

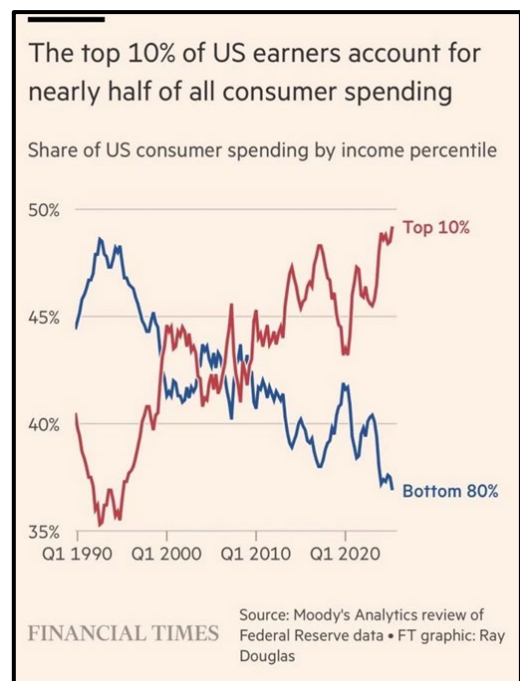
Revisión de los mercados - Junio de 2026

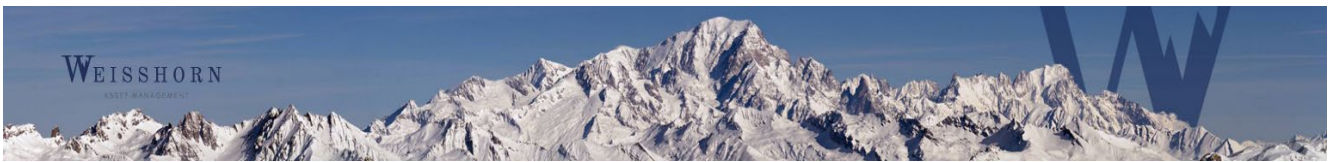


Fuerzas opuestas

El mes de mayo se resolvió en dos operaciones que tiraban en direcciones opuestas. En las materias primas, los inversores valoraron la paz: un acuerdo marco provisional entre EE. UU. e Irán para reabrir el estrecho de Ormuz hizo que el Brent cayera aproximadamente un 17 % en el mes, hasta situarse en unos 91 dólares, su peor mes desde el inicio de la pandemia, a pesar de que casi no circuló petróleo por el estrecho. En el mercado de valores, se valoró el crecimiento: el S&P 500 y el Nasdaq cerraron el mes en nuevos máximos históricos, 7.580 y 26.972 puntos el 29 de mayo, impulsados al alza por un ciclo de inversión en inteligencia artificial que ahora dicta el tono de toda la economía. Detrás de esos récords, la economía presenta claramente dos velocidades: la expansión de la IA y la tecnología impulsan el mercado, mientras que el Dow se quedó rezagado y los salarios medios reales cayeron un 0,3 % a lo largo del año. El crecimiento económico de EE. UU. sigue teniendo forma de «K». Según el FT, el 10 % de los estadounidenses con mayores ingresos representa casi la mitad del gasto total de los consumidores. Lo mismo ocurre en el sector empresarial; la economía estadounidense crece únicamente gracias al auge tecnológico. El FT estima que, en los últimos cuatro trimestres, el 93 % del crecimiento del PIB de EE. UU. fue atribuible a las inversiones en tecnología. Incluso en el punto álgido de la burbuja de las TMT, apenas alcanzó el 60 %.

Personas con mayores ingresos en EE. UU. y porcentaje del gasto





Geopolítica, Pekín y el Golfo

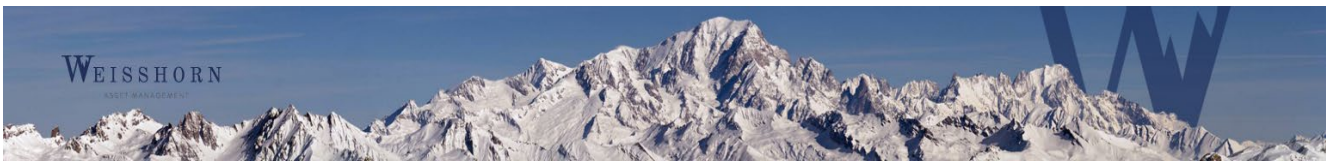
Dos hilos diplomáticos marcaron el mes, y ambos se valoraron como una resolución mientras que el fondo se quedó atrás. En Pekín, la visita de Estado de tres días del presidente Trump (14-15 de mayo) produjo lo que los medios estadounidenses denominaron «más buenas vibraciones que detalles»: China se comprometió a comprar productos agrícolas estadounidenses por un valor mínimo de 17 000 millones de dólares al año hasta 2028 y a realizar un pedido inicial, aún sin confirmar por Boeing, de 200 aviones, junto con un vago avance sobre el acceso a las tierras raras y dos nuevas «juntas» bilaterales para el comercio y la inversión. Según se informa, no se habló de aranceles; no hubo ningún acuerdo firme para reabrir el estrecho de Ormuz. Solo Xi prometió una visita de Estado de respuesta a Washington en otoño. Trump elogia al presidente Xi; está claro que Xi marcó el tono de esta cumbre. La información relevante para los mercados: Trump afirmó que el presidente Xi le dijo que China no suministraría equipo militar a Irán. ¿Es cierto? Lo que es seguro es que el presidente chino advirtió de «enfrentamientos e incluso conflictos» en torno a Taiwán si el asunto se gestiona mal.

En el Golfo, el tiempo juega a favor de Irán. Estados Unidos e Irán aún deben resolver varios puntos conflictivos antes de que se pueda alcanzar un acuerdo sobre la guerra, según declaró el vicepresidente J.D. Vance el 29 de mayo. Era demasiado pronto para decir «cuándo o si» ambas partes cerrarían un acuerdo. Esto lleva tanto tiempo que no significa que se haya logrado ningún avance concreto en las negociaciones. Esto es un problema porque la reapertura total de Ormuz es vital para la economía mundial. A los mercados financieros no les ha importado hasta ahora, pero la realidad se impondrá si el acuerdo se retrasa durante las próximas semanas.

Un nuevo presidente de la Fed y algunos problemas

El mes «trajo» un nuevo presidente de la Reserva Federal y una herencia incómoda. Kevin Warsh fue confirmado el 13 de mayo por 54 votos a favor y 45 en contra en el Senado, la votación más reñida de la era moderna, tomando el timón al expirar el mandato de Jerome Powell. La ironía es aguda: antes de la guerra, Warsh argumentaba que la IA reduciría la inflación y permitiría a la Fed bajar los tipos, y consideraba los aranceles como algo puntual, «todo antes de la guerra con Irán». En cambio, llega en un momento en el que las bajadas de tipos no son una opción. La inflación estadounidense en abril volvió a acelerarse hasta máximos de varios años: el IPC alcanzó el 3,8 %, el nivel más alto desde mayo de 2023, con el IPC subyacente en el 2,8 %, y el indicador de inflación preferido de la Fed, el PCE de abril, también se sitúa en el 3,8 %, con el índice subyacente en el 3,3 %. La buena noticia es que el «impulso» mensual se ha enfriado: el IPC general de abril subió un 0,6 % intermensual, frente al 0,9 % de marzo, y el PCE subyacente mensual se situó en un moderado 0,2 %, por lo que esto podría considerarse una perturbación impulsada por la energía, no una nueva espiral; el verdadero temor es el desanclaje de las expectativas, pero los inversores aún no están entrando en pánico. Los mercados prevén ahora que la Fed mantenga los tipos sin cambios hasta 2026, con la próxima decisión inclinada hacia una subida, quizá en enero de 2027. Será interesante ver cómo gestionará M. Warsh la política de tipos, dado que aboga por una Fed «más pequeña».

Europa va un paso por delante: la inflación de la zona del euro se sitúa en el 3,0 % en abril (energía: +10,8 %), y es casi seguro que el BCE subirá los tipos en 25 puntos básicos en su reunión del 11 de junio, con dos subidas más previstas para finales de año. El bono del Tesoro estadounidense a 10 años reflejó toda la evolución, rozando el 4,7 % el 20 de mayo, su máximo en 16 meses, antes de retroceder hasta el 4,45 % ante las esperanzas de una resolución de la crisis del estrecho de Ormuz. Durante el mes de mayo, los tipos a 10 años en Europa, el Reino Unido y Japón subieron a niveles no vistos en décadas. Desde entonces han retrocedido, pero la tendencia alcista está bien afianzada.



El enorme volumen de deuda pública es una preocupación a largo plazo para los inversores. Estos están exigiendo mayores primas de riesgo de reinversión.

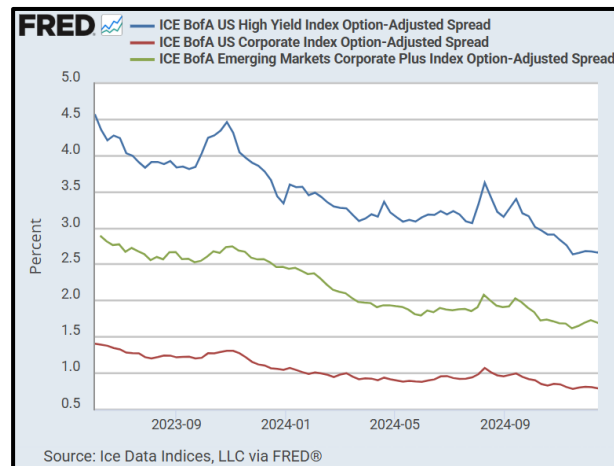
Diferenciales corporativos ajustados

En los mercados de capitales no hay signos de tensión, salvo en el caso de algunos emisores concretos; no se observa un ensanchamiento de los diferenciales, salvo quizá en unos pocos emisores con calificación CCC y B. Por el contrario, los diferenciales de los bonos con calificación de inversión se encuentran cerca de sus mínimos históricos; lo mismo ocurre en Europa y en los mercados emergentes.

Pero vale la pena reiterar que, al igual que a finales de los años 90, los fuertes flujos de caja no son suficientes para cubrir la necesidad de nuevas inversiones. Hasta este ciclo, los hiperescaladores eran máquinas de generar efectivo que financiaban

su propia expansión con los beneficios operativos. La construcción de la infraestructura de IA está poniendo fin a ese acuerdo. El gasto de capital para 2026 ronda ahora los 700 000 millones de dólares, lo que supone un aumento interanual de alrededor del 77 % tras los resultados del primer trimestre de 2026, con una intensidad de inversión del 45-57 % de los ingresos, una ratio propia de una empresa de servicios públicos regulada más que de un negocio de software. Cuando el gasto supera el flujo de caja interno a ese ritmo, la brecha se cierra en el mercado de bonos, y la emisión de las grandes tecnológicas ya ha alcanzado más de 100 000 millones de dólares en 2026 y podría llegar a los 350 000-400 000 millones de dólares, según UBS. El aspecto clave es el cambio en las fuentes de financiación. Un proyecto financiado con capital propio se autocorrigue: si los ingresos no se materializan, los múltiplos de valoración disminuyen y los accionistas asumen la pérdida. Por el contrario, un proyecto financiado con deuda no cuenta con este tipo de red de seguridad, ya que los pagos de intereses se mantienen sin cambios, aunque la garantía —en este caso, los chips, por ejemplo— quede obsoleta más rápidamente de lo que tardan en amortizarse los bonos. Por lo tanto, en el momento en que los ingresos de IA se retrasan respecto a la amortización, surge un problema de solvencia. Actualmente, solo la deuda de Oracle se ha visto sometida a una fuerte presión: su CDS a cinco años se ha más que triplicado desde septiembre. Los diferenciales de otros hiperescaladores también se han ampliado recientemente, pero no en las mismas proporciones.

Diferenciales corporativos de EE. UU.

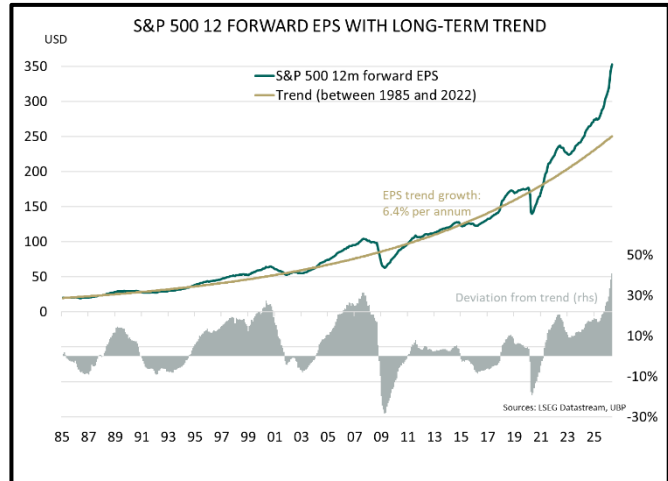




Renta variable, una subida repentina y limitada

El beneficio por acción (BPA) del S&P 500 del primer trimestre de 2026 creció un 28 %, el doble del 14 % previsto antes de que comenzara la temporada. Sin embargo, alrededor del 45 % de la capitalización bursátil del S&P recae ahora en megacapitalizaciones expuestas a la IA, y los beneficios futuros se han desvinculado del ciclo. Desde el inicio del frenesí por la IA en 2023, el beneficio por acción (BPA) a 12 meses vista se ha desacoplado del índice ISM manufacturero y ahora se sitúa más por encima de su tendencia a largo plazo que en cualquier otro momento registrado. El posicionamiento se ha vuelto unilateral. Deutsche Bank sitúa la exposición a la renta variable por encima de la neutralidad (sistemática en el percentil 66, discrecional en el 69), la encuesta del BofA es la más optimista desde febrero y solo el 4 % de los gestores espera un aterrizaje brusco.

Tendencia a largo plazo del beneficio por acción (BPA) previsto a 12 meses del S&P 500



Fuente: UBP

El repunte de la renta variable es genuino, pero peligrosamente limitado. El frenesí por la IA está en pleno apogeo. Micron cristalizó la manía, subiendo un 19 % en una sola sesión hasta superar el billón de dólares el 26 de mayo, después de que UBS triplicara su precio objetivo a 1.625 dólares y reconvirtiera a un fabricante de memorias cíclico en una empresa de infraestructura de IA secular. Esto no es serio. La bifurcación se hizo patente ese mismo día: la cotización de Micron por valor de un billón de dólares coincidió con una caída de 118 puntos en el índice Dow Jones. A las empresas de software como servicio les va mejor tras las fuertes correcciones de precios a principios de año. El 28 de mayo, Snowflake se disparó un 36,5 %, su mejor día de la historia, gracias a unas previsiones impulsadas por la IA; esta vez, la IA se ha convertido de repente en una oportunidad para las empresas de SaaS en lugar de una amenaza.

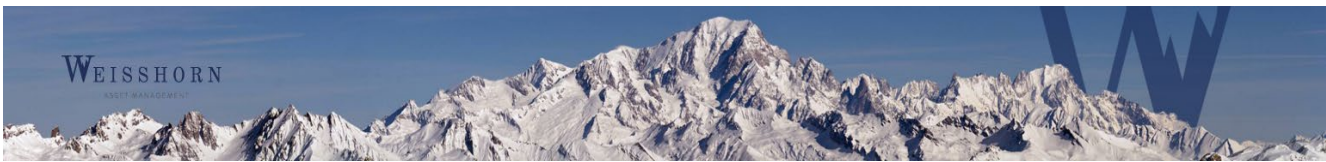
Índice KOSPI de Corea



Fuente: FT

En Corea del Sur, donde Samsung Electronics y SK Hynix representan más del 50 % del índice Kospi, este ha subido un 101 % en lo que va de año y un 214 % en los últimos 12 meses en moneda local. Apenas subió en 18 años, y luego se triplicó en un año. ¿Vale la pena recordar que el negocio de los semiconductores es altamente cíclico?

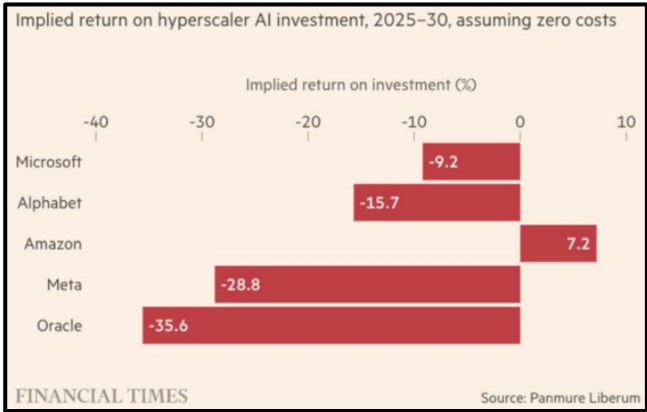
Gracias a las mejores expectativas de beneficios, las «Magnificent 7» cotizan a 26,7 veces los beneficios futuros, por debajo de su media de 30,5 veces desde 2021. El exceso de optimismo actual se concentra en los valores de «picks-and-shovels» de IA, no en los líderes del índice.



La tabla de cotizaciones presenta las características de una vela de fase final: el precio se acelera a medida que se debilita su vínculo con los fundamentos.

Los cinco mayores hiperescaladores de EE. UU. gastarán entre 660 000 y 700 000 millones de dólares en infraestructura de IA en 2026, casi el doble de lo que gastaron en 2025. Para justificar ese gasto, Panmure Liberum, un banco de inversión independiente, calcula que necesitan generar entre 2 y 5 billones de dólares en ingresos anuales adicionales. Parece mucho. Según las hipótesis más optimistas, suponiendo que los costes sean nulos, solo Amazon obtiene un rendimiento positivo. El rendimiento implícito de Microsoft es del -9,2 %. El de Alphabet es del -15,7 %. El de Meta es del -28,8 %. El de Oracle es del -35,6 %. Los ingresos que justifiquen ese gasto aún no existen.

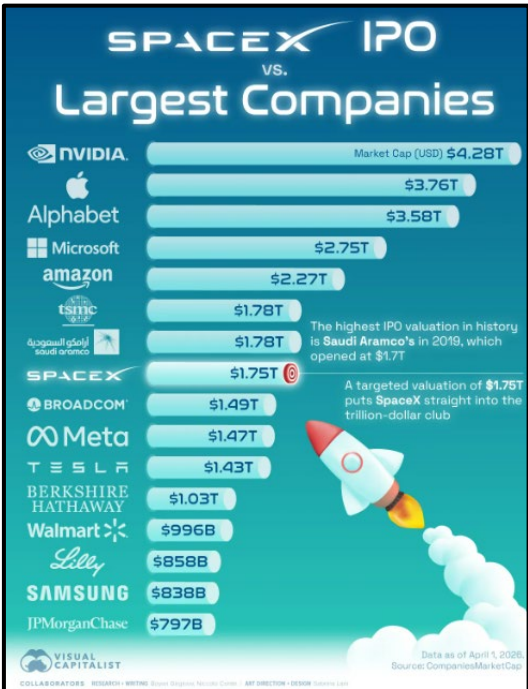
Rentabilidad implícita de las inversiones en IA de los hiperescaladores



Fuente: FT

Una salida a bolsa para los libros de historia

SpaceX presentó su formulario S-1 el 20 de mayo y tiene como objetivo salir a bolsa el 12 de junio con un valor mínimo de unos 1,75 billones de dólares, rebajado —sí, rebajado— desde más de 2 billones de dólares, recaudando hasta 75 000 millones de dólares, lo que supondría la mayor salida a bolsa de la historia (Bloomberg / Reuters, 29 de mayo de 2026).



Sobre unos ingresos de 18 700 millones de dólares en 2025, eso supone aproximadamente 96 veces las ventas, con una estructura de doble clase de acciones que otorga a Elon Musk un control de voto indiscutible. Hay otras características en la documentación para proteger a la dirección de accionistas «rebeldes». Musk estima un mercado potencial total de 28,5 billones de dólares, que, según la propia empresa, corresponde en casi un 90 % a la IA y no al sector espacial (documentación S-1 de SpaceX, mayo de 2026).

Son expectativas asombrosas, pero es lo que se necesita si se quiere que los inversores estén dispuestos a pagar 100 veces las ventas de la empresa. Starlink genera actualmente más del 100 % del EBITDA de SpaceX (unos 7200 millones de dólares sobre unos ingresos de 11 000 millones de dólares) a partir de una de las dos únicas megaconstelaciones en órbita terrestre baja; la otra pertenece a Eutelsat (ETL.FP), que cotiza a cerca de 4,4 veces las ventas, aproximadamente el 4-5 % de la

valoración implícita de SpaceX como único competidor directo que cotiza en bolsa (S-1 de SpaceX; datos de la empresa, mayo de 2026).



OpenAI debería seguirle en septiembre con una OPI de entre 852 000 y 1 billón de dólares, y Anthropic poco después, en octubre, con un valor de alrededor de 960 000 millones de dólares. Juntas, las tres podrían recaudar casi 200 000 millones de dólares (solo una fracción del total se cotizará), más que el total de todas las salidas a bolsa estadounidenses desde 2022. No estamos respaldando el nombre, pero marca el lugar que ocupa la exposición a infraestructuras poco apreciadas frente a la locura de la IA en EE. UU. No estará claro hasta dentro de años si el 12 de junio de 2026 será recordado como lo es el 10 de enero de 2000, el anuncio de AOL-Time Warner que, en retrospectiva, marcó el punto álgido de la burbuja puntocom; pero el pico de la oferta de acciones tiende a llegar precisamente cuando la demanda es menos selectiva.

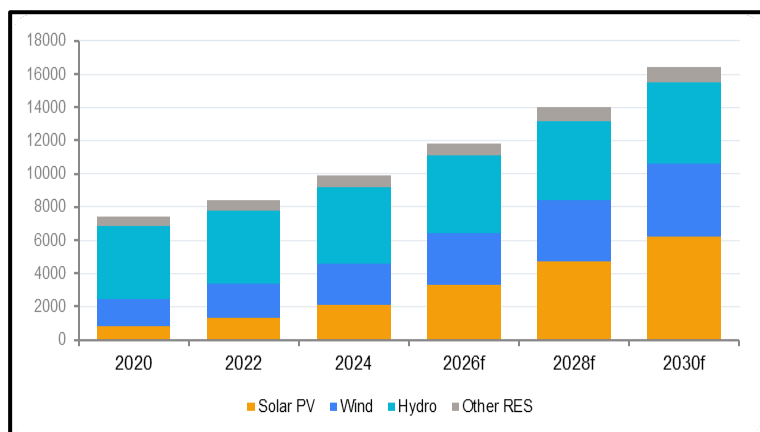
La energía también es una carrera

El petróleo parece la expresión más pura del comercio de la paz. El memorándum propuesto de 60 días reabriría el estrecho de Ormuz, levantaría el bloqueo estadounidense y obligaría a Irán a retirar todas las minas en un plazo de 30 días (Fuente: Axios); ante esa perspectiva, el Brent cayó alrededor de un 17 % en mayo hasta situarse en unos 91 dólares, su caída mensual más pronunciada desde 2020. Pero el mercado físico no se ha recuperado; UBS señala que las cargas de crudo iraní se situaron por debajo de los 0,3 mb/d en mayo, frente a los 1,5 mb/d de abril, con «pocas pruebas» de que se hayan restablecido los flujos. El mercado está operando con el comunicado, no con el barril, y, dado que Trump aún no lo ha firmado, cualquier tropiezo provocará una violenta reevaluación de la energía. El oro cayó hasta unos 4.500 USD, un 15 % por debajo de su máximo de principios de año y cerca de su mínimo de dos meses, aunque sigue estando aproximadamente un 35 % más alto en términos interanuales. Es poco probable que la tendencia a la devaluación haya terminado, pero para que el mercado alcista estructural se mantenga, la consolidación debería continuar en los próximos meses.

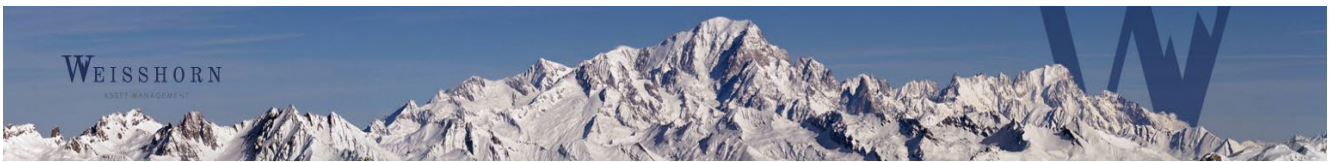
La electricidad es un tema clave para los próximos años. Se prevé que la demanda mundial de energía crezca alrededor de un 3,6 % anual hasta 2030, lo que supondrá un aumento de unos 1.100 TWh al año, el ritmo sostenido más rápido en décadas, con una demanda de los centros de datos que se duplicará, pasando de unos 485 TWh a 945 TWh, una cifra cercana al consumo total de Japón (IEA Electricity 2026).

La composición del mix energético se está invirtiendo, ya que las fuentes bajas en carbono (energías renovables más energía nuclear) pasarán del 42 % al 50 % de la generación mundial para 2030, mientras que el carbón descenderá al 27 %, su cuota más baja en un siglo. La energía eólica y la solar juntas igualarán al carbón en 2030 (IEA Electricity 2026). Las energías renovables son el proveedor de equilibrio, y se espera que absorban más del 90 % de la demanda incremental hasta 2030; en Europa, se prevé que alcancen el 63 % de la generación para 2030 (el 84 % si se añade la energía nuclear), y la cartera de proyectos de reactores modulares

Generación renovable mundial por tecnología (TWh)



Fuente: AIE, «Renewables 2025» (noviembre de 2025) y «Electricity 2026» (febrero de 2026)



pequeños ha crecido de 25 a 45 GW. La necesidad de nuevas infraestructuras nunca ha sido mayor que desde principios de siglo.

Junio podría ser un mes espectacular

Los inversores están apostando fuerte por la inteligencia artificial. Hay una burbuja; no hay duda, porque las hipótesis en las que se basan ciertos precios de las acciones no tienen sentido. Pero lo que la mayoría de los inversores no ven es que no se debe a que las valoraciones estén tan infladas. Hay una burbuja en los beneficios. Con los cuellos de botella del sector y una demanda insaciable, los volúmenes y los márgenes se están disparando. La necesidad de chips se encuentra en la cima del ciclo; acabará bajando, como siempre ocurre. Por eso es mejor buscar el siguiente tema: la red eléctrica, la generación de energía y los proveedores de energías alternativas. Se espera que estos satisfagan la mayor parte de la demanda energética incremental derivada del aumento de la potencia informática.

Hay tres cuestiones que hay que seguir de cerca en junio. En primer lugar, si Trump firma finalmente un memorándum sobre Ormuz; una firma probablemente haría bajar los precios del petróleo durante un tiempo. Aun así, no se espera que dure mucho, porque los problemas de suministro no se resolverán en meses, y probablemente sería una oportunidad de compra.

En segundo lugar, el 11 de junio, es muy probable que el BCE suba su tipo de interés principal. ¿Cuál será la reacción del mercado en un mercado de divisas tranquilo? Se podría decir que esto ya está descontado; no obstante, la declaración que acompañe a la subida será objeto de un estrecho seguimiento y podría mover la moneda única.

En tercer lugar, la salida a bolsa de SpaceX el 12 de junio será un auténtico momento histórico, del que Elon Musk se sentirá orgulloso. Esto hará historia. Movilizará los mercados, ya que necesita atraer un capital significativo. ¿De dónde vendrá? ¿Cómo afectará al resto del mercado de valores? ¿Marcará esta salida a bolsa el fin de la burbuja de la IA o su continuación? Para SpaceX, el cielo es el límite, si recordamos que el objetivo final es colonizar Marte. Con unas ventas 100 veces superiores a las de 2025, se podría decir que ya estamos en una órbita alta. Un inversor prudente evitará cuidadosamente la salida a bolsa y, en su lugar, se preparará para sus vacaciones.

Aviso legal:

Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que han firmado un mandato de gestión y han expresado su deseo de recibir dicha información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes y comentarios de mercado y/o fichas informativas). Estos documentos no pueden ser comunicados a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) que contienen tienen carácter meramente informativo y no pueden considerarse una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores, influir en una transacción o establecer una relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluidas las posiciones) indicados en este sitio web en relación con servicios o productos podrá constituir o considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o cualquier otro instrumento financiero en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por la ley, en la que la persona que realiza la oferta o solicitud no posea una licencia o autorización reglamentaria para hacerlo, o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida de este tipo se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management ignorará cualquier comunicación recibida al respecto. Los resultados pasados no deben tomarse como una indicación o garantía de los resultados actuales o futuros, y no se hace ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, con respecto a los resultados futuros. Se recomienda a los clientes que busquen asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse con cualquier inversión o transacción.