

Outlook & Convictions

Banca privada #17



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Outlook & Convictions

Banca privada #17



Editorial	6
por Nicolas Bickel, CFA	6
Macroeconomía	9
por la doctora Mathilde Lemoine	10
La economía mundial se adapta	
Materias primas	17
por el doctor Manuel Maleki	18
Ormuz: un impacto, varias trayectorias	
Renta variable	23
por Hervé Prettre	24
Las perspectivas se mantienen positivas para los mercados de renta variable	
Artículo especial	29
por Anthony Toupin y Xiadong Bao	30
Semiconductores e inteligencia artificial: ¿cuál es la situación del ciclo de inversión?	
Renta fija	41
por Guilhem Savry y Rami Boustany	42
Deuda corporativa o deuda pública: mantener la selectividad	
Mercado de divisas	49
por Jean-Marc Guillot	50
¿Menos ruido y furor?	



Editorial



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment
Private Banking & CIO

El conflicto entre Irán y Estados Unidos, cuyo punto central es el bloqueo del estrecho de Ormuz, ha mantenido en vilo a los inversores durante más de tres meses sin hacer descarrilar a los mercados financieros. En efecto, a pesar de una inflación al alza, de las políticas monetarias que se han vuelto más restrictivas y de la presión en la confianza de los consumidores, los mercados de renta variable han arrojado una rentabilidad positiva desde el inicio del conflicto.

Respaldado por la esperanza de un acuerdo de paz y una excelente temporada de resultados empresariales, especialmente para algunos valores tecnológicos cuyo crecimiento de los beneficios se ha duplicado, el índice estadounidense S&P 500 alcanzó 20 nuevos máximos desde el 15 de abril y 25 desde principios de año, lo que pone de relieve la sólida tendencia alcista. Sin embargo, la concentración en algunos sectores y valores sigue siendo muy importante en este periodo de repunte, y solo un 26% de las empresas superan al índice. El sector tecnológico ha contribuido desde principios de abril a alrededor del 80% de la rentabilidad del índice.

Los mercados emergentes también arrojaron una rentabilidad superior: el MSCI Emerging Markets subió un 20% desde finales de marzo, frente al 14% del MSCI World. Dicho esto, esta rentabilidad no se debe a los catalizadores tradicionales de los mercados emergentes, como un dólar débil o la bajada de los tipos de interés, sino por los valores tecnológicos. Por sí mismos, tres de ellos -TSMC, Samsung y SK Hynix- han generado más del 80% de la rentabilidad registrada desde principios de 2026. El sector tecnológico representa ahora casi la mitad de la ponderación del índice Emerging Markets, mientras que tres países, China, Corea y Taiwán, representan el 70%.

En Europa, el Euro Stoxx 50 arrojó una rentabilidad ligeramente por debajo de las demás zonas geográficas debido a una menor exposición a la tecnología, además del impacto al alza de los precios de la energía sobre los costes de producción vinculado al conflicto de Oriente Medio.

A pesar de las inquietudes sobre el estallido de una burbuja tecnológica y de las polémicas en torno a la inteligencia artificial, la solidez de la demanda de semiconductores y las esperanzas impulsadas por la salida a bolsa de SpaceX ofrecieron un nuevo impulso al sector, lo que le permitió batir nuevos récords.

Ya en abril, nuestro escenario económico contemplaba una ligera ralentización del crecimiento mundial y se basaba en la firma de un acuerdo de paz y la reapertura gradual del tráfico marítimo antes del verano. Este escenario fue confirmado por el memorándum de acuerdo anunciado el 15 de junio entre Estados Unidos e Irán, lo que refuerza nuestras perspectivas optimistas para el resto de 2026. Preveemos un descenso de la inflación y un crecimiento del PIB mundial del 2,3%, del cual un 1,9% en Estados Unidos y un 0,5% en la zona euro, antes de un ligero repunte en 2027.

Dicho esto, aunque muchos indicadores económicos siguen mostrando una notable resistencia, hemos entrado en un periodo de mayor incertidumbre durante el cual ambas partes deberán ultimar los detalles de este acuerdo de aquí a mediados de agosto. Además, a pesar del superciclo de inversión que estamos observando, en particular en el sector tecnológico, los elevados tipos de interés, resultantes de importantes déficits públicos, una inflación que, pese a todo, debería mantenerse por encima de los objetivos de los bancos centrales, y una mayor inestabilidad política, deberían lastrar el coste del capital e, *in fine*, el crecimiento mundial.

Seguimos siendo optimistas en los mercados de renta variable de la mayoría de las zonas geográficas gracias a la caída de los precios del petróleo y del posible repunte del consumo. Preferimos los sectores industriales, los bancos europeos y algunos segmentos tecnológicos. Mantenemos nuestra infraponderación en deuda pública y priorizamos las duraciones cortas debido al deterioro de las finanzas públicas a medio plazo. Reiteramos nuestra convicción positiva sobre el oro, que debería seguir beneficiándose de las importantes intenciones de compra de los bancos centrales, aunque un dólar fuerte y una Reserva Federal estadounidense más restrictiva puedan lastrar su precio a corto plazo.

En esta edición, compartimos nuestra hipótesis económica, así como nuestras convicciones sobre los mercados de renta variable y renta fija. Nuestro artículo especial examina el potencial del sector de los semiconductores, cuya valorización se ha duplicado con creces este año, y, más ampliamente, el de la temática de la inteligencia artificial.

Les deseo una excelente lectura y un buen verano.



Nuestras
perspectivas
en vídeo



Gitana 18, Maxi Edmond de Rothschild, Lorient

Macroeconomía



La economía mundial se adapta

Doctora Mathilde Lemoine
Group Chief Economist Edmond de Rothschild

La caída de los precios de las materias primas energéticas se ha acentuado tras el acuerdo entre Estados Unidos e Irán. Este descenso, aunque volátil y sujeto a las tensiones entre las partes implicadas, corrobora nuestro escenario de base de desaceleración mundial presentado el pasado mes de abril (ver Outlook & Convictions #16, «De la energía a la economía mundial: la onda expansiva de la guerra en Oriente Medio se propaga»). Este escenario basado en la hipótesis de un acuerdo entre EE. UU. e Irán antes del verano integraba un descenso de los precios de las materias primas en el segundo semestre de 2026, limitando así los riesgos de segunda vuelta inflacionista y de recesión mundial.

Además de la caída de los precios de las materias primas, los riesgos inflacionistas se ven reducidos por la debilidad de la demanda. De hecho, la aceleración de la inflación resultante de la subida de los precios de la energía y los alimentos ha sido más rápida que la de los salarios. En consecuencia, el poder adquisitivo de los hogares ya ha disminuido. Además, la capacidad de las empresas para aumentar sus precios de venta está mucho más limitada que en 2022, como demuestra nuestro economista de la zona euro en su reciente nota titulada «Los amortiguadores de 2022 han desaparecido». Las subvenciones a los precios de la energía también fueron más limitadas. En Estados Unidos, el consumo de los hogares muestra indicios de debilidad tras la ralentización de los salarios reales, a pesar de un mercado laboral todavía dinámico. En China, las ventas minoristas siguen siendo débiles. Además, la Reserva Federal no parece tener prisa por subir sus tipos de referencia, dado que las previsiones de inflación se mantienen bien ancladas.

En paralelo, el impacto recesivo de la brusca subida de los precios de las materias primas y de las interrupciones de producción de marzo a junio se vio limitado por la reactividad de los transportistas que utilizaron otras rutas marítimas y terrestres, y por el aumento de la producción de petróleo estadounidense, canadiense, brasileño... Además, el almacenamiento anticipado impulsó las exportaciones asiáticas. En segundo lugar, las empresas revelaron una mayor capacidad de adaptación a las interrupciones del suministro gracias a la diversificación que emprendieron durante la pandemia, en particular en Estados Unidos y China, donde los plazos de suministro aumentaron un 8% y un 3%, respectivamente, frente al 20% de la zona euro. Por último, las declaraciones del presidente estadounidense, que daban a entender que las conversaciones de paz habían contribuido a contener el precio del petróleo, limitaron su subida tras alcanzar el Brent un máximo de 126 dólares por barril el 30 de abril de 2026. Tras el acuerdo anunciado entre Estados Unidos e Irán, bajó a 84 dólares el barril el 15 de junio de 2026 por la mañana, antes de subir ligeramente al son de los ataques.

Estos acontecimientos recientes han dado lugar a que las instituciones internacionales contemplen un abanico de escenarios que van desde los más adversos y severos hasta uno de desaceleración moderada, similar a nuestro escenario central. El Banco Central Europeo (BCE), por ejemplo, añadió en su última reunión del 11 de junio un escenario más moderado («milder») a los mantenidos hasta ahora, que habían sido calificados de «severe» y «adverse».

Escenario base de Edmond de Rothschild

Impacto del fin de la guerra en Oriente Medio en junio

Nuestro escenario de base: «ralentización»	2025		2026		2027	
	PIB	Inflación	PIB	Inflación	PIB	Inflación
Mundo	2,8	3,1	2,3	3,7	2,6	2,8
Estados Unidos	2,1	2,7	1,9	3,4	2,1	2,5
Zona euro	1,5	2,1	0,5	3,2	0,7	2,4
Suiza			1,0	0,8	1,3	0,5
China	5,0	0,0	4,8	0,9	4,8	0,7
Japón	1,2	3,2	0,8	2,2	1,0	1,6
La India	7,5	2,0	6,0	5,3	6,4	5,1
Brasil	2,3	5,1	2,1	4,3	2,3	4,0

Cálculos realizados con el modelo de previsiones Edmond de Rothschild Economic Research

Sólida adaptación de la economía mundial a la crisis del petróleo y a las interrupciones del suministro

El impacto de la guerra en Oriente Medio se vio limitado por la gran capacidad de adaptación de los actores económicos. El transporte por carretera de contenedores en Oriente Medio, la utilización de otros puertos en Siria, Pakistán o la India para los tránsitos, el aumento de los volúmenes a través del cabo de Buena Esperanza y el canal de Panamá, el aumento de las exportaciones de petróleo estadounidense, canadiense, brasileño y ruso y la liberación de las reservas estratégicas de petróleo han tenido como consecuencia directa la limitación del aumento del precio del petróleo, las interrupciones del suministro y los cierres de unidades de producción. Las exportaciones adicionales de petróleo de los países de América y Rusia representaron hasta el 20% de la disminución de los volúmenes transportados a través del estrecho de Ormuz, según nuestro especialista en materias primas,



Manuel Maleki. En paralelo, las empresas se han beneficiado de las inversiones realizadas tras la pandemia para reducir su dependencia del abastecimiento y limitar así el impacto negativo de las paradas de producción observadas en Asia. Además, las empresas han podido diversificar sus proveedores. La acumulación de capacidad de sustitución desde la COVID-19 evitó una importante caída de la producción industrial, aparte de en Oriente Medio, por supuesto, donde ha caído un 44% desde febrero. Las cifras del comercio ilustran esta gran capacidad de ajuste y adaptación de las infraestructuras de transporte, ya que los volúmenes comerciales siguen aumentando.

En cuanto a la energía, la guerra entre Estados Unidos e Irán ha revelado la menor dependencia de la economía mundial del petróleo. La reducción de la intensidad energética del 26% desde 2000 en el mundo, las inversiones tecnológicas y el desarrollo de las energías renovables han reestablecido las reglas del juego y han reducido el impacto recesivo de una subida del precio del petróleo en la economía mundial. Pero el verdadero reto es que esta caída no se produjo al mismo ritmo, ni se vio afectada por los mismos usos energéticos, ni con las mismas consecuencias macroeconómicas en todos los países.

La terciarización y la reducción del peso de la industria pesada han permitido a Rumanía reducir su intensidad energética en un 61%, a Lituania en un 58%, a Bulgaria en un 48% y a Albania en un 49%. En el Reino Unido, la desindustrialización ha provocado un descenso de la intensidad energética del 50%. Esta también se ha reducido un 38% en Alemania y un 29% en Corea, a pesar de su amplia base industrial. Por último, varios países pequeños, como Aruba, Yibuti o Ruanda, vieron cómo la energía necesaria para producir una unidad de PIB se contrajo un 81%, 46% y 55%, respectivamente. Al mismo tiempo, la transición energética ha sido asimétrica. Los países en los que la energía renovable ha crecido más desde 2000 son China, Estados Unidos, India, Alemania, Brasil y el Reino Unido. En el sector del transporte, Estados Unidos encabeza la lista, por delante de Brasil, China, Indonesia y Alemania. Y en cuanto a la calefacción y el aire acondicionado, los países que más han incrementado su uso de energías renovables son la India, Nigeria, Brasil, Etiopía y Pakistán.

Europa, se encuentra en una posición desfavorable, ya que la ventaja relativa que había logrado en el pasado al reducir significativamente su intensidad energética se está erosionando con rapidez. Casi el 50% de las redes eléctricas europeas tienen entre 40 y 50 años y ya no están adaptadas a las nuevas estructuras de producción y consumo. Los beneficios de la mejora de la eficiencia energética apenas se han reinvertido marginalmente en la modernización de las infraestructuras y la innovación.

La inteligencia artificial (IA), un motor de crecimiento y de comercio mundial

La desaceleración de la producción industrial y las interrupciones de la producción han puesto de manifiesto la importante contribución de la IA al crecimiento y al comercio.

Las inversiones en Estados Unidos aumentaron un 10,4% a principios de 2026, en particular las relacionadas con la IA. El crédito fiscal previsto en la *One Big Beautiful Bill Act*, como siempre que se utiliza por los gobiernos estadounidenses, ha acelerado las inversiones. China no se queda atrás, ya que en el marco de su 15º plan quinquenal reiteró su voluntad de gastar cerca de 15.000 millones de dólares para acelerar la construcción de centros de datos en 2026. En total, su programa denominado “*Six Networks*” prevé asignar el equivalente del 5% del PIB a las redes de agua y electricidad, a las infraestructuras informáticas e IA, así como a las infraestructuras de comunicación y logística y a las redes urbanas.

Por supuesto, estas inversiones forman parte de las inversiones soberanas que habíamos identificado como respaldos a corto y medio plazo del crecimiento mundial. Su censo nos permitió evaluar su importe en el equivalente al 5,3% del PIB mundial de aquí a 2030. No obstante, las inversiones relacionadas con la IA también han ejercido un impacto muy significativo en el comercio mundial y en las exportaciones asiáticas. Según los datos de la Organización Mundial del Comercio (OMC), el 42% del crecimiento del comercio mundial se debe a los bienes relacionados con la IA (semiconductores, equipos de centros de datos, componentes electrónicos avanzados, etc.), mientras que solo representan el 15% de los bienes comerciados en el mundo. Este fenómeno beneficia en primer lugar a Asia. China, Corea, Taiwán, Singapur, Malasia y Vietnam ocupan ahora posiciones clave en las cadenas de valor tecnológicas mundiales. Las exportaciones asiáticas de equipos electrónicos, componentes e infraestructuras digitales están aumentando rápidamente, compensando así en parte las dificultades encontradas en otros sectores intensivos en energía fósil. Los avances son impresionantes: las exportaciones coreanas de bienes relacionados con la IA han crecido un 120% en un año, las de Taiwán un 80%, las de Singapur un 70%, las de Malasia un 60%, las de Tailandia y Vietnam, un 40%. En China, el aumento fue menor, de un 30%, pero incrementó considerablemente sus cuotas de mercado para los bienes de la transición energética y de los *cleantech*¹. China gasta el doble que la Unión Europea en la transición energética, y el 20% del aumento de los gastos de la transición energética procede de Estados Unidos como respuesta al dominio chino en las cadenas de valor de *cleantech*.

Debilidad persistente en 2026 y 2027

Si bien el acuerdo entre Estados Unidos e Irán ha rebajado los precios de las materias primas, la aceleración de la inflación, la persistencia de la incertidumbre geopolítica y la subida de los tipos de referencia por varios grandes bancos centrales siguieron apuntalando los tipos de la deuda pública a niveles elevados.

Como ya he señalado, este nivel de los tipos de interés reales y nominales a largo plazo representa un riesgo bajista para las perspectivas de crecimiento mundial, a pesar de que nos encontramos en el epicentro de un superciclo de inversión.

En Estados Unidos, los tipos de la deuda pública reales a 10 años continuaron por encima del 1% pese a la aceleración de la inflación hasta el 4,25% en mayo, el doble de la media de la última década. Los tipos

¹ Las *cleantech* designan todas las tecnologías, productos y servicios que pretenden reducir la huella medioambiental de las actividades humanas, mejorando la eficacia energética y el uso de los recursos, reduciendo las emisiones contaminantes y los gases de efecto invernadero, y favoreciendo las energías renovables y la economía circular.



reales franceses seguían situándose en el 2,3% en el mes de mayo, frente a una media del 0,5% entre 2010 y 2019. El aumento también es notable en el tramo más largo de la curva. Estos niveles parecen difícilmente compatibles con la amplitud de las necesidades de financiación vinculadas a las inversiones en soberanía, la inteligencia artificial, la transición energética, el envejecimiento demográfico y la refinanciación de la deuda pública. En mi opinión, la tensión entre las crecientes necesidades de inversión y los elevados costes del capital sigue siendo el principal punto de debilidad del crecimiento mundial. De este modo, el mercado de renta fija es inestable.

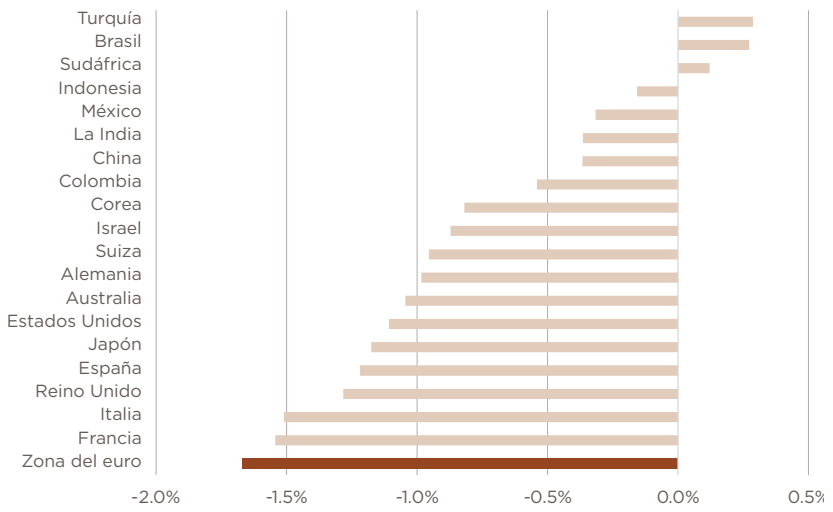
Además, las interrupciones de la producción resultantes del cierre del estrecho de Ormuz y de la destrucción de plantas en Oriente Medio podrían provocar un aumento persistente del precio de los insumos. Las paradas de producción, las interrupciones de suministro y las dificultades de sustitución suelen ejercer un impacto negativo más duradero en la actividad. Una crisis de capacidades tiene un efecto mucho más recesivo que una crisis de oferta provocada por los precios. A diferencia del aumento de estos últimos, el racionamiento o la interrupción de la producción no dejan que subsista un mecanismo de ajuste. Los agentes no pueden sustituir, diferir o arbitrar. Los efectos recesivos de las pérdidas de producción superan con creces los de un encarecimiento de los precios equivalentes. Las empresas ya no tienen la capacidad de adaptar sus combinaciones productivas de manera óptima. En otras palabras, una subida de los precios actúa como un gravamen, mientras que el racionamiento opera como una restricción. En el primer caso, la economía se ajusta, en el segundo se le impide producir.

Además, la reconstrucción de las plantas de producción destruidas y la reanudación de las producciones interrumpidas llevará tiempo. Los costes adicionales de producción y suministro deberían persistir más allá de 2027, como la prima a plazo resultante de la incertidumbre geopolítica, lo que lastrará el crecimiento mundial en 2026 y 2027.

Por último, la ralentización prevista de la demanda mundial, en particular en la zona euro, condicionará también la actividad económica durante los próximos trimestres, al igual que el aumento de los tipos de interés. Europa combina una demanda interna débil, una importante exposición al comercio mundial, una mayor sensibilidad a los costes energéticos, una menor inversión en IA e infraestructura, como en la transición energética, y unos niveles de tipos reales superiores a la tendencia del crecimiento nominal de la zona euro, lo que tiene un efecto muy recesivo.

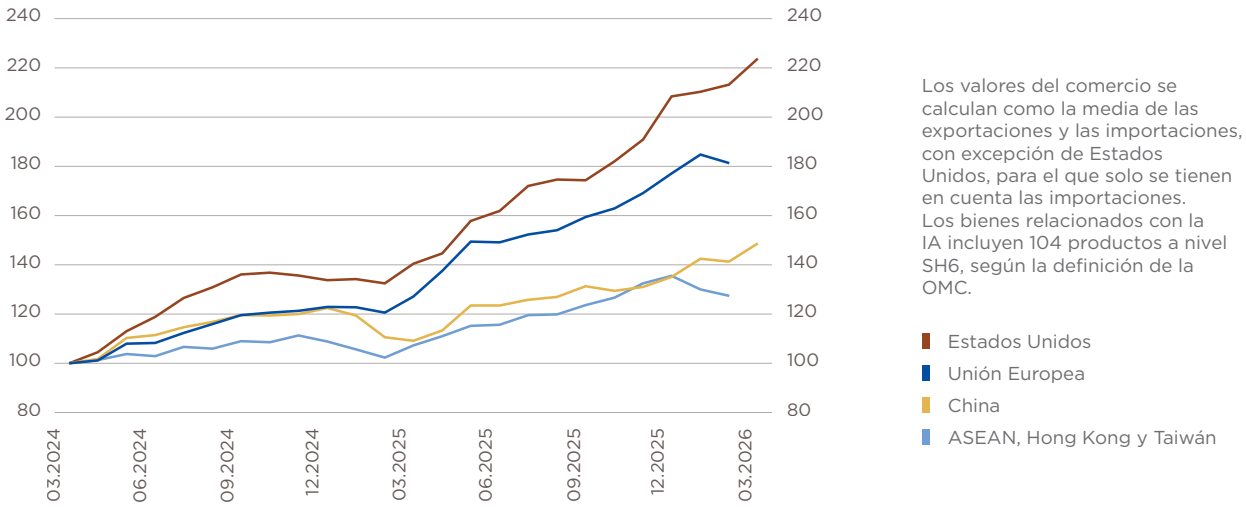
La rebaja de las tensiones en Oriente Medio sería favorable para una reaceleración del crecimiento en 2027. Sin embargo, podría ser modesta debido al endurecimiento de las políticas monetarias, al elevado nivel de los tipos de endeudamiento en un contexto de necesidades de financiación masivas, al deterioro del mercado laboral y a la ralentización del consumo, así como a la persistencia de la inestabilidad geopolítica.

Gráfico 1 — Frente a la inflación, los hogares pierden confianza, sobre todo en la zona euro
Evolución de la confianza de los hogares desde febrero de 2026, en %



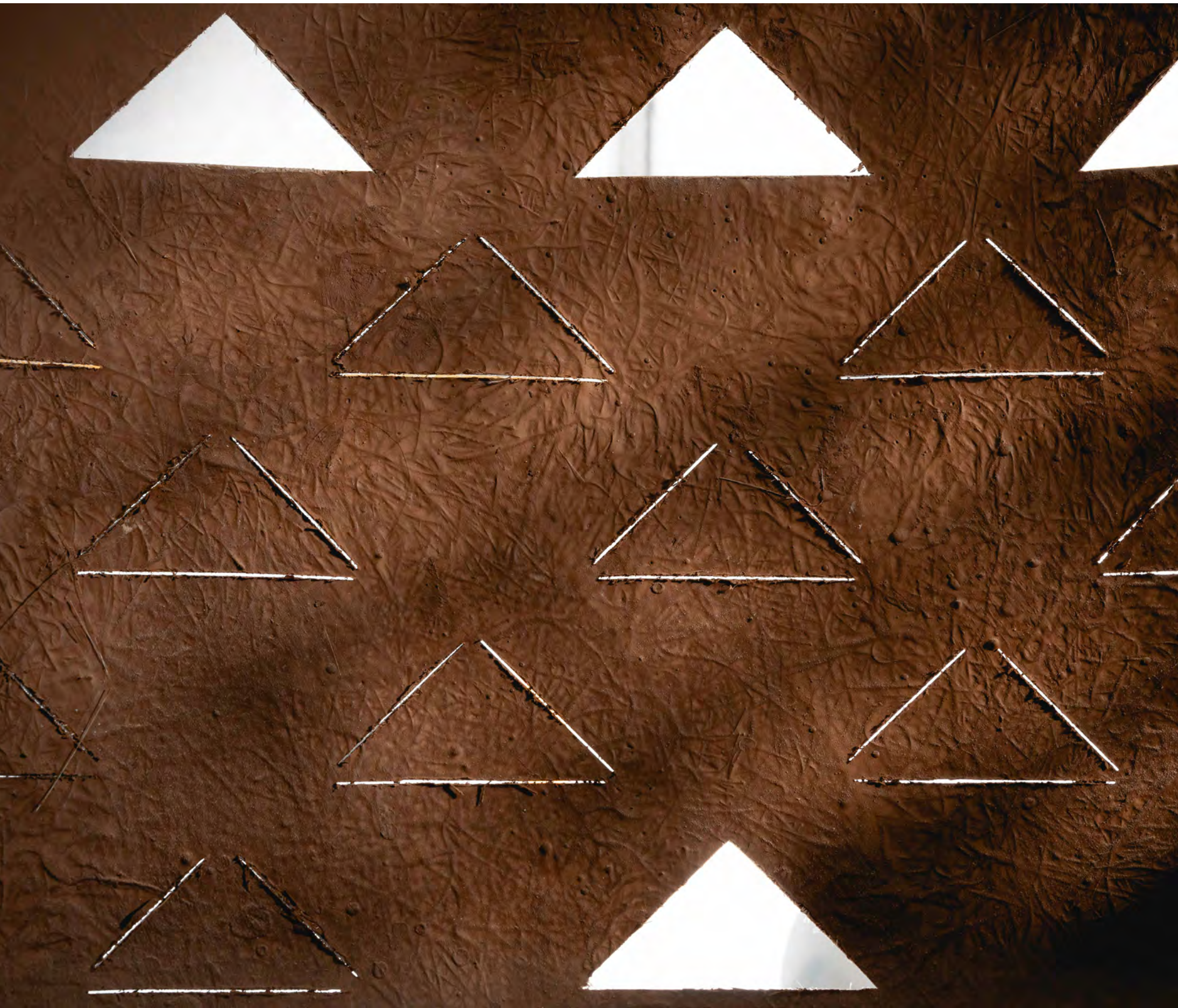
OCDE, Edmond de Rothschild Economic Research

Gráfico 2 — El comercio relativo a la IA apunala el crecimiento
Índice de comercio en dólares (base 100 = marzo de 2024), media móvil a 3 meses



Los valores del comercio se calculan como la media de las exportaciones y las importaciones, con excepción de Estados Unidos, para el que solo se tienen en cuenta las importaciones. Los bienes relacionados con la IA incluyen 104 productos a nivel SH6, según la definición de la OMC.

Eurostat, ITC Trade Map, UN Comtrade, OCDE, Edmond de Rothschild Economic Research



Ánfora *VORTEX*, Château de Malengin, Saint-Émilion,
creación de Quistrebert Brothers

Materias primas



Ormuz: un choque, varias trayectorias

Doctor Manuel Maleki
Senior Economist US & Commodities

El cierre del estrecho de Ormuz en la primavera de 2026 será una gran prueba para los mercados de materias primas. Basta echar la vista atrás algunos meses para extraer una lección de suma importancia: La crisis fue excepcional, pero las respuestas no. El petróleo ha seguido sufriendo los efectos de las tensiones geopolíticas, con unas existencias en mínimos, una seguridad del abastecimiento debilitada y una prima de riesgo permanentemente integrada en los precios. Por otra parte, los metales industriales recuperaron rápidamente sus propios catalizadores: electrificación, inteligencia artificial y reorganización de las cadenas de valor mundiales. Los materiales agrícolas compiten con la industria en cuanto a determinados insumos, como el ácido sulfúrico.

Esta divergencia no es anecdótica. Revela que la complejidad de las materias primas obedece ahora a dos lógicas distintas: la de la seguridad energética, que sigue dependiendo en gran medida de los flujos físicos y las crisis regionales, y la de la transformación económica y tecnológica, que sigue un ciclo de inversión a largo plazo. La geopolítica sigue siendo omnipresente en ambos casos, pero ya no habla el mismo idioma.

Petróleo: se consolida la prima geopolítica

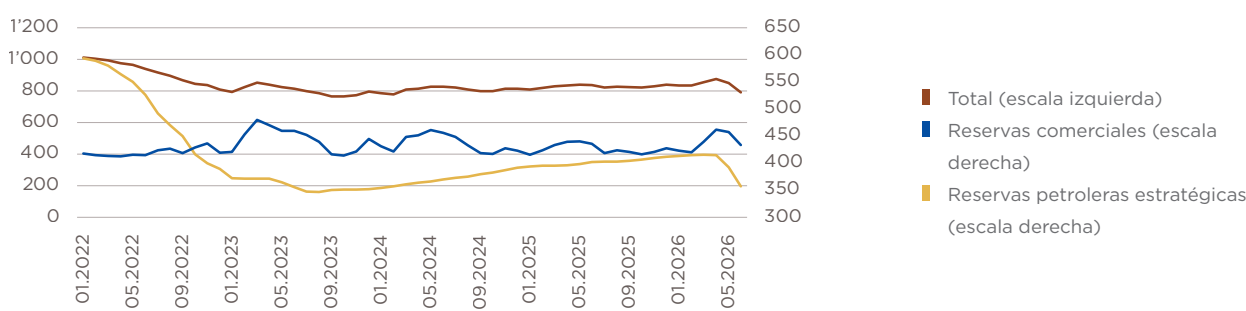
Cuando el estrecho de Ormuz se cerró la primavera pasada, gran parte de los análisis se centraron en las consecuencias inmediatas para el mercado petrolero. Esta reacción fue legítima. En condiciones normales, cerca de 20 millones de barriles diarios transitan por este corredor estratégico, es decir, alrededor de una cuarta parte del comercio marítimo mundial de petróleo. Varios meses después del inicio de la crisis, se confirma que: el mercado sigue estando dominado por las cuestiones de seguridad del abastecimiento, con un precio del barril de Brent que fluctúa entre 90 y 110 dólares el barril desde el anuncio del alto el fuego a principios del mes de mayo de 2026. El acuerdo entre Estados Unidos e Irán anunciado el 15 de junio marca un punto de inflexión: con la reapertura programada del estrecho, la prima de riesgo geopolítico integrada en los precios debería empezar a normalizarse.

Esta situación es tanto más sensible cuanto que las reservas mundiales no ofrecen el mismo colchón de seguridad que en anteriores crisis petroleras. Las reservas comerciales de los países de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) se sitúan ligeramente por debajo de su media a largo plazo según varias estimaciones recientes, mientras que las reservas estratégicas estadounidenses han registrado una sólida demanda para amortiguar las perturbaciones del suministro.

En Estados Unidos, la reserva estratégica de petróleo (SPR) ha caído hasta alrededor de 350 millones de barriles, frente a más de 600 millones antes de las importantes extracciones realizadas desde 2022. Ahora se sitúa en su nivel más bajo desde hace varias décadas. Al mismo tiempo, las reservas comerciales de Estados Unidos se han contraído considerablemente desde el inicio del conflicto. Según la Agencia estadounidense de información energética (EIA), las reservas de petróleo crudo han retrocedido en más de 79 millones de barriles desde el estallido de la crisis y las del centro de almacenamiento de Cushing¹ se aproximan a mínimos históricos.

En este contexto, el precio del barril refleja menos el equilibrio tradicional entre oferta y demanda que la prima de riesgo asociada a la capacidad del sistema mundial para absorber una crisis adicional. En otras palabras, el petróleo se ha convertido ante todo en un activo de continuidad logística cuya dinámica de precios depende esencialmente de la evolución de la situación en el estrecho de Ormuz.

Gráfico 1 — Inventarios de petróleo estadounidenses, en millones de barriles



LSEG Datastream, Edmond de Rothschild

Metales industriales: cuando la demanda vuelve a subir

La situación es diferente en el caso de los metales industriales. Sin duda, estos no están exentos del aumento de las tensiones geopolíticas. Las restricciones chinas a determinadas exportaciones estratégicas, las medidas comerciales estadounidenses, como la esperada decisión de Donald Trump de aumentar los aranceles al cobre, o la creciente voluntad de los gobiernos de asegurar sus suministros, demuestran una mayor politización de las cadenas de valor mineras.

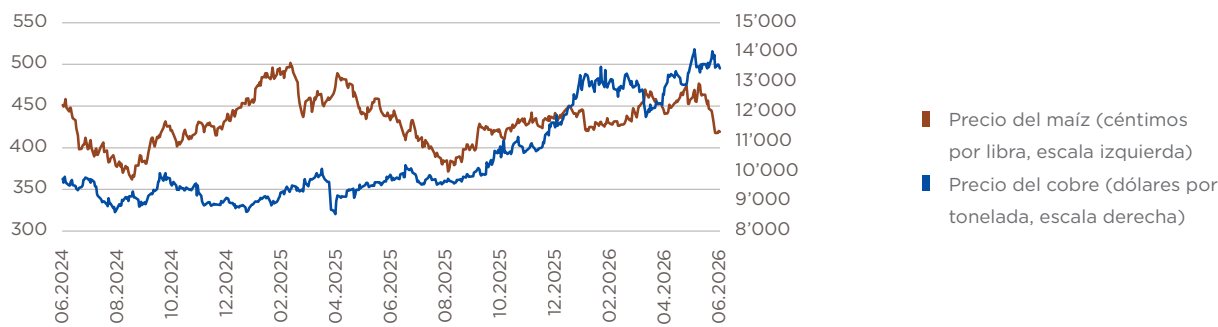
Sin embargo, a diferencia del petróleo, los metales industriales no se ven influidos principalmente por los riesgos que lastran los flujos físicos. Sus factores determinantes también siguen vinculados a la transformación de la economía mundial. La electrificación, el desarrollo de las redes eléctricas, la inversión en centros de datos, el auge de la inteligencia artificial, la reindustrialización de algunas economías avanzadas e incluso el aumento del gasto en defensa constituyen ahora los principales catalizadores de la demanda.

¹ Situado en Oklahoma, el *hub* de Cushing, donde pueden almacenarse hasta 90 millones de barriles de petróleo crudo, constituye la mayor encrucijada de almacenamiento y tránsito de crudo de Estados Unidos. Sigue siendo el principal punto de entrega del petróleo físico de los contratos a plazo *West Texas Intermediate* (WTI), que representan la mayor parte de los contratos de petróleo estadounidense.



El cobre ilustra especialmente esta tendencia. Según las proyecciones de la EIA, la demanda mundial de cobre podría aumentar aproximadamente un 30% entre 2024 y 2040 en un escenario de transición energética avanzada, debido a su papel en las baterías y las redes eléctricas. Así, a pesar de los temores sobre la situación global, desde finales de febrero el precio del cobre no ha caído, manteniéndose entre 12.000 dólares y 14.000 dólares por tonelada. Así, mientras que el petróleo sigue en gran medida atrapado en los acontecimientos en Oriente Medio, los metales industriales se ven más influidos por las inversiones necesarias para desarrollar la economía del mañana.

Gráfico 2 — Precios del cobre y del maíz



LSEG Datastream, Edmond de Rothschild

Dos geopolíticas, dos lógicas de mercado

Esta divergencia pone de manifiesto dos formas diferentes de geopolítica. En el caso del petróleo, la geopolítica actúa principalmente a través de los flujos: estrechos marítimos, sanciones, capacidades de producción o riesgos militares. En el caso de los metales industriales, actúa más a través de las cadenas de valor: control de los recursos, políticas industriales, restricciones a la exportación y competencia tecnológica.

El ejemplo de China es particularmente revelador. El gigante asiático representa más de la mitad de la capacidad mundial de refinado de cobre y ocupa una posición central en varias cadenas estratégicas de valor mineras. Esta concentración confiere a los metales una dimensión geopolítica creciente, diferente pero igual de importante que la observada en los mercados de energía.

La agricultura, nueva variable de las cadenas industriales

Hoy día, las materias primas agrícolas parecen menos expuestas directamente a las tensiones geopolíticas que el petróleo. Los niveles de existencias mundiales de cereales siguen siendo relativamente

cómodos. Según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), las reservas mundiales de trigo representan aún más de 260 millones de toneladas, mientras que las reservas mundiales de maíz siguen situándose cerca de 280 millones de toneladas. Por tanto, el riesgo inmediato de una escasez mundial de alimentos parece limitado. Sin embargo, las consecuencias del impacto de Ormuz no deben subestimarse. Una de las principales lecciones de la crisis actual es que la energía, la agricultura y los metales industriales comparten cada vez más insumos estratégicos.

El gas natural es, por tanto, la materia prima esencial para la fabricación de abonos nitrogenados. Del mismo modo, el azufre y el ácido sulfúrico desempeñan un papel central tanto en la producción de fertilizantes fosfatados como en algunas fases del tratamiento del cobre y el níquel. Esta interdependencia genera una forma de competencia entre sectores. Un aumento sostenido de los costes de la energía o de los insumos químicos puede afectar simultáneamente a los costes de producción agrícola y a los costes de extracción de varios metales industriales. La crisis de Ormuz recuerda así que los mercados de materias primas ya no deben analizarse de forma aislada. Las tensiones observadas en un segmento pueden propagarse progresivamente a otros sectores a través de unas cadenas de suministro cada vez más interrelacionadas.

Conclusión: una divergencia estructural

Esta divergencia de sensibilidad entre los metales industriales y el petróleo podría mantenerse durante los próximos trimestres. El petróleo seguiría integrando una prima de riesgo vinculada a las incertidumbres en torno a la seguridad energética mundial. Por su parte, los metales industriales seguirían dependiendo en mayor medida de las necesidades de inversión vinculadas a la electrificación, la tecnología digital, la defensa y la reorganización de las cadenas de suministro mundiales. Mientras que el petróleo sigue siendo el reflejo de los riesgos que acechan la circulación de la energía mundial, los metales industriales están pasando a ser progresivamente en espejo de las transformaciones industriales y tecnológicas, al tiempo que se combinan con las necesidades de la agricultura que comparten los mismos insumos.



Iluminación, sala de catas, Château Clarke,
Listrac-Médoc, Francia.

Renta variable



Las perspectivas se mantienen positivas para los mercados de renta variable

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

Los mercados de renta variable continuaron su repunte, impulsados aún por la tecnología, tras los beneficios del 1.º trimestre de 2026, unas perspectivas superiores a las expectativas, el entusiasmo por la salida a bolsa de SpaceX y la revisión al alza de las inversiones en centros de datos. No obstante, el avance del mercado se basa en un reducido número de valores vinculados al ciclo de inversión en infraestructuras de inteligencia artificial (IA). Más allá de la tecnología, el acuerdo del 15 de junio entre Estados Unidos e Irán impulsó a los índices de renta variable con la perspectiva de que se reabra el estrecho de Ormuz, lo que provocó una caída de los precios del petróleo, de las expectativas de inflación y de la subida de tipos. Aparte del importante ciclo de inversión, que ha sido el motor de la economía y de los mercados durante varios trimestres, el consumo resiste en Estados Unidos, sobre todo para los sectores más acomodados de la población que se beneficia de los efectos de riqueza del mercado y de las bajadas de impuestos de Trump. Por otra parte, el resto de los consumidores debería beneficiarse del descenso de los precios del petróleo. Así, el índice estadounidense S&P 500 y el de los mercados emergentes alcanzaron nuevos máximos en mayo antes de una ligera corrección en junio en el sector tecnológico, mientras que Europa repuntó en junio gracias a la caída de los precios del petróleo.

Perspectivas para los mercados de renta variable

Seguimos siendo optimistas en este momento, pero esperamos una normalización de la rentabilidad de los índices y del sector tecnológico en comparación con el resto de sectores tras una subida excepcional desde finales de marzo. De hecho, para el futuro prevemos un entorno con:

- **Un ciclo de inversión cada vez más dinámico:** los volúmenes asignados a los centros de datos y a la inversión en general en IA siguen progresando. Surgen temores, sobre todo en el nivel de las nuevas emisiones, tras el éxito de SpaceX, las incertidumbres sobre la monetización de la IA y su impacto real en la productividad. Sin embargo, los volúmenes de inversión siguen siendo masivos, y nuestro modelo sobre las burbujas (véase el gráfico 1) arroja una señal naranja, aunque todavía no roja, lo que señala un sobrecalentamiento, pero no una exuberancia irracional. La historia de las burbujas nos enseña que el movimiento alcista continúa aunque algunos títulos alcancen valoraciones muy elevadas, siempre y cuando se mantenga el impulso (véase nuestro artículo especial). Además, el papel de los ETF (*Exchange Traded Fund*), que representan entre el 35% y el 40% de las inversiones en el mercado estadounidense, impulsa a las empresas más grandes con una ponderación muy importante en los índices, entre ellas numerosas grandes capitalizaciones tecnológicas.

Gráfico 1 — Cinco puntos comunes de burbujas pasadas

Una política monetaria más restrictiva acompañada de subidas de tipos	Una subida de tipos a mediados de 2027 no es improbable, pero no constituye un elemento de preocupación importante
Una revisión a la baja de la rentabilidad del sector a través de una brusca ralentización del crecimiento de los beneficios	Los resultados de Nvidia elevaron las previsiones, Broadcom las confirmó
Valoraciones extremas, insostenibles	La situación no es insostenible en este momento, pero los inversores empiezan a preocuparse de manera esporádica
Una euforia generalizada que conduce a un último salto en las cotizaciones	Algunas acciones van por delante de los fundamentales. La volatilidad podría ser mayor que antes
Mayor competencia en la oferta de IA, a punto de responder a la demanda	Las salidas a bolsa de SpaceX, OpenAI y Anthropic podrían aumentar la oferta de acciones. Pero la salida a bolsa de SpaceX, valorada en 75.000 millones de dólares, no se llevará por delante títulos como Nvidia (5 billones de dólares), Broadcom (1,8 billones de dólares) o Micron (1 billón de dólares)

Bloomberg, Edmond de Rothschild

- **La perspectiva de una caída de los precios del petróleo,** que bajaron a mediados de junio hasta su media de 82 dólares desde 2021. La reapertura del Estrecho, la disminución de las compras de China, nuevas perforaciones que se benefician de precios más elevados, así como la voluntad de Trump de impulsar el poder adquisitivo de los estadounidenses deberían contribuir a esta estabilización. La economía puede aguantar esta ligera conmoción, apuntalada por la mejora de la eficiencia energética de las economías.
- **Un consumo que sigue siendo resiliente en Estados Unidos,** pero que podría repuntar en Europa con la caída de los precios del petróleo. El Mundial 2026 de fútbol también podría ofrecer un ligero apoyo al consumo. En cambio, el consumo chino sigue presionado, pero esto se ve compensado por una actividad manufacturera que sigue siendo sólida y por el fin de la deflación de los precios industriales.
- **Tipos largos más elevados:** además del aumento de los precios del petróleo y de los déficits públicos, la era de la globalización deflacionista ha quedado atrás debido a las exigencias de resiliencia de las cadenas de suministro y del sistema energético. El impacto potencialmente deflacionista de la IA no se confirma a corto plazo debido a las enormes inversiones que son más bien inflacionistas, aunque a medio plazo podría vislumbrarse un movimiento bajista de precios vinculado a las ganancias de productividad.



- **Unas valoraciones ciertamente elevadas en Estados Unidos, pero concentradas en un pequeño número de valores muy vinculados a la temática de la IA.** En Europa, las valoraciones están más cerca de su media histórica, y en los mercados emergentes siguen siendo bajas. Sin embargo, históricamente, las valoraciones no son el criterio más potente sobre el comportamiento de los mercados, sobre todo en periodos de inversión masiva en los que los inversores se fijan más bien en el potencial a largo plazo.

Llegamos a la conclusión de que el perfil rentabilidad-riesgo sigue siendo positivo para la renta variable, aunque consideramos preferible diversificar las posiciones, ya que el movimiento más drástico en tecnología parece haber quedado atrás. Sigue habiendo potencial, pero en una proporción que debería ser más limitada que antes.

En particular, diversificamos en algunos segmentos de **consumo**, un gran perdedor en el plano bursátil hasta entonces respecto de la inversión. No obstante, algunos sectores parecen presentar valoraciones atractivas y perspectivas de estabilización. Entre ellas se encuentra el sector del lujo, así como las empresas que se benefician del potencial aumento del poder adquisitivo de los consumidores gracias a unos precios del petróleo más bajos, y aquellas expuestas a un catalizador a corto plazo como es la Copa del Mundo de fútbol. Por ejemplo, hoteles, plataformas de reservas de viajes o fabricantes de equipos deportivos.

Los bancos europeos siguen mostrando una valoración favorable con una ratio precio/beneficios prevista de 10 en 12 meses, es decir, el segundo sector europeo más caro después del automóvil, mientras que su dinámica de rentabilidad sigue siendo sólida. Las perspectivas de beneficios por acción han aumentado, ya que las estimaciones para 2027 se han revisado al alza en un 10% desde el inicio del conflicto. Además, estos bancos son muy rentables y unos tipos de interés superiores han beneficiado históricamente a este sector.

El sector de la salud sigue viéndose afectado por problemas de varias empresas: carteras de proyectos decepcionantes, patentes en vencimiento, aunque los líderes en innovación ofrecen una dinámica siempre sólida.

La industria se beneficia de un ciclo de inversión muy sólido vinculado a la defensa, la automatización, los centros de datos y la energía, con un poder de fijación de precios importante. Además, el sector se vio respaldado por el alza de los pedidos tras las perturbaciones vinculadas a la guerra en Oriente Medio.

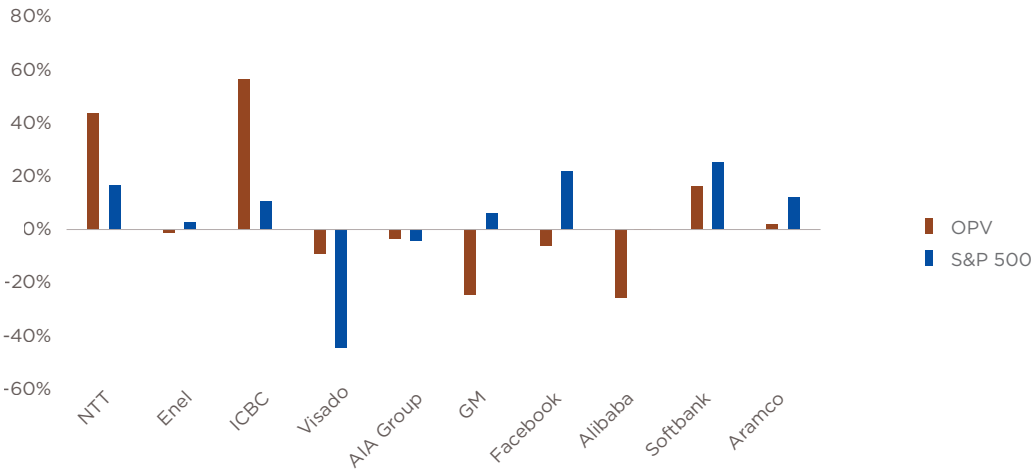
A nivel geográfico, los activos de cada región presentan un interés para el inversor, por lo que mantenemos nuestra ligera sobreponderación en las principales regiones:

- **El mercado estadounidense** debería seguir apuntalado por la tecnología (en torno al 40% del índice S&P 500) y los flujos de ETF que dopan a las grandes capitalizaciones. Otros catalizadores son la resiliencia del consumo, la desregulación, una Fed prudente y grandes sumas de fondos monetarios dispuestas a entrar en el mercado. El «*Trump put*» no debe descartarse, como se ha constatado en varias ocasiones recientemente, en particular la reacción

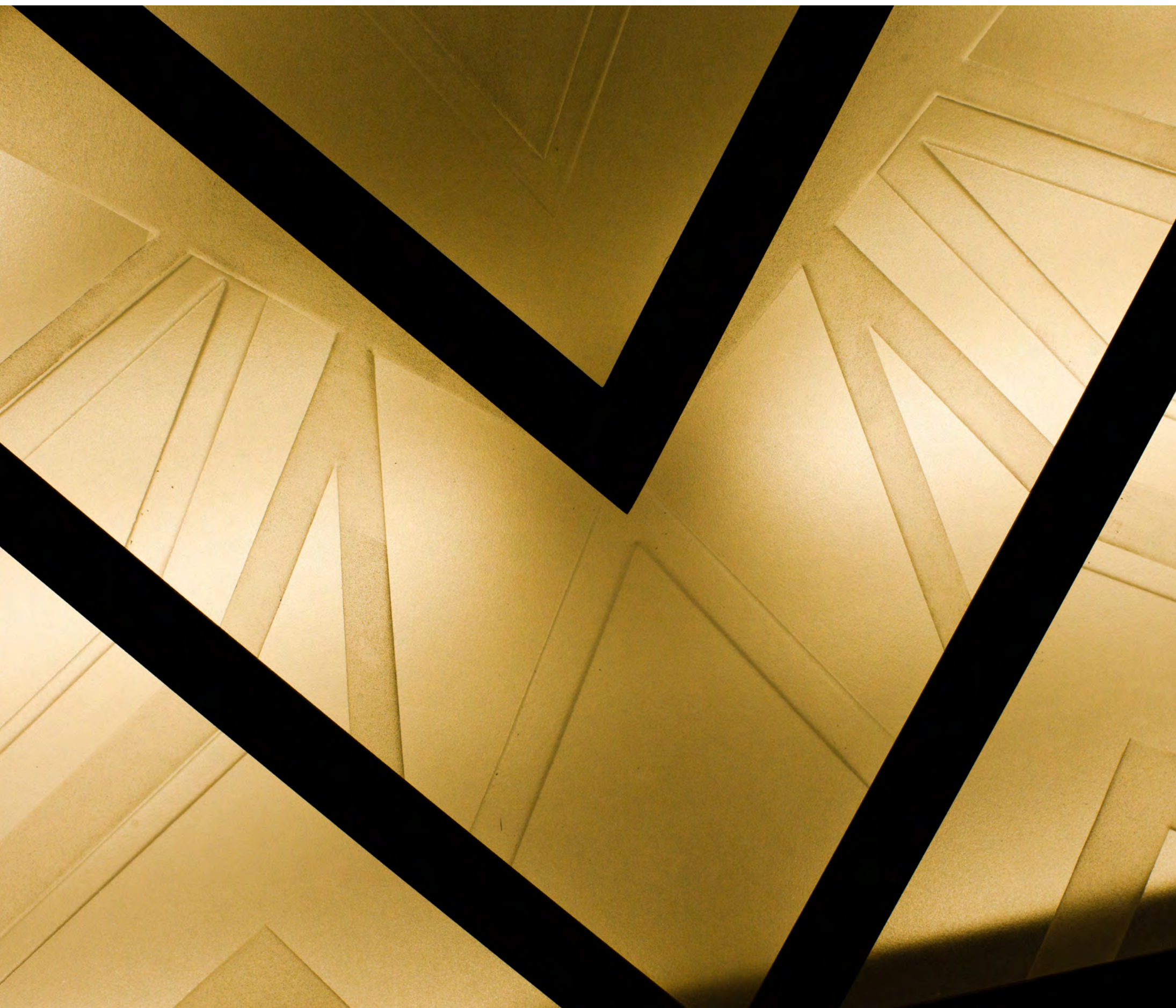
inquieta del mercado a las amenazas del presidente de invadir la isla de Kharg en Irán, que llevó a la Casa Blanca a renunciar a sus voluntades belicistas horas más tarde. En nuestra opinión, la salida a bolsa colosal de SpaceX no constituye un riesgo importante, ya que históricamente los mercados han seguido arrojando buenos resultados tras importantes salidas incluso si el título que sale a bolsa registra una rentabilidad inferior (véase el gráfico 2).

- **El mercado europeo** está menos expuesto a la tecnología, pero debería beneficiarse, a corto plazo, de la caída de los precios del petróleo tras la reapertura del estrecho de Ormuz. Presenta unas valoraciones moderadas y de carácter cíclico.
- **Los mercados emergentes** desarrollaron un sesgo tecnológico, ya que el sector representa ahora el 49% del índice MSCI Emerging Markets, con China, Taiwán y Corea que representan casi el 70% del índice. Este sesgo tecnológico no se refleja en valoraciones atractivas de los mercados emergentes, que cotizan con un descuento del 39% respecto al MSCI World.

Gráfico 2 — Rentabilidad absoluta a 12 meses del título que sale a bolsa y del mercado después de las diez mayores OPV, en %



Bloomberg, Edmond de Rothschild



Philippe Druillet (nacido en 1944), applique, encargo especial para las salas del banco, París, Francia.

Artículo especial



Semiconductores e inteligencia artificial: ¿cuál es la situación del ciclo de inversión?

Anthony Toupin
Senior Research Analyst, Global Investment Research

Xiadong Bao
Analyst / Portfolio Manager
International Equities, Edmond de Rothschild Asset Management

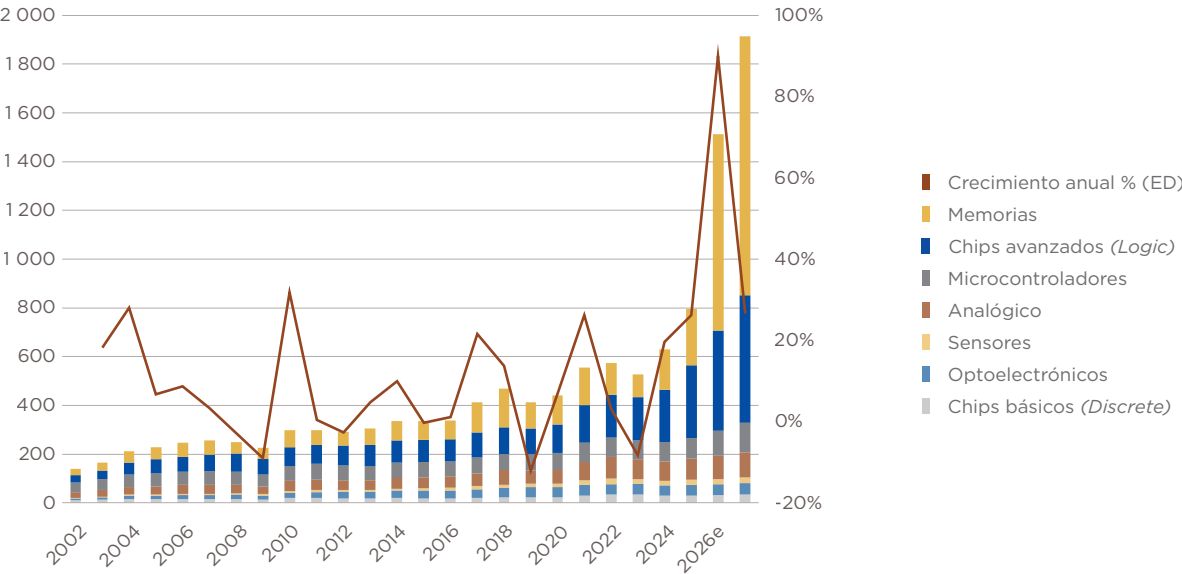
Un ciclo de inversión sin precedentes, pero con una dispersión creciente
Tres años después del lanzamiento de ChatGPT, la oleada de inversión en infraestructuras de inteligencia artificial (IA) no muestra ningún indicio de agotamiento, sino todo lo contrario. Los cuatro grandes *hiperescaladores*¹ estadounidenses (Microsoft, Alphabet, Amazon y Meta) prevén dedicar juntos cerca de 725.000 millones de dólares en gastos de inversión en 2026, lo que supone un aumento de más del 75% respecto al nivel ya récord de unos 410.000 millones alcanzado en 2025. Esta tendencia no es fruto de una simple apuesta: responde a una demanda que, trimestre tras trimestre, supera las capacidades operativas. El cambio en el uso de los modelos de IA, de la fase de entrenamiento a la de explotación a gran escala (la inferencia), transforma una demanda puntual de cálculo en un consumo permanente.

En este contexto, el mercado de semiconductores globales, del que no se esperaba superar el nivel simbólico de un billón de dólares de ventas anuales antes de 2028 / 2029 (gráfico 1), debería registrar a partir de este año ventas de cerca de 1,5 billones, frente a los 800.000 millones de 2025. El consejero delegado de TSMC, Che-Chia Wei, que a finales de 2025 hablaba de una demanda «aún mayor de lo que preveíamos tres meses antes», confirmó a principios de junio que la demanda seguía sin mostrar indicios de debilitamiento, y que su grupo se esforzaba ahora por no convertirse en el cuello de botella de la cadena. Por otra parte, los primeros indicios de monetización son tangibles: los ingresos de las divisiones *de nube* de los *hiperescaladores* se están acelerando y sus carteras de pedidos contractuales prácticamente se han duplicado en un año. Todos ellos son elementos que justifican, a los ojos de sus direcciones, el continuo esfuerzo de equipamiento en una carrera en la que ninguno puede permitirse ceder terreno.

¹ Hiperescaladores: gigantes de la nube que explotan centros de datos a gran escala para prestar servicios informáticos al resto de la economía.

Gráfico 1 — El mercado global de semiconductores debería superar el billón de dólares a partir de este año

Evolución del mercado global de semiconductores en miles de millones de dólares, por segmento y año desde 2002, y evolución anual en % (escala derecha)



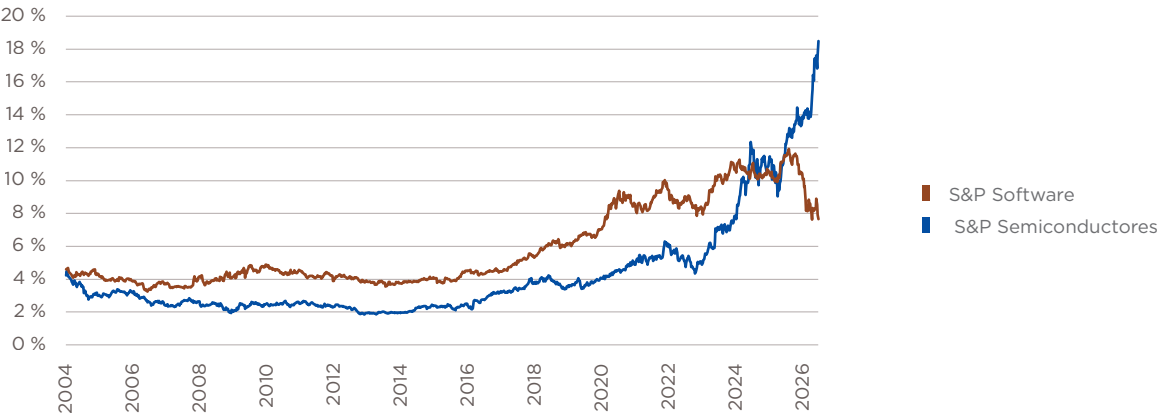
Edmond de Rothschild, WSTS

Los semiconductores, primeros beneficiarios de esta bonanza, se impusieron como el principal catalizador de la rentabilidad de los índices mundiales, ya que el índice de referencia del sector (SOX) registró una subida del 102% desde principios de año, y su peso en el S&P 500 se ha cuadruplicado con creces desde 2020 (gráfico 2). Sin embargo, detrás de esta dinámica de conjunto se esconde una creciente dispersión entre los subsegmentos de la cadena de valor. Entender dónde se forma el valor, y a qué precio se paga, sigue siendo, en nuestra opinión, un ejercicio esencial para los inversores en 2026.



Gráfico 2 — La valoración de los semiconductores en el S&P 500 alcanza un récord, mientras que el sector del software se deteriora

Evolución de la ponderación de la capitalización bursátil de los sectores de los semiconductores y el *software* en el índice S&P 500, desde 2004, en %



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Aceleradores: los GPU siguen dominando, ASIC en pleno auge

Los procesadores gráficos (GPU o *Graphics Processing Unit*) siguen siendo el núcleo principal de la infraestructura de IA. Concebidos en un principio para la reproducción de imágenes, estos chips, también denominados aceleradores, son excelentes en el procesamiento paralelo masivo² que exigen el entrenamiento y la inferencia de los grandes modelos. Nvidia reina en este segmento sin una gran competencia, con más del 80% del mercado y los ingresos de centros de datos que han aumentado un 92% interanual en el último trimestre publicado. Su fuerza no se debe únicamente a sus chips: su ecosistema de *software* CUDA, adoptado por millones de desarrolladores desde hace casi veinte años, constituye una barrera de entrada que sus competidores, con AMD a la cabeza, tienen dificultades para superar a pesar de las ganancias progresivas de cuota de mercado en la inferencia. Sin embargo, dado que los costes de computación ascienden a decenas de miles de millones de dólares al año, los gigantes de la *nube* despliegan en paralelo sus propios chips a medida, los ASIC³, optimizados para una tarea precisa y que ofrecen un coste por cálculo y un consumo energético en gran medida inferiores cuando la carga de trabajo lo permite. Google es pionero con sus TPU o *Tensor Processing Units*⁴, ya disponibles para clientes externos, Amazon acelera el despliegue de sus chips Trainium, mientras que Meta, Microsoft y OpenAI continúan con sus propios programas.

² Procesamiento paralelo masivo: ejecución simultánea de miles de operaciones simples, en contraposición al tratamiento secuencial de un procesador clásico.

³ ASIC (*application-specific integrated circuit*): chip diseñado a medida para una tarea única, más eficaz pero menos flexible que una GPU generalista.

⁴ Un *Tensor Processing Unit* (TPU, o unidad de tratamiento de tensores) es un circuito integrado diseñado por Google para acelerar la ejecución de los modelos de inteligencia artificial. A diferencia de una GPU (*Graphics Processing Unit*), no incluye módulos dedicados al resultado gráfico, sino solo unidades de cálculo especialmente optimizadas para las operaciones de tensión con grandes volúmenes de datos.

La lógica es doble: abaratar el coste unitario del cálculo y disminuir la dependencia de un proveedor que tiene una posición dominante en precios y márgenes. Los grandes ganadores de este enfrentamiento son los desarrolladores especializados que apoyan a los *hiperescaladores*, encabezados por Broadcom y Marvell, y sobre todo el fundidor taiwanés TSMC, que fabrica la práctica totalidad de estos componentes avanzados, sea cual sea la bandera con la que estén diseñados.

La ampliación de la cadena de valor: CPU, óptica y equipos

De forma más inesperada, la oleada de IA beneficia ahora también a los procesadores generalistas (CPU o *Central Processing Unit*), que durante mucho tiempo se han limitado al papel de directores de orquesta de las GPU. En este sentido, el aumento de la inferencia reequilibra la composición de los servidores especializados: mientras que un centro de datos de IA contaba históricamente con una CPU para ocho GPU, esta ratio ya se ha reducido a alrededor de uno por cuatro, e Intel y AMD prevén una convergencia hacia la paridad. Esta demanda imprevista ha cogido a la industria por sorpresa, ya que los precios de las CPU para servidores han aumentado en los últimos meses, hasta el punto de que Intel ha reorientado su capacidad de producción en detrimento de los chips de consumo. Los factores de este reequilibrio se deben en gran medida a la naturaleza de las nuevas cargas de trabajo de IA, como los agentes autónomos, que consumen más capacidad de cálculo. Más allá en la cadena, a medida que los centros de datos concentran cientos de miles de chips, el factor limitante se desplaza hacia la red que los conecta: el transporte de datos entre chips, servidores y centros de datos sitúa las interconexiones ópticas en el centro del juego, hasta la *co-packaged optics*⁵, que integra la conversión óptica lo más cerca posible del procesador, un nicho en el que se posicionan tanto Nvidia y Broadcom como especialistas de la fotónica como Coherent o Lumentum. El ensamblaje avanzado (incluida la tecnología CoWoS⁶ de TSMC) sigue siendo una de las capacidades más restrictivas de la cadena. Por último, los fabricantes de máquinas de producción de chips, con ASML a la cabeza con su monopolio en la litografía EUV⁷, ofrecen una exposición indirecta pero ineludible: cualquiera que sea el chip que gane, se fabricará en sus máquinas. Esta lógica de «pico y pala» sigue impulsando las expectativas de crecimiento por encima de los aceleradores.

Las memorias: de un componente banalizado a un cuello de botella estratégico

Las memorias, consideradas durante mucho tiempo como un segmento cíclico y poco diferenciado, han pasado a ser un cuello de botella estratégico del cálculo de IA. En efecto, el rendimiento de un acelerador depende tanto de la velocidad a la que llegan los datos como de su potencia de cálculo bruta. Es precisamente el papel de las memorias de alto ancho de banda (HBM⁸), apiladas verticalmente lo más cerca posible del procesador, ya que cada nueva generación de GPU incorpora cantidades cada vez mayores. Este mercado está bloqueado por un oligopolio de tres actores: el coreano SK Hynix, que es el líder del

⁵ *Co-packaged optics*: integración de los componentes ópticos directamente en la caja del procesador para reducir el consumo de energía y los plazos de transmisión.

⁶ CoWoS (*Chip-on-Wafer-on-Substrate*): procedimiento de ensamblaje de TSMC que coloca uno al lado del procesador y memoria HBM en un mismo soporte para maximizar la velocidad de los intercambios.

⁷ Litografía EUV (ultravioleta extrema): tecnología de grabado que utiliza una luz de longitud de onda muy corta, indispensable para los chips más avanzados y de la que ASML es el único proveedor mundial.

⁸ HBM (*High Bandwidth Memory*): memoria de alto ancho de banda apilada lo más cerca posible del procesador para acelerar los intercambios de datos.



mismo y cuyas capacidades ya están totalmente reservadas para el año en curso, su compatriota Samsung y la estadounidense Micron. La demanda de IA absorbe una parte tan grande de las capacidades de producción que la tensión se ha propagado al conjunto del mercado de la DRAM⁹ convencional, cuyos precios se han más que duplicado en un año, hasta el punto de que Microsoft ha asignado unos 25.000 millones de dólares del aumento de su presupuesto de inversión de 2026, únicamente al encarecimiento de los costes de suministro de componentes de memoria. Es importante señalar que la subida de precios no ha mermado la demanda, lo que supone un indicio de la voluntad de los *hiperescaladores* de invertir «cueste lo que cueste» para ganar la batalla de la IA. Esta escasez ha seguido impulsando las cotizaciones de compañías, como Seagate, SK Hynix, Micron o Western Digital, niveles de progresión que requieren una vigilancia especial sobre la que volveremos mas adelante.

Un análisis de inversión constructivo, pero que sigue siendo selectivo
Identificamos varios elementos que favorecen una continuación del ciclo. Las carteras de pedidos están llenas, las capacidades de producción de los eslabones críticos están reservadas con varios trimestres de antelación, y la visibilidad en 2026 y 2027 es inusualmente elevada para un sector históricamente cíclico. Sin embargo, esta confianza no puede ignorar algunas valoraciones alcanzadas. La subida de las cotizaciones desde principios de año, especialmente marcada en las memorias, ya integra una parte sustancial de la ejecución de las carteras de pedidos previstas. Por ello, consideramos que el análisis debe centrarse en el crecimiento de los beneficios esperados en relación con los múltiples pagados (ratios tipo: valor de empresa / beneficio de explotación o precio sobre beneficio ajustado a la tasa de crecimiento), así como en la dinámica de las revisiones, en la calidad y diversificación de las carteras de pedidos y en el poder de fijación de precios de cada eslabón.

Por otra parte, los riesgos clásicos del sector no han desaparecido. Una concentración extrema de la demanda de procesadores procedentes de unos pocos *hiperescaladores*, cuyo menor cambio en las previsiones de inversión ejercería un impacto violento en toda la cadena, el carácter cíclico histórico de las memorias, cuya escasez siempre ha terminado por reabsorberse, y un contexto geopolítico en el que las restricciones a la exportación a China y la dependencia de Taiwán siguen siendo factores de riesgo estructurales.

En este contexto, seguimos convencidos de que la pertinencia de la temática no prejuzga el precio al que es razonable exponerse. La selectividad, relegada a un segundo plano durante la fase de expansión indiscriminada del ciclo, vuelve a ser una herramienta de gestión del riesgo primordial para los inversores.

⁹ DRAM (*Dynamic Random Access Memory*): memoria viva estándar con servidores, ordenadores y *smartphones*, cuyos precios son históricamente muy cíclicos.

Están cambiando los factores que determinan la demanda

Queda la pregunta: ¿qué respaldará la próxima fase de crecimiento, una vez absorbida la actual oleada de equipos? En nuestra opinión, la respuesta se debe menos a la formación de modelos cada vez más grandes que a su uso masivo y permanente, la inferencia, cuya participación en la demanda de cálculo no deja de crecer. Es precisamente este cambio hacia agentes de inteligencia artificial autónomos (IA agéntica, véase cuadro comparativo), consumidores continuos de cálculo más que usuarios puntuales, lo que ahora conviene examinar.

El LLM¹⁰ sigue siendo central, pero su uso cambia: se pasa de un *chatbot* (o agente de conversación) que responde al agente autónomo que ejecuta. Un agente planifica, descompone una tarea, recurre a herramientas, comprueba sus resultados e itera. Esta cadena de acción, y no el tamaño de los modelos, impulsará la próxima oleada de demanda de cálculo.

Cuadro comparativo — IA generativa 1.0 (*chatbots*) frente a 2.0 (agéntica)

La IA agéntica supone una evolución significativa respecto a los *chatbots* estándar

	IA generativa 1.0	IA generativa 2.0
Paradigma	<i>Chatbots</i>	IA agéntica
Capacidades de IA	Responden a <i>prompts</i> , dan consejos	Planifica, actúa e itera de forma autónoma
Modelo de interacción	Intercambio único, respuesta a un <i>prompt</i>	En varias etapas, orientada hacia un objetivo
Acción	Salida únicamente en forma de texto	Llama a las API, escribe y ejecuta código, navega por la web
Dependencia del ser humano	Elevado, la intervención humana es necesaria	Baja, el agente funciona de forma autónoma
Relación humana/IA	1:0, 1	De 1:1 a varios
Consumo de tokens	1x	1000x

Edmond de Rothschild

Sobre todo, la demanda pasa del entrenamiento a la inferencia. El entrenamiento sigue siendo un evento «por oleadas» (lanzamiento de un nuevo modelo, ajustes de *fine tuning*), mientras que la inferencia corresponde a un consumo continuo y masivo, multiplicado por: (i) el aumento de los agentes y los recursos a herramientas,

¹⁰ Un LLM (*Large Language Model*) es un modelo de inteligencia artificial entrenado con grandes cantidades de texto para comprender, generar y manipular lenguaje natural.



(ii) los contextos más largos, (iii) la necesidad de iterar/autocorregir. En otras palabras, incluso si el crecimiento de los presupuestos de entrenamiento se desacelera, la explosión del volumen de inferencia puede seguir impulsando la demanda de cálculo. A modo de comparación histórica, es un poco como el *smartphone*, solo se compra una vez cada dos o tres años, pero se utiliza todos los días, para todo (mensajes, vídeo, geolocalización, pagos, etc.). A largo plazo, las ventas puntuales de teléfonos no son las que más pesan, sino el consumo diario de datos y servicios móviles. Del mismo modo, en la IA, el uso continuo de los modelos (la inferencia) acaba revistiendo mucha más importancia que los costes iniciales de entrenamiento.

Por último, la inferencia se difunde más allá de Nvidia (ASIC de los *hiperescaladores*, aceleradores alternativos, etc.). En este modo de funcionamiento (*workflow*), la CPU recupera peso y dispara también los servidores CPU y la memoria no HBM (DRAM/capacidad). Para el inversor, el tema se convierte en una búsqueda de cuellos de botella: a medida que se diversifica la combinación de chips, el valor migra hacia los eslabones limitantes (capacidad de memoria, interconexiones, ensamblaje, equipamiento) en lugar de hacia un solo «campeón».

**La economía de los tokens:
un consumo multiplicado por mil y más**

El punto clave es cuantitativo: una tarea agéntica consume aproximadamente 1.000 veces más fichas (o tokens¹¹) que un intercambio con un *chatbot*. El razonamiento paso a paso, las repetidas llamadas de herramientas y la autocorrección multiplican el cálculo por solicitud. Sobre todo, el uso pasa del entrenamiento puntual a la inferencia permanente: un agente gira de forma continua, lo que transforma un gasto de cálculo puntual en consumo recurrente.

Más allá de la infraestructura, el reto se convierte también en el de la adopción: ¿quién adoptará la IA en primer lugar y a qué velocidad? A medida que los agentes empiezan a ejecutar procesos, procesan, generan y producen potencialmente más datos que los humanos. Los editores de *software*, históricamente centrados en interfaces y *workflows* «*human-first*», pasan a productos «*agent-first*»: APIs¹², permisos, logs, gobernanza y observabilidad diseñados para actores no humanos. En concreto, se confía a las personas las tareas de gran valor (juicio, relación, creatividad, decisión), y se utiliza la tecnología para ayudarles, simplificar o automatizar. Son los agentes los que dirigen el flujo de trabajo diario, inician y encadenan las tareas, y solicitan la intervención humana únicamente cuando es necesario (control, arbitraje, gestión de casos complejos).

Las interacciones sociales y económicas llevarán cada vez más la huella de agentes, lo que da inicio a un importante proyecto: el desarrollo de marcos de seguridad agénticos para permitir interacciones y comercios dirigidos por la IA de manera fiable y a gran escala.

En materia de identidad y cumplimiento normativo, esto sugiere una extensión natural de los componentes existentes: el tradicional KYC (*Know Your Customer* o «conocer al cliente») deberá integrar un KYA (*Know Your Agent* o «conocer al agente»). En un mundo agéntico, no solo hay que controlar la identidad del cliente, sino también la del agente, a lo que tiene acceso, a lo que está autorizado a decidir y a pagar en su nombre. La administración de identidades también deberá gestionar identidades de agentes, y el análisis conductual como la autenticación multifactor deberá integrar la intención del agente. Se trata de nuevas oportunidades para quienes gestionan identidades, derechos de acceso, auditoría y cumplimiento, más allá del cómputo de tokens e inversiones en infraestructuras.

Codificar con la IA (*vibe coder*) no es hacer *software*

El código se está convirtiendo en una idea nativa generalizada para la inteligencia artificial: la IA ya produce una parte mayoritaria de los nuevos proyectos. La diferenciación se desplaza hacia los agentes y la orquestación, que industrializan *workflows* y hacen que las aplicaciones profesionales sean más sencillas de desplegar y operar. De ahí una distinción útil: generar código se ha vuelto casi gratuito; convertirlo en un producto fiable, integrado, seguro y monetizable sigue siendo el paso decisivo.

Y el efecto puede ser aún más marcado en los editores verticales, que ya disponen de datos propios, de *workflows* especializados y de una gran capacidad de distribución en un sector determinado: Veeva en el sector sanitario, CCC Intelligent Solutions en el sector de los seguros, Workiva para la documentación reglamentaria, o incluso IQVIA sobre los datos de venta de medicamentos y la I+D. En estos modelos, la IA no es solo una capa de asistencia: se convierte en un catalizador de productividad y de conformidad directamente integrado en el sistema de producción del cliente.

Es lo que separa a los proveedores de modelos (OpenAI, Anthropic) de las plataformas horizontales que industrializan a los agentes en los procesos empresariales (Microsoft con Copilot, Salesforce con Agentforce, ServiceNow, Palantir) y de las plataformas verticales que captan el valor allí donde el *workflow* y el dato son los más específicos. El valor duradero se desarrolla en este nivel de integración.

¹¹ Un token es una pequeña unidad de texto (por ejemplo, un carácter, una parte de una palabra o una palabra entera) utilizada por los modelos para leer, tratar y generar lenguaje.

¹² Una API (*Application Programming Interface*) es una interfaz que permite a dos aplicaciones comunicarse entre sí definiendo un conjunto de reglas para solicitar e intercambiar datos o servicios, sin exponer el funcionamiento interno de los sistemas.



Monetización: de la facturación por usuario al resultado entregado, y del usuario humano al agente de IA

El modelo por usuario (*per seat* o por asiento) da paso a una tarificación con resultados obtenidos, es decir, con la tarea realizada, con el expediente tratado o con el ticket resuelto. Si este movimiento se confirma, el mercado objetivo cambia de naturaleza: ya no se limita al presupuesto de *software*, sino que apunta a una fracción de los costes de mano de obra que el agente automatiza, un depósito mucho más amplio. Salesforce ya factura a Agentforce a una conversación resuelta; este tipo de modelo, y la prueba de que genera un retorno cuantificable para el cliente, validará la sostenibilidad de los ingresos.

Con el agente IA, se abre otro componente de monetización: la facturación por llamada (o ejecución) de agentes y cadenas de herramientas. En otras palabras, la API como unidad económica. Si los agentes orquestan tareas (búsqueda, extracción, redacción, ejecución de *workflows*), el valor se mide en volúmenes de llamadas, en tiempo de ejecución, en latencia, en fiabilidad y en nivel de garantías (SLA o acuerdo de nivel de servicios, conformidad, auditoría). La API se convierte en el «producto». TradingView, por ejemplo, es una plataforma en línea de gráficos bursátiles que permite analizar los mercados (acciones, divisas, etc.) con numerosos indicadores técnicos. Pero TradingView también pone a disposición puntos de acceso y formatos estandarizados para que los programas informáticos externos puedan leer automáticamente sus datos, señales y alertas, y utilizarlos en sus propios sistemas: es esta «capa API» la que es monetizable.

Este modelo es «nativo» de las plataformas *cloud*, pero puede convertirse en un puente entre *software* y servicios: la empresa ya no compra una herramienta (licencia) ni un equipo (días-persona), compra un resultado producido por una cadena de API. ¿Quién capta el valor? Intermediarios de infraestructuras como Cloudflare o Akamai. Estos actores ilustran bien este desplazamiento: una capa de la infraestructura situada lo más cerca posible tanto de los usuarios como de la seguridad, que puede monetizarse por cada solicitud y función ejecutada (enrutamiento, protección, observabilidad, pasarelas, etc.). En un mundo dominado por agentes, esta capa se torna estratégica porque se sitúa: (i) lo más cerca posible del usuario y los datos (latencia), (ii) en el punto de control de las identidades, permisos y políticas, y (iii) en la interfaz entre el tráfico «humano» y el tráfico «agente».

Históricamente, un *software* se vende por usuario y los servicios informáticos se venden en el tiempo transcurrido. El modelo *agent-first* crea una tercera vía: una tarificación por el uso y por los resultados, pero desglosada a nivel de la máquina. Esta migración de la tarificación reconfigura las cadenas de valor: los ganadores no son solo los modelos, sino también las capas que controlan, aseguran y miden la ejecución por agentes; es decir, las empresas capaces de resolver problemas empresariales de extremo a extremo mediante una IA potente, cobrando por el uso real en lugar de vender solo licencias o consultoría por tiempo empleado.

El retorno sobre el capital invertido (ROIC) no es, en este momento, la cuestión central

A largo plazo, el mercado exigirá la prueba mediante el retorno de la inversión o ROIC real, no la promesa ni la perspectiva a largo plazo. Sin embargo, una parte de los gastos de inversión en infraestructuras de IA todavía no se ha arbitrado sobre la base de rendimientos claramente identificados, sino sobre una hipótesis de demanda futura: una estimación del consumo de tokens y de la carga de inferencia en un horizonte de 2 a 5 años. Dicho de otro modo, hoy se financia una capacidad apostando por los volúmenes de uso del futuro, con una visibilidad aún imperfecta sobre (i) la tarificación del token, (ii) la parte captada por cada eslabón (*nube*, silicio, memoria, red), (iii) la velocidad de difusión de los casos de uso realmente monetizables, y (iv) la intensidad competitiva que podría comprimir los márgenes.

En este contexto, el riesgo es que el mercado bursátil espere más un relato de escasez —la escasez de GPU, HBM, CoWoS, de capacidad de centros de datos y de electricidad— que los fundamentales de creación de valor para el accionista (flujo de efectivo sostenible, disciplina de asignación, rendimiento sobre el capital invertido). Un relato designa a algunos ganadores, aumenta su peso en los índices, le siguen las compras pasivas y, después, las de los gestores activos, a veces con apalancamiento y opciones.

La fórmula «*attention is all you need*» o «solo es necesario prestar atención» describe la mecánica de los LLM; funciona casi como una metáfora de los mercados actuales: la atención prestada al relato (y a los condicionantes de oferta visibles) tiende a dominar la atención prestada a los rendimientos económicos. La fragilidad no se debe necesariamente a la solidez de las empresas, sino al diferencial entre expectativas y ROIC, y a la concentración de los titulares.

La relevancia de la temática no fija el precio razonable para exponerse a él. La paciencia, la selectividad y una asignación rigurosa del capital —es decir, priorizar las empresas capaces de convertir los tokens en flujos de efectivo y de monetizar rápidamente sus servicios— permiten aprovechar las oportunidades de inversión más atractivas.



Michèle Henon (1937-2010), panel de cuero de Córdoba, motivos inspirados en el Art Déco realizados según la técnica medieval del *repujado*, encargo especial para los salones del banco, Ginebra, Suiza.

Renta fija



Deuda corporativa o deuda pública: mantener la selectividad

Guilhem Savry
Head of Strategy Research, Global Investment Research

Rami Boustany
Head of Fixed Income Credit Research, Global Investment Research

Las primas de riesgo siguen siendo elevadas en el segmento de la deuda pública

La mayoría de los rendimientos de los bonos mundiales han alcanzado nuevos máximos desde el periodo 2007-2008 en el segundo trimestre de 2026. Este aumento de los rendimientos de la renta fija es generalizado, es decir, afecta a todos los países desarrollados y a todos los vencimientos de la curva. Esta situación que habíamos desarrollado en nuestras publicaciones anteriores y que justifica nuestra visión prudente de esta clase de activos debería mantenerse a medio plazo. No en vano, la prima de inflación debería seguir siendo elevada debido a las incertidumbres geopolíticas que acechan a muchas materias primas. La prima de crecimiento sigue siendo elevada, sobre todo en Estados Unidos y Japón, donde el ciclo de inversión tecnológica se acentúa, y la prima de riesgo político en Europa seguirá siendo sólida, a medida que se perfilan numerosas elecciones y aumenta la fragilidad de los gobiernos existentes. Por último, pero no menos importante, la ausencia de reducción de los déficits públicos plantea la cuestión del coste de financiación y de la sostenibilidad de la deuda de los Estados, sobre todo para aquellos que hacen frente a un crecimiento débil e inferior a su potencial a largo plazo.

¿Se prevé un endurecimiento de la política monetaria?

El aumento de los precios de la energía provocado por el conflicto de Oriente Medio ha agravado las presiones inflacionistas y ha obligado a los bancos centrales a plantearse un endurecimiento monetario a corto plazo mediante subidas de los tipos de interés. El mercado de futuros (o mercado a plazo) del petróleo anticipa actualmente un precio del WTI (*West Texas Intermediate*) y del Brent, respectivamente, a 74 y 78 dólares en diciembre, es decir, más de un 30% más alto que hace seis meses. En este contexto, la curva de previsiones de inflación se desplazó al alza en Estados Unidos y Europa, con unos niveles de inflación previstos ciertamente más bajos tras el acuerdo del 15 de junio con Irán, aunque sigue por encima de los objetivos a largo plazo de la Reserva Federal estadounidense (Fed) y del Banco Central Europeo (BCE). Ante estas previsiones de precios de producción y consumo más elevados, los mercados monetarios revisaron al alza sus previsiones de tipos para los principales bancos centrales en 2026 e

incluyen ahora subidas generalizadas de tipos de aquí a finales de año. A día de hoy, los mercados prevén subidas de tipos en todas partes dentro de doce meses, incluso modestas. El BCE ya actuó en junio con una primera subida de tipos de 25 puntos básicos por primera vez desde 2023 y seguirá por esta vía si los datos de inflación siguen siendo elevados. El Banco de Inglaterra (BoE) y la Fed deberían seguir la tendencia, y se prevén subidas de tipos de aquí a diciembre de 2026.

Unas finanzas públicas que no mejoran

Esta subida de la prima de inflación se suma a las preocupaciones relativas a los déficits presupuestarios. Si bien la economía estadounidense sigue mostrando resiliencia, lo que reduce los riesgos de sostenibilidad de la dinámica de la deuda, no ocurre así en Europa, donde el crecimiento del PIB debería situarse por debajo del 1% en 2026, lo que lleva a los inversores a preguntarse sobre el equilibrio a largo plazo entre el crecimiento de la deuda y el de la actividad. Observando esta tendencia, los gobiernos tomaron prestado en los mercados de renta fija a un ritmo récord en la primera parte del año 2026. Así, los emisores soberanos del G-10 y China emitieron 504.000 millones de dólares en deuda desde principios de año. Se trata de un récord, más que en el primer semestre de 2020, cuando los gobiernos tuvieron que financiar los crecientes déficits públicos para respaldar a sus economías durante los confinamientos relacionados con la pandemia de COVID-19. Además, la necesidad de financiación para la soberanía tecnológica, energética y militar son necesidades estructurales a largo plazo que seguirán lastimando unas finanzas públicas ya muy deterioradas. En este contexto, los inversores solicitan una prima más alta para financiar a los Estados a largo plazo, lo que aumenta la prima por vencimiento de los títulos de deuda a más largo plazo. La financiación de la deuda de EE. UU. asciende ahora a 1,3 billones de dólares, aproximadamente el 4% del PIB y la segunda mayor partida del presupuesto, junto con defensa.

Una Europa políticamente debilitada y unos Estados Unidos aislados

El aumento acelerado de los rendimientos de los tipos a largo plazo se produjo en el momento en que aparecieron tensiones políticas en el Gobierno de Reino Unido. Estas tensiones, que condujeron a la dimisión del primer ministro del país, también han repercutido en otras partes de Europa. Así, Francia, Alemania, España, los Países Bajos y también Italia hacen frente a la fragilidad de sus gobiernos que dificulta cualquier control de las finanzas públicas y aumenta la volatilidad de los rendimientos de los bonos a largo plazo. A día de hoy, la prima de riesgo de los países periféricos respecto a Alemania se ha mantenido contenida y sigue lejos de las más altas observadas en 2024/2025 para Francia y en 2011/2012 para Italia, pero esto se debe más a un deterioro de las finanzas públicas alemanas que a una mejora de las de los demás países. En el lado estadounidense, la participación de inversores extranjeros en bonos del Tesoro sigue disminuyendo, pasando del 55% en 2009 al 31% a finales de 2025, lo que subraya que la guerra comercial y la ausencia de visibilidad de la política de Trump llevaron a los inversores extranjeros a diversificar sus inversiones en bonos estadounidenses.

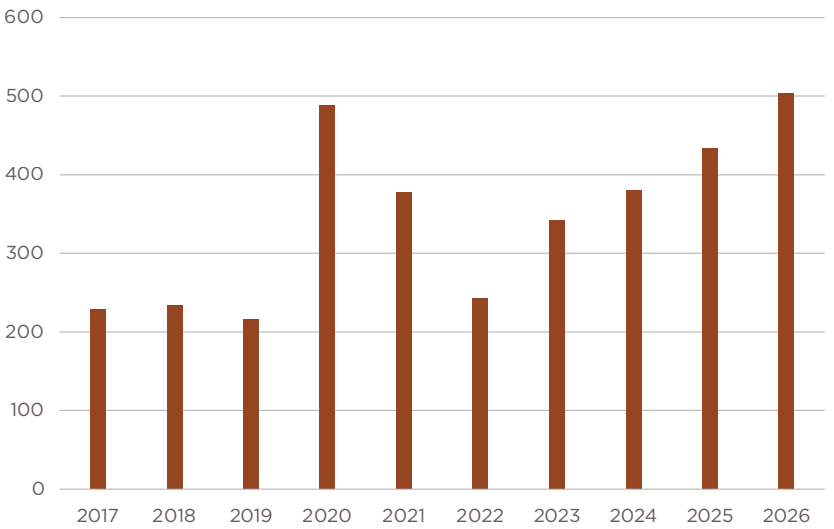


Los Estados siguen endeudados, a diferencia de las empresas, que presentan balances sólidos

Cuando analizamos los principales determinantes que explican la evolución de los tipos de interés a largo plazo (crecimiento, inflación, finanzas públicas, riesgo político), ninguno nos parece positivo a corto plazo para justificar que el nivel de los rendimientos actuales sea atractivo, al menos en el marco de una asignación táctica. De esta manera, creemos que la toma de conciencia de los inversores sobre la dinámica de la deuda de los países desarrollados, que sigue en un camino insostenible a largo plazo, no ha hecho más que empezar y, por tanto, observamos cómo los tipos a 10 años suben más en un horizonte de 6 a 12 meses.

En cuanto a la renta fija corporativa, los balances siguen siendo sólidos, como destaca la última temporada de resultados. Su capacidad para financiarse permanece intacta, tal como indican las suscripciones de nuevas emisiones, sea cual sea el sector y la divisa, lo que subraya un interés intacto por los bonos corporativos por parte de los inversores a largo plazo. Sin embargo, los inversores deben seguir siendo selectivos por sector y emisor, ya que cuanto más suban los tipos nominales, más se debilitan los segmentos más endeudados.

Gráfico 1 — Importe de las emisiones de bonos de los países del G10, más China, en cada primer semestre, en miles de millones de dólares



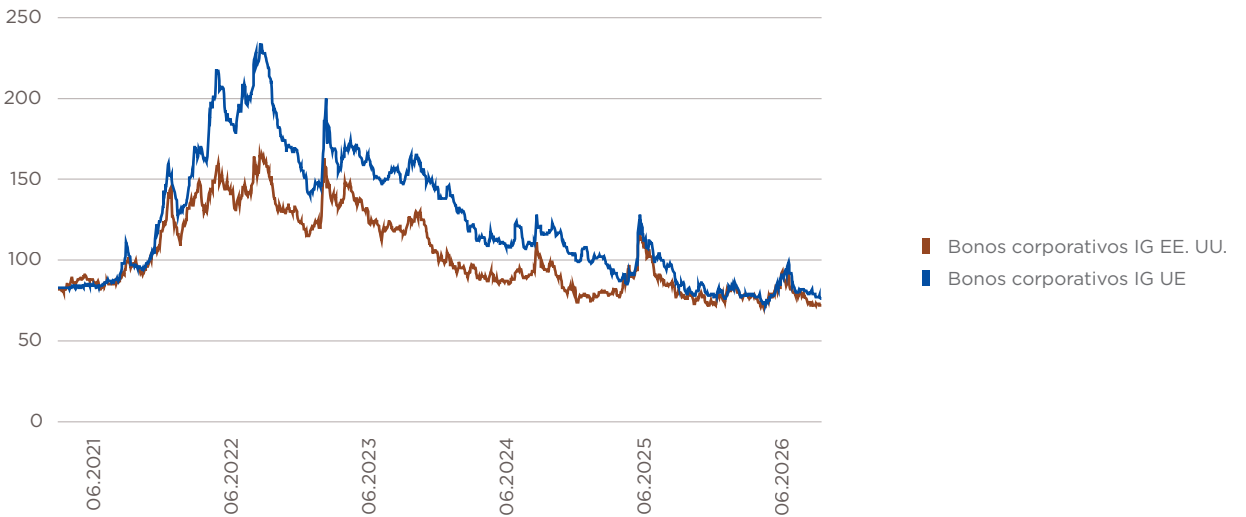
Bloomberg, Edmond de Rothschild

Un mercado de crédito que sigue siendo interesante

La solidez de los balances de las empresas sigue reflejándose en unas primas de riesgo de crédito históricamente bajas. No obstante, el éxito de las nuevas emisiones desde principios de año, con unos importes suscritos de media entre tres y cuatro veces superiores a los importes efectivamente recaudados por los emisores (tanto en euros como en dólares¹), confirma el importante interés de los inversores por las obligaciones corporativas. En efecto, esta clase de activos conserva un atractivo indudable en términos de rendimiento absoluto, ya que los tipos de la deuda pública siguen ofreciendo un nivel básico de remuneración elevado.

Gráfico 2 — Diferencial (spread) ajustado a opciones junio de 2021 - junio de 2026

Deuda corporativa estadounidense en dólares y deuda corporativa europea en euros, grado de inversión (IG)



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Tras esta afirmación, el diferencial de crédito medio oculta, sin embargo, importantes disparidades entre sectores. Por ejemplo, en el mercado en dólares, los bonos de *grado de inversión* calificados entre BBB- y BBB+, con duraciones modificadas comprendidas entre 3 y 5 años, exhiben primas que van de unos 60 puntos básicos en los sectores más ajustados, como la restauración, a cerca de 150 puntos básicos en los más dispersos, como el *software* y los servicios. El mercado en euros parece más homogéneo, pero presenta a pesar de todo una dispersión significativa, con una diferencia de más de 55 puntos básicos entre los sectores más estrechos, como las grandes petroleras, en torno a 30 puntos básicos, y los más dispersos, como el automóvil o el consumo, en torno de 85 a 90 puntos básicos. Esta dispersión justifica un enfoque más preciso de la selección de renta fija para optimizar el rendimiento de las carteras.

¹ Bonos con *grado de inversión*, de un tamaño mínimo de 500 millones de dólares en emisión, en los mercados desarrollados.



La selección sectorial en el epicentro de las oportunidades

Los bonos de los grandes bancos internacionales siguen figurando entre los rendimientos más elevados del universo *de grado de inversión*, mientras que los niveles de capitalización y la calidad de los activos son históricamente sólidos en un sector que sigue siendo uno de los más más supervisados por los reguladores. Las primas elevadas observadas reflejan más la complejidad de los instrumentos disponibles, incluidos los tramos sénior, que un riesgo fundamental de incumplimiento.

El sector del automóvil atraviesa una fase de ajuste profundo, marcada a la vez por una demanda débil de los vehículos nuevos, por las incertidumbres en torno a la electrificación de parques automovilísticos y por la necesidad de reorganizar las cadenas de suministro y producción en un contexto de tensiones comerciales, en particular vinculadas a los aranceles estadounidenses. Esta situación se traduce en rendimientos claramente superiores a la media de la clase de activos. Si bien las dificultades operativas son reales, el endeudamiento neto suele mantenerse contenido. Los emisores con balances sólidos, capaces de monetizar determinados activos y preservar su generación de tesorería, parecen ofrecer oportunidades de *carry* atractivas. Por otra parte, algunos fabricantes han resistido mejor que sus homólogos gracias a una exposición más limitada a los mercados chinos o estadounidenses, dos mercados con dinámicas de demanda muy diferentes en la actualidad y que exigen una gran capacidad de adaptación industrial.

Otros segmentos también presentan características favorables al *carry*, en particular los sectores que gozan de una buena visibilidad sobre sus ingresos y beneficios gracias a marcos normativos favorables o a contratos a largo plazo. Estos modelos permiten financiar las inversiones manteniendo al mismo tiempo unos balances saneados. Estas empresas disponen a menudo de mecanismos de ajuste de precios vinculados al volumen, los precios de las materias primas o la inflación, y a veces se mueven en entornos cercanos al monopolio. Incluimos en esta categoría la producción de electricidad, incluidas las renovables, los suministros públicos en la distribución y transmisión de electricidad y gas, los operadores de gasoductos y las concesiones de autopistas y aeropuertos. En estos sectores, la selectividad sigue siendo esencial, dada la diversidad de las normativas según las zonas geográficas. En este contexto, el análisis de las normativas anteriores, en particular en los periodos excepcionales, constituye un elemento determinante. Estos sectores también tienen en común su compromiso con trayectorias de descarbonización ambiciosas, lo que implica un análisis profundo de los activos y de los programas de inversión en el marco de la transición energética.

El sector de las telecomunicaciones, aunque consolidado en los mercados desarrollados, sigue siendo una fuente útil de diversificación. Algunos operadores disponen de posiciones dominantes en el mercado, márgenes resilientes y una capacidad demostrada para generar flujos de efectivo suficientes para financiar gastos de inversión aún elevados, pero destinados a disminuir a medida que maduran los grandes ciclos de despliegue de la 5G y la fibra óptica.

Por otra parte, el auge de la inteligencia artificial ha hecho surgir, desde 2025, nuevos emisores de primer nivel en los mercados estadounidenses de renta fija. Algunos de estos grupos tienen unos niveles de beneficios y de generación de caja sin parangón en muchos otros sectores, y hasta ahora sus bonos eran principalmente asignaciones muy defensivas. El endeudamiento, todavía relativamente nuevo para varias de estas sociedades, progresa gradualmente, aunque sigue siendo muy inferior a la media del universo de renta fija. Al mismo tiempo, los diferenciales de rendimiento se tornan más atractivos. Esta evolución permite a los inversores acceder a firmas de gran calidad con niveles de rendimiento ahora más interesantes.

Fuentes complementarias de rendimiento y diversificación

Para las carteras capaces de asumir una mayor complejidad y una volatilidad potencialmente superior a la de los bonos clásicos, cabe considerar el segmento de los títulos subordinados. La mayoría de los sectores mencionados anteriormente están representados en él, en un mercado en sólido crecimiento desde hace dos años. Estos instrumentos se caracterizan a menudo por vencimientos muy largos, a veces perpetuos, por cupones que pueden diferirse y por calificaciones inferiores debido a su rango en la estructura del capital. En este universo, el análisis preciso de la documentación y de las estructuras de emisión es determinante.

Algunas partes del segmento de alto rendimiento también pueden contribuir a la diversificación y a la rentabilidad de una cartera de renta fija, en particular, los sectores que operan en mercados fragmentados, en los que los líderes pueden registrar un crecimiento de su volumen de negocio superior al de su mercado gracias a una estrategia de consolidación y a la captación de sinergias. Es el caso, por ejemplo, de la gestión de residuos, del tratamiento del agua, de los servicios técnicos relacionados con la energía, las infraestructuras o el ámbito digital, así como del alquiler y la gestión de textiles profesionales.

Conclusión: diversificación, *carry* y disciplina de selección

En resumen, las oportunidades para la estructuración de carteras de renta fija diversificadas y optimizadas siguen siendo numerosas. Se basan en niveles de rentabilidad absoluta que siguen siendo elevados, si bien el riesgo de crédito se mantiene en líneas generales contenido, a pesar de un entorno macroeconómico y geopolítico más incierto. En este contexto, la selectividad sigue siendo esencial para preservar la resiliencia de las asignaciones en caso de repunte de la volatilidad.



Jeremy Maxwell Wintrebert (nacido en 1980), *Les Soleils*, vidrio soplado a boca y a mano alzada, encargo especial para el Hotel Four Seasons Megève, Francia.

Mercado de divisas



¿Menos ruido y furor?

Jean-Marc Guillot
Group Treasurer and Global Head of Trading

El anuncio de un acuerdo entre Estados Unidos e Irán el 15 de junio, a modo de regalo de cumpleaños para los 80 años del presidente Trump, no garantiza el fin de la incertidumbre y los sobresaltos geopolíticos. Los numerosos puntos de divergencia entre las partes representan verdaderos obstáculos para un acuerdo de paz definitivo. Por otra parte, el conflicto en Ucrania sigue en pie y el apoyo unánime del G-7 a Ucrania tendrá que concretarse más allá de las palabras. Además, persisten los temas de crispación entre Estados Unidos y Europa, empezando por el impuesto sobre los títulos GAFA¹ y las amenazas de Trump sobre determinadas exportaciones, como el vino francés. Por último, ya nadie habla de las opiniones estadounidenses sobre Groenlandia. Todos estos elementos prometen un segundo semestre del año 2026 marcado por la volatilidad y la actividad de los bancos centrales.

Euro frente al dólar, se espera cierta estabilidad

No es un secreto para nadie: Donald Trump quiere una bajada de los tipos de interés de la Reserva Federal (Fed). Además, sustituyó a Jerome Powell al frente de la institución por Kevin Warsh, con quien parece más acorde con la evolución de la política monetaria. Sin embargo, el conflicto con Irán alteró este escenario al reavivar el fantasma de la inflación en Estados Unidos. Esta cifra, del 2,39% para el mes de enero, se situó en el 4,25% para el mes de mayo, subiendo así casi un 2% en tan solo cuatro meses. Por tanto, el riesgo se ha trasladado a una posible subida de tipos de la Reserva Federal para contrarrestar la inflación, que es aún más manejable cuanto mejor está la economía estadounidense, como demuestran las numerosas creaciones de empleos. El anuncio de un acuerdo con Irán que abre la perspectiva de un fin duradero del conflicto frena este escenario. Con la reapertura del estrecho de Ormuz, el regreso a la normalidad del comercio mundial debería permitir una caída de la inflación. En este contexto, es menos probable una subida de los tipos y podría incluso plantearse una nueva bajada de los tipos. Todo depende de la rapidez de la vuelta a la normalidad, tanto para el tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz como para la producción de petróleo. Varios equipos de producción fueron destruidos por los misiles iraníes y será necesario repararlos. Por otra parte, queda la cuestión de un posible peaje para el paso del Estrecho, lo que apuntalaría un nivel elevado de inflación. En este clima de gran incertidumbre, resulta muy probable que la Fed espere para modificar sus tipos, observando la evolución de los datos económicos y las consecuencias concretas del acuerdo anunciado.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) confirmó la subida del 0,25% de su tipo de referencia en junio. Si bien el mercado espera nuevas alzas, en realidad nada está garantizado. El anuncio del acuerdo entre Irán y Estados Unidos también cambia la situación para Europa en términos de inflación, con las mismas incertidumbres sobre el regreso a la normalidad. Además, a diferencia de Estados Unidos, Europa no goza de un contexto económico favorable. Muchos países revisaron a la baja sus tasas de crecimiento para 2026. El producto interior bruto de la zona solo creció un 0,3% en el primer trimestre, en clara desaceleración, y los indicadores adelantados se sitúan en zona de contracción económica. Una política monetaria demasiado restrictiva podría acabar con el crecimiento, lo que recuerda a lo que los mercados todavía llaman el «Trichet mistake» de 2011. Todo aboga también por una posición de espera por parte del BCE, que probablemente basará sus decisiones en la evolución constatada de los datos económicos.

La ausencia de evolución prevista en el *carry* del euro frente al dólar sugiere una ausencia de tendencia e incluso cierta estabilidad en este canal de fluctuación. Un primer movimiento en reacción a la subida de tipos del BCE y a una disminución de la demanda de dólares como valor refugio podría permitir que el euro se fortalezca hasta situarse levemente en el nivel de 1,18. A más largo plazo, dado que la incertidumbre sigue existiendo, se espera que el dólar recupere terreno para que la paridad avance hacia el objetivo de 1,14.

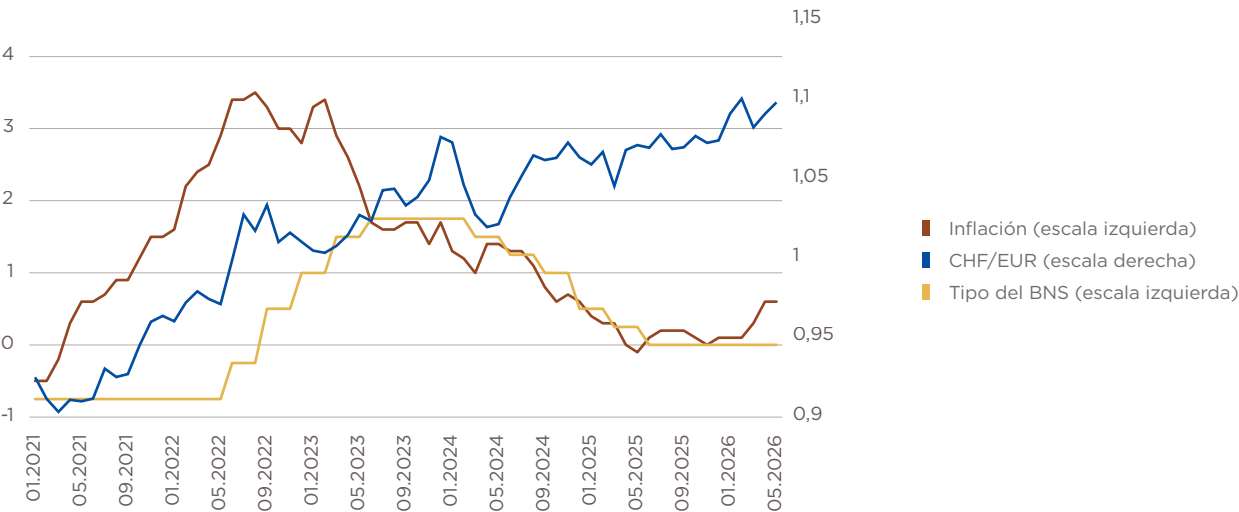
¿El mejor escenario posible para el Banco Nacional Suizo?

A principios del ejercicio 2026, la principal preocupación del Banco Nacional Suizo (BNS) se manifestó en un brusco descenso hacia la deflación. Tras haber alcanzado el 0% en noviembre de 2025, la inflación se mantuvo en el 0,10%, cerca del punto de inflexión. El BNS se preguntaba por el hecho de bajar de nuevo su tipo de referencia a una zona negativa, medida que, no obstante, consideraba de último recurso debido a sus efectos secundarios no deseados sobre amplias áreas de la economía suiza. Sin embargo, el BNS estaba dispuesto a vender francos suizos en el mercado de divisas, ya que una moneda demasiado fuerte reduce aún más la inflación, lo que no es bienvenido en un nivel de tan solo un 0,10% de crecimiento de los precios.

¹ Los títulos GAFA designan a los grandes grupos tecnológicos estadounidenses Google, Apple, Meta (Facebook) y Amazon. Por extensión, el término se utiliza a menudo para hablar de las grandes plataformas digitales globales.



Gráfico 1 — El Banco Nacional de Suiza frente a la inflación



Bloomberg, Edmond de Rothschild

La campaña militar estadounidense en Irán ha cambiado drásticamente la situación en favor del banco central suizo. El bloqueo del estrecho de Ormuz y la destrucción de herramientas de producción de materias primas energéticas han reforzado la inflación a escala mundial y también en Suiza. En un +0,10%, el índice suizo recuperó fuerzas hasta el +0,6%, alejando así el espectro de la deflación al tiempo que permaneció en una zona favorable muy por debajo del límite del 2%. Al mismo tiempo, el franco suizo se depreció ligeramente frente al euro y el dólar, aunque se mantuvo en un nivel lo suficientemente elevado como para limitar cualquier importación de inflación del extranjero. Por último, la economía suiza tuvo un buen comienzo de año 2026. Su ritmo de crecimiento económico alcanzó el 0,5% en el primer trimestre con una aceleración respecto al último trimestre de 2025. El indicador de coyuntura económica de Eliminate UBS pasó a situarse en zona de expansión a 53 en marzo por primera vez desde 2022. Las perspectivas de crecimiento para 2026 se revisaron a la baja apenas un 0,1%, mucho menos que sus vecinos, y el crecimiento sigue estando impulsado por el sector farmacéutico. No hay motivos para que el BNS revise sus tipos ni para intervenir en el franco en el contexto actual, que resulta muy favorable.

Después de una corrección a corto plazo hacia 0,7800/50, prevemos una apreciación del dólar hacia el nivel de 0,83. En cuanto al euro frente al franco suizo, nuestro objetivo a medio plazo se sitúa en 0,94, es decir, una ligera apreciación de la moneda europea.

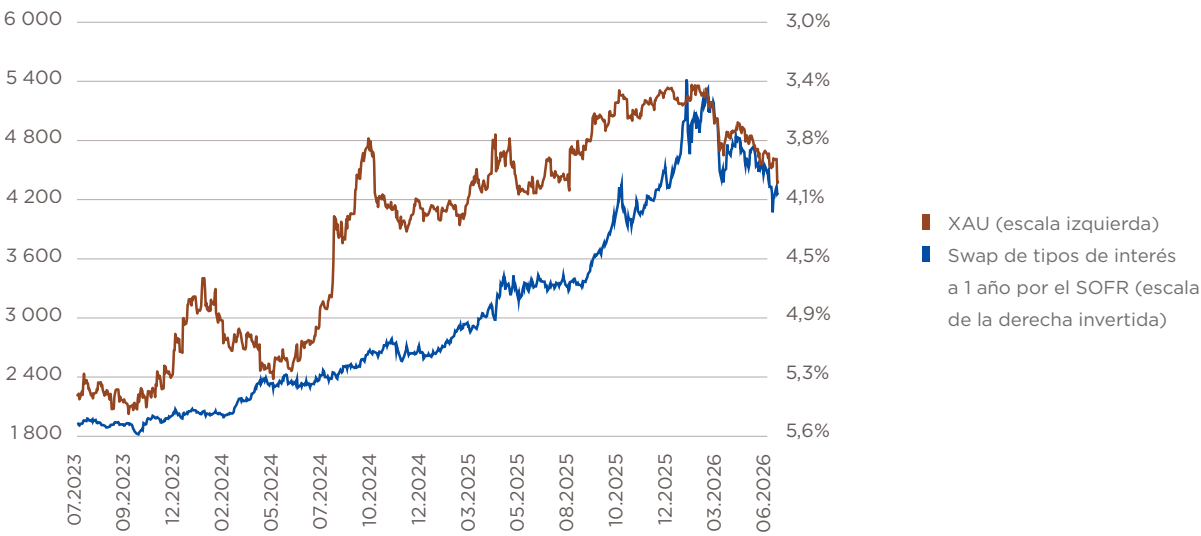
El futuro del oro sigue en alza

Entre su pico de finales de enero cercano a los 5.600 dólares por onza de metal y su reciente mínimo de 4.000 dólares, el oro perdió un 21% al son de numerosas fluctuaciones, prácticamente una montaña rusa,

hasta el punto de causar malestar a los inversores. El repentino regreso de la inflación provocado por el conflicto de Oriente Medio ha socavado las esperanzas de que la Reserva Federal baje los tipos e incluso ha suscitado expectativas de subida de tipos en Estados Unidos. Como las posiciones en oro no generan intereses, el precio del metal amarillo sufre cuando sube el tipo de interés del dólar. Otro factor que explica la caída del precio del oro es la importante cuota de mercado de los ETF. Las asignaciones clásicas de carteras estructuradas con un 60% de renta variable y un 40% de renta fija han evolucionado en los últimos años. El 40% de la renta fija se ha reducido al 20%, y el 20% restante se ha dedicado a los mercados privados y al oro. Esta nueva realidad aporta más volatilidad en los precios en los ajustes de la asignación estratégica cuando los mercados se tambalean.

No obstante, a más largo plazo, el oro sigue orientado al alza. Resulta interesante constatar que los titulares de oro físico no han vendido sus activos, lo que demuestra su convicción a largo plazo. Si bien no se excluye el riesgo de subida de tipos, el enfoque de las futuras decisiones de la Reserva Federal, basado en la evolución de los datos económicos, reduce la presión. El proceso de desdolarización de los bancos centrales sigue vigente, como así lo demuestra el aumento de las reservas del Banco de China desde principios de año y, en particular, en mayo de 2026. Por último, la entrada «oficial» del oro en las asignaciones estratégicas de las carteras y los fondos de inversión genera un efecto de demanda adicional y garantiza un apoyo a largo plazo. Seguimos anticipando una recuperación del precio del oro en torno a los 5.200 dólares por onza durante los próximos meses.

Gráfico 2 — Precio del oro en dólares y evolución de los tipos estadounidenses



Bloomberg, Edmond de Rothschild



Aviso

El presente documento ha sido publicado por Edmond de Rothschild, carece de valor contractual y se ha diseñado exclusivamente a efectos informativos. Queda prohibida la comunicación de este documento a personas en países en los que constituya una recomendación, una oferta de productos o servicios o una solicitud y en los que, como consecuencia, su comunicación pudiera contravenir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables. Este documento no ha sido revisado ni aprobado por un regulador de algún país o territorio. Las cifras, comentarios, opiniones y/o análisis que figuran en el mismo reflejan la opinión de Edmond de Rothschild sobre las tendencias del mercado, sobre la base de su experiencia, sus análisis económicos y la información que obra en su poder en la fecha de preparación de este documento, y están sujetos a cambios en cualquier momento sin previo aviso. Es posible que ya no sean exactos o pertinentes en el momento de su publicación, sobre todo teniendo en cuenta la fecha de preparación de este documento o la evolución de los mercados. Este documento está destinado únicamente a proporcionar información general y preliminar a las personas que lo consulten y no debe utilizarse como base para ninguna decisión de inversión, desinversión o conservación. La responsabilidad de Edmond de Rothschild no se verá comprometida en ningún caso por una decisión de inversión, desinversión o conservación adoptada sobre la base de dichos comentarios y análisis. Por tanto, Edmond de Rothschild recomienda a todos los inversores que obtengan las distintas descripciones reglamentarias de cada producto financiero antes de invertir, con el fin de analizar los riesgos asociados y formarse su propia opinión con independencia de Edmond de Rothschild. Se recomienda obtener asesoramiento independiente de profesionales especializados antes de realizar cualquier transacción basada en la información contenida en este documento, en particular para asegurarse de que la inversión es adecuada para su situación financiera y fiscal. Los resultados y la volatilidad pasados no son indicativos de los resultados y la volatilidad futuros, no son constantes en el tiempo y pueden verse afectados de forma independiente por las variaciones de los tipos de cambio. Fuentes de información: salvo indicación en contrario, las fuentes utilizadas en este documento son las del grupo Edmond de Rothschild. Queda prohibida la reproducción o uso total o parcial de este documento y de su contenido sin la autorización de Edmond de Rothschild. Copyright © Edmond de Rothschild – Todos los derechos reservados

Director de la publicación: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Redactor jefe: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordinadora de edición: Ariane Girouard
Redactado el 1 de julio de 2026.
Diseño: Valentine Simonini
Imágenes: Edmond de Rothschild

