversión de 500.000 millones de dólares en Estados Unidos durante los próximos cuatro años. Este plan incluye la creación de una nueva planta en Houston.

¿Qué haría falta entonces para ver un rebote del mercado?

1. Si las naciones identifican áreas de beneficio mutuo que eviten un despliegue de aranceles, se facilitaría un sólido repunte del mercado.
2. Si se reequilibra la participación de los factores productivos en el PIB (con mayor participación de los salarios), sería un buen punto de partida, pues no haría falta ir amenazando con aranceles para desincentivar localizaciones externas.
3. Un aspecto inadvertido, pero que se ha sumado a esta tormenta perfecta reciente, tiene que ver con el Yen. Si la curva de rentabilidades del JGB deja de ascender (el 10Y JGB ha pasado del 0.8% al 1.50% en solo seis meses) y el JPY se estabiliza, se dispararían los temores sobre una reversión desordenada del *carry trade* global, lo que supondría un alivio significativo para los mercados; en donde muchos activos están financiados con préstamos en yenes.
4. Una Fed que reanuda su ciclo de recortes de tipos sería un impulso más que evidente para el mercado. La reciente caída de la inflación y el deterioro de varios indicadores económicos sugieren que dispone de margen para actuar, ya sea en esta reunión o en la siguiente.
5. El mantenimiento del actual desempeño de los beneficios también resultaría de gran ayuda. Los reportes financieros para el último trimestre, y que ya han publicado 495 de las 500 empresas del S&P, han arrojado un crecimiento del 13.4% yoy del EPS —en el caso del Nasdaq, el crecimiento ha sido del 24.47% yoy. Las sorpresas en resultados también ha resultado positivas en un 7.1%. Y en el *guidance* para el conjunto del FY25, las cifras sugieren una continuidad en los ritmos de doble dígito para las empresas del S&P.

Cordiales saludos

Alex Fuste
Chief Global Economist
ANDBANK