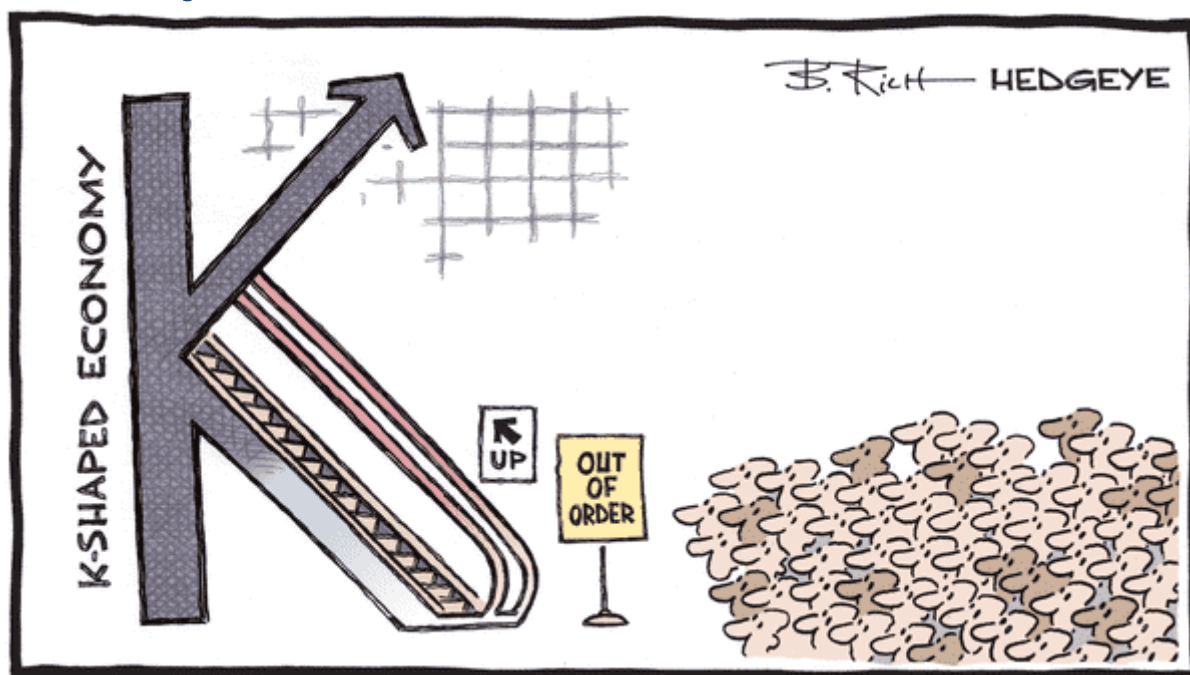




## Rotación

Wall Street acaba de registrar su mejor trimestre en cuanto a beneficios desde 2021. Detrás de ese titular, se han agrandado al mismo tiempo cuatro líneas de fractura distintas: Washington ha reabierto la guerra arancelaria; el nuevo presidente de la Fed ha puesto en juego su credibilidad apostando por hablar menos y, en cambio, ha recibido una reprimenda del mercado de bonos; las acciones de Oracle comenzaron a cotizar como la primera víctima real del auge de la inversión en IA; y un modelo chino de código abierto ha obligado a OpenAI y Anthropic a defender públicamente una ventaja que parece más escasa de lo que suponen sus valoraciones. Ninguna de estas noticias es nueva por sí sola. En conjunto, describen un mercado que intenta evaluar qué significa la revolución de la IA para la economía y los mercados financieros.

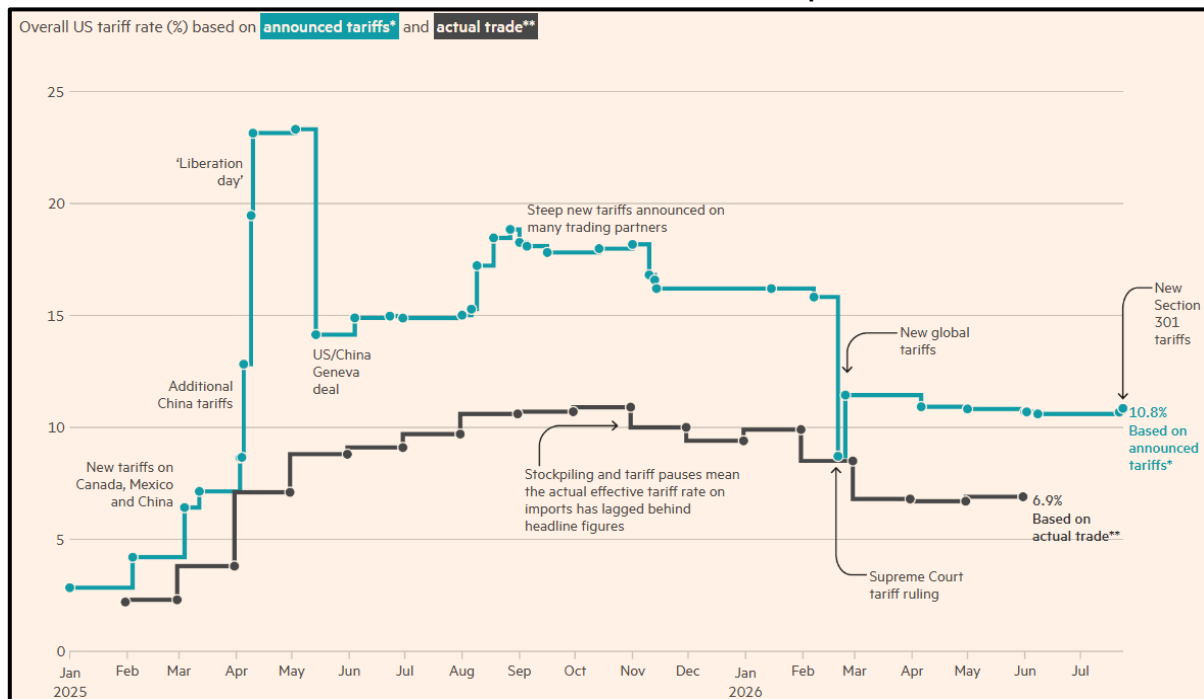
## Una economía resistente en K

La política comercial de Donald Trump regresó de forma más duradera. Después de que el Tribunal Supremo anulara sus aranceles del «Día de la Liberación», basados en la IEEPA, la Administración recurrió a la Sección 301 de la Ley de Comercio de 1974, investigando a 60 economías por supuestamente no haber prohibido las importaciones realizadas con trabajo forzoso, y declarando culpables a las 60. Entraron en vigor nuevos aranceles del 10 % al 12,5 % al expirar el régimen arancelario global temporal del 10 %, lo que afectó al Reino Unido, México, la UE, Japón, Taiwán y Corea del Sur, con excepciones para el petróleo, el gas, los fertilizantes y los productos cubiertos por el USMCA (FT, 24 de julio de 2026). El Financial Times calcula que esto eleva ligeramente el arancel legal medio de Estados Unidos del 10,7 % al 10,8 %, aproximadamente seis veces la tasa registrada al final de la administración Biden y la más alta desde la era Smoot-Hawley de principios de la década de 1930, aunque sigue estando muy por debajo de la amenaza original del 22,5 % del «Día de la Liberación».



La autoridad en virtud del artículo 301 también es más difícil de impugnar ante los tribunales que los poderes de emergencia que rechazó el Tribunal Supremo de los Estados Unidos, lo cual es la señal más importante : este régimen arancelario está diseñado para perdurar.

### La evolución de los aranceles de Trump



La economía estadounidense sigue presentando una forma de «K»; la mayor parte del crecimiento proviene de la expansión de los centros de datos. Los hogares con rentas altas están absorbiendo los beneficios de la revalorización de los activos, mientras que la inflación afecta con mayor dureza a los sectores más desfavorecidos; el propio seguimiento de la Fed de Nueva York muestra que el gasto del decil superior se ha distanciado aún más del decil inferior a lo largo de la primavera (Liberty Street Economics, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, mayo de 2026). El modelo GDPNow de la Fed de Atlanta situaba la previsión de crecimiento para el segundo trimestre en el 1,6 % a fecha de 27 de julio. La cifra inicial del GDPNow para el tercer trimestre es del 5 %; se revisará a la baja.

En China, el PIB del segundo trimestre creció un 4,3 % interanual, el ritmo más lento en tres años y medio y por debajo del consenso del 4,5 %, ya que las exportaciones se dispararon un 27 % interanual gracias a los fuertes envíos de semiconductores y vehículos eléctricos, a pesar de que la inversión en activos fijos cayó un 5,7 % y las ventas minoristas solo aumentaron un 1 %. El motor de las exportaciones está enmascarando un agujero en la demanda interna que no da señales de cerrarse.

Europa está creciendo, pero lentamente: se espera que el crecimiento del PIB en 2026 sea del 0,6 %, y las propias previsiones de junio del BCE apuntan a un impulso lento, y no acelerado, a lo largo del verano.



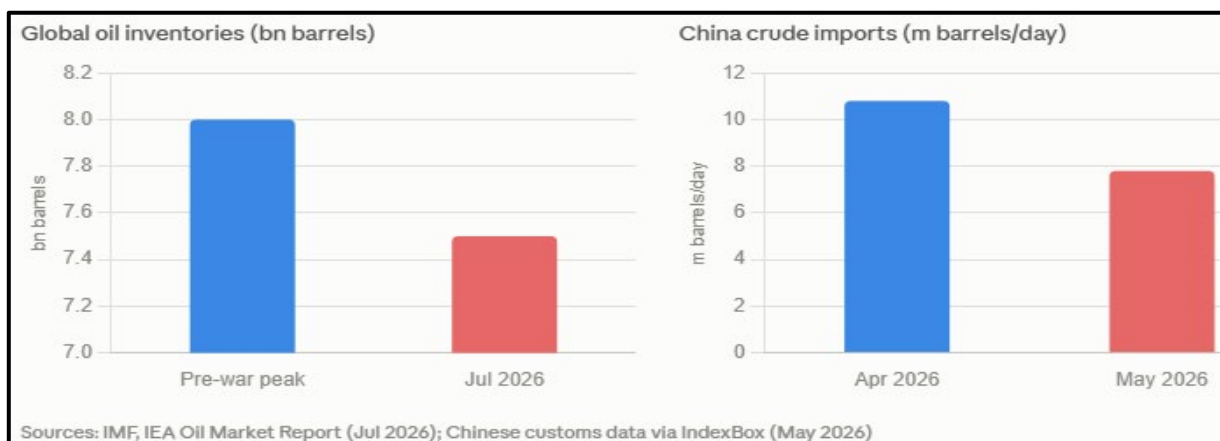
## El petróleo y el Mar Rojo: se abre un segundo cuello de botella

La guerra con Irán se reavivó a finales de junio y ha sido intermitente desde entonces; podría prolongarse durante meses.

El estrecho de Ormuz lleva prácticamente cerrado desde febrero; los hutíes declararon un bloqueo naval al tráfico marítimo vinculado a los puertos saudíes (Al Jazeera, 20 de julio de 2026) y, el 25 de julio, atacaron directamente a dos superpetroleros saudíes (VLCC), lo que llevó a Riad a suspender brevemente todos los envíos de petróleo a través de Bab el-Mandeb; la empresa de seguimiento de petroleros Kpler registró una caída del 34 % en el tráfico del estrecho esa semana. Arabia Saudí ha respondido en Irak lanzando ataques contra grupos alineados con Irán con el respaldo de EE. UU. En conjunto, un cierre total tanto de Ormuz como de Bab el-Mandeb amenazaría aproximadamente una cuarta parte del suministro mundial de petróleo y gas, razón por la cual el precio del petróleo ha vuelto a subir este mes, aunque se mantenga muy por debajo de los máximos alcanzados en marzo.

La propia demanda de China está ejerciendo un efecto contrario. Las importaciones de crudo cayeron en mayo y junio a su nivel más bajo desde 2018, y la tasa de utilización de las refinerías estatales descendió al mínimo de los últimos cuatro años, situándose en el 66,3 %, en parte porque los vehículos eléctricos alcanzaron una cuota récord del 62,9 % de las ventas de coches nuevos en mayo y en parte porque Pekín está recurriendo a sus reservas estratégicas —estimadas en más de mil millones de barriles antes de la guerra— en lugar de comprar a un precio inflado por factores geopolíticos. Las reservas mundiales siguen reduciéndose: tanto la AIE como el FMI señalan que las reservas se acercan a su mínimo de los últimos cinco años en julio, debido a las reducciones en tierra, incluidos 44 millones de barriles de las reservas gubernamentales de la OCDE solo en junio. En conjunto, la escasa demanda china y la reducción de las reservas mundiales explican por qué el petróleo tiene margen para dispararse aún más ante cualquier escalada.

### Existencias mundiales de petróleo (julio) e importaciones de crudo de China (mayo)

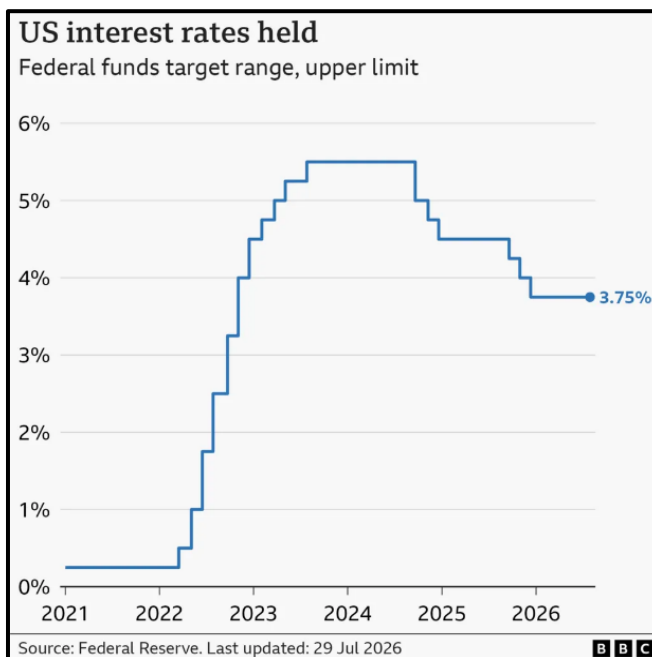




## Kevin debe demostrar que es creíble

Kevin Warsh ha basado los primeros pasos de su presidencia en la idea de que una Fed más discreta (sin orientaciones) permite interpretar con mayor claridad lo que piensan los mercados. El 29 de julio, el FOMC mantuvo los tipos sin cambios, y Warsh declaró a los periodistas que el enfoque estaba funcionando, señalando algunos de los mayores movimientos entre reuniones en los rendimientos de los bonos del Tesoro de las últimas dos décadas como prueba de que los mercados estaban valorando la economía, y no a la Fed. Los inversores lo interpretaron de otra manera: el rendimiento a 30 años se disparó hasta el 5,2 %, el dólar se debilitó y las acciones cayeron en la hora posterior a la rueda de prensa, una combinación que el responsable de estrategia de tipos de interés de EE. UU. de BofA, Mark Cabana, calificó de «clásico golpe a la credibilidad del banco central».

### Tipo de interés de la Reserva Federal



Tres de los colegas de Warsh —Beth Hammack, de Cleveland; Neel Kashkari, de Minneapolis; y Lorie Logan, de Dallas— discreparon a favor de una subida, una división inusualmente amplia que Warsh calificó de característica más que de problema, lo cual tiene sentido. El IPC subyacente se sitúa en el 2,6 % en junio y el gasto en consumo personal (PCE) subyacente, la medida preferida de la Fed, se sitúa en el 3,3 %.

Por su parte, el BCE mantuvo su tipo de depósito en el 2,25 % el 23 de julio, y Christine Lagarde calificó esta pausa como táctica y no definitiva. El denominador común entre la Fed, el BCE y el Banco de Japón es que los rendimientos a largo plazo en las tres jurisdicciones se sitúan cerca de máximos de varias décadas; los aranceles y la crisis del petróleo están ejerciendo una presión en la misma dirección sobre la prima de plazo, justo en el momento en que la Fed intenta demostrar que puede reducir la inflación sin necesidad de medidas más contundentes.

## Se amplían los diferenciales de crédito para las empresas impulsoras de la IA

Los diferenciales corporativos generales se mantienen históricamente ajustados, situándose cerca del extremo inferior del rango de la última década, incluso aunque los tipos libres de riesgo hayan subido, lo que indica que el mercado aún no está descontando un riesgo de impago significativo en los títulos con calificación de inversión y de categoría BB en general. Sin embargo, la cifra agregada oculta una dispersión: el crédito con calificación «B» ha sido un rezagado notable, con una tendencia a ampliarse. Esto aún no es preocupante, pero hay que vigilarlo.

Oracle es el caso más destacado, y su importancia va mucho más allá de una sola empresa. Desde que lo señalamos en diciembre del año pasado como un riesgo crediticio emergente, la deuda de Oracle (excluidos los préstamos y las acciones preferentes) ha crecido de 100 000 millones de dólares a 120 000 millones de dólares, su cupón ponderado ha subido del 4,4 % al 4,8 %, y S&P ha rebajado su calificación a BBB-, un



escalón por encima del nivel «basura», mientras que su capitalización bursátil ha caído de más de 500 000 millones de dólares a 365 000 millones de dólares.

Su CDS (Credit Default Swap, Permuta de Riesgo Crediticio) a 5 años —que representa el coste de asegurarse contra el riesgo crediticio de Oracle— ha superado con creces los máximos de marzo y cotiza por encima de los 200 puntos básicos, un diferencial más amplio que el del segmento de grado de inversión (aprox. 120 puntos básicos) y el del segmento de alto rendimiento BB (aprox. 160 puntos básicos); su bono con vencimiento en 2036 cotiza a 91 céntimos por dólar, con un rendimiento del 7 %. La deuda relacionada con la IA emitida por las principales empresas tecnológicas estadounidenses ha alcanzado un total de 1,65 billones de dólares, y el mercado se está dando cuenta.

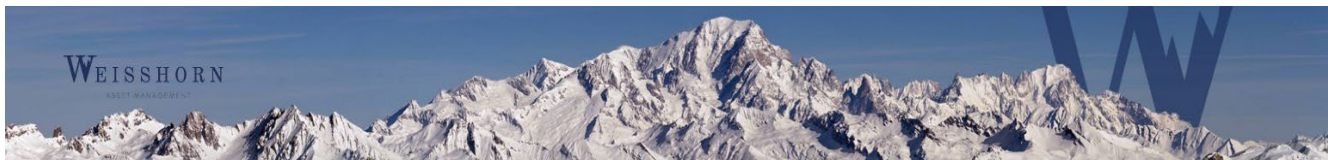
#### Permuta de riesgo crediticio a 5 años de Oracle



Con un valor de 120 000 millones de dólares, una rebaja de la calificación de Oracle a «basura» representaría aproximadamente el 7 % de *todo* el mercado de alto rendimiento de EE. UU. desde el primer día. Aun así, la duración media de la deuda pública de Oracle es de 7,6 años, frente a una media de 2,9 años para el mercado de alto rendimiento en su conjunto. Ese desajuste significa que los gestores de alto rendimiento obligados a absorber los títulos de Oracle probablemente exigirían un descuento mucho mayor del que implica por sí solo el diferencial de crédito, en un momento en el que los fondos apalancados, los ETF apalancados y las operaciones de basis ya están ejerciendo presión sobre los balances de los operadores. La propia generación de efectivo de Oracle refuerza la preocupación: un flujo de caja libre negativo de 24 000 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2026, que se prevé que se amplíe hasta superar los 40 000 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2027, frente a una cartera de pedidos de la que aproximadamente la mitad —unos 300 000 millones de dólares— está vinculada a los compromisos de computación de Stargate de OpenAI. Si el crédito suele ser la clase de activos que valora el riesgo de inversión en IA antes que la renta variable, es aquí donde está comenzando esa revalorización.

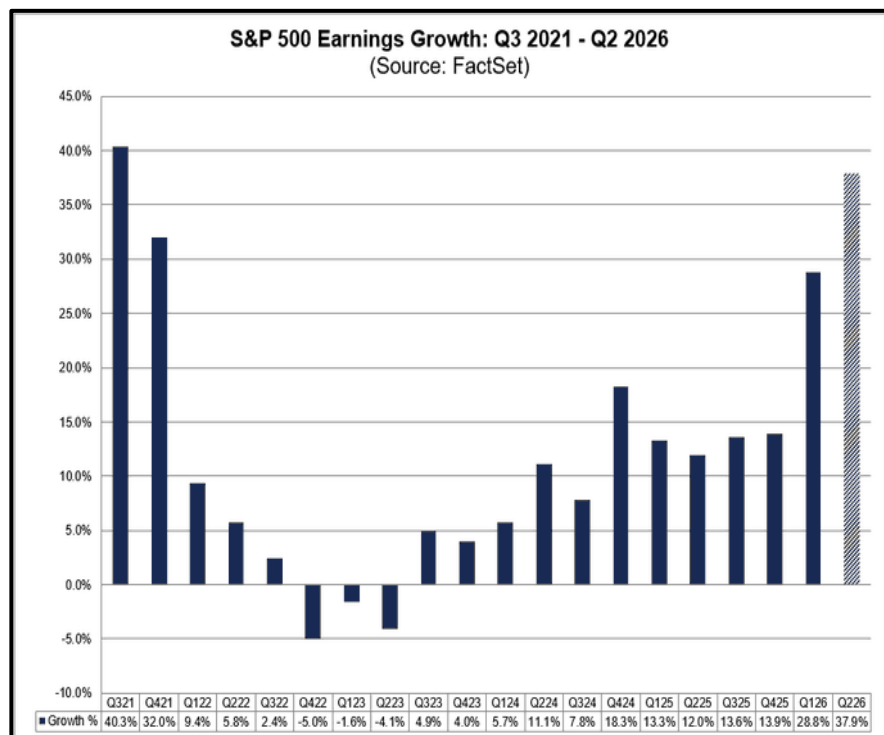
#### Se está produciendo una rotación de estilos y temas

La temporada de resultados del segundo trimestre es, a primera vista, excepcional. El crecimiento combinado de los beneficios del S&P 500 se sitúa en el 37,9 %, el más alto desde el tercer trimestre de 2021, y es el segundo trimestre consecutivo por encima del 20 %, con unos márgenes netos que alcanzan un récord del 15,7 %, el mejor resultado desde que FactSet comenzó a recopilar este dato en 2009.



No obstante, el titular es engañoso: solo Alphabet declaró 112.1 mil millones de USD de beneficio neto, un aumento interanual del 298%, incluyendo aproximadamente 77 mil millones de USD de ganancias no realizadas procedentes principalmente de sus participaciones en OpenAI y Anthropic. Si se excluye a Alphabet, el crecimiento combinado de los beneficios cae al 25,9% y los márgenes al 14,4%, lo que sigue siendo un trimestre sólido, aunque menos extraordinario. Diez de los once sectores registran un crecimiento interanual de los beneficios; el sector sanitario es el único que registra un descenso.

### Crecimiento de los beneficios del S&P 500



En Europa, la temporada de resultados del segundo trimestre del Stoxx 600 ha tenido «un comienzo sólido en relación con las expectativas». Según FactSet, las previsiones de crecimiento del beneficio por acción (BPA) para todo el año 2026 siguen siendo positivas, situándose en torno a la mitad de los diez por ciento, y se espera que los sectores de energía, tecnología y materiales básicos lideren el crecimiento.

Más allá de las cifras agregadas, la rotación es el fenómeno que merece la pena seguir. Los semiconductores han impulsado el sector tecnológico tanto en lo que va de año como en lo que va de trimestre, mientras que los servicios de comunicación y el consumo discrecional se quedan rezagados. Los sectores financiero y sanitario han obtenido mejores resultados más recientemente, lo que hace que este movimiento parezca más un reajuste de valoraciones y posicionamiento (los ETF de ambos sectores alcanzan nuevos máximos históricos, y los bancos y las aseguradoras se benefician de unos tipos de interés más altos durante más tiempo) que una cuestión de fundamentos. Esa distinción es importante para la siguiente fase de la tendencia de la IA: si las ganancias de productividad derivadas de la IA comienzan a reflejarse en los márgenes de los usuarios de la IA, los bancos, las aseguradoras y los proveedores de servicios sanitarios —en lugar de en los proveedores de infraestructura—, la atención del mercado seguirá alejándose de los chips y la inversión en la nube para dirigirse hacia las empresas que realmente están implementando la tecnología. El repunte de alivio del 30 de julio tras la liquidación del fondo de cobertura de IA «Situational Awareness» parece una cobertura de posiciones cortas; el Kospi subió casi un 18 % en un solo día. Las mejores ganancias diarias suelen producirse en mercados bajistas.

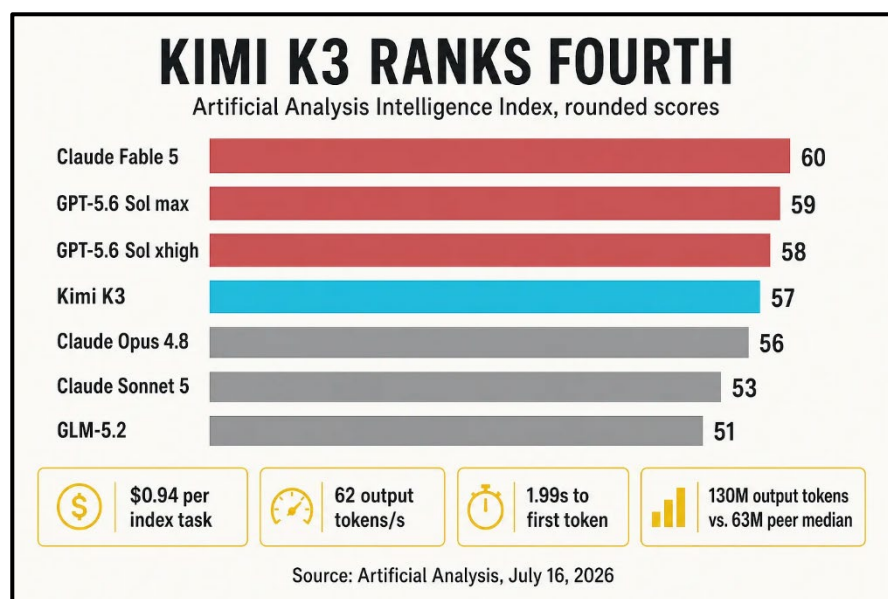


## El «Kimi Shock»: el momento «DeepSeek 2.0» de China

El 17 de julio, la empresa Moonshot, con sede en Pekín, lanzó Kimi K3. Este modelo de código abierto de 2,8 billones de parámetros superó al Opus 4.8 de Anthropic y al GPT-5.5 de OpenAI en la mayoría de las pruebas de rendimiento de programación y comportamiento autónomo, aunque sigue por detrás del modelo Fable de Anthropic.

Los mercados lo interpretaron como un segundo momento «DeepSeek»: un laboratorio chino de código abierto que iguala la capacidad puntera de EE. UU. a una fracción del coste. El modelo K2.6 de Moonshot cuesta aproximadamente un tercio de lo que Anthropic cobra por el Opus 4.8.

### Índice de Inteligencia de Análisis Artificial



La reacción del mercado no se hizo esperar: su competidor chino MiniMax (100.HK) cayó un 20 % tras conocerse la noticia, y SoftBank, el mayor inversor externo de OpenAI, bajó un 9 % ese mismo día. OpenAI y Anthropic no cotizan en bolsa, pero ambas empresas respondieron públicamente y a la defensiva.

La polémica política se intensificó rápidamente. Michael Kratsios, de la Casa Blanca, acusó a Moonshot de «destilación a escala industrial» a partir del

modelo Fable de Anthropic; el secretario del Tesoro, Scott Bessent, planteó la posibilidad de sanciones; la propia Anthropic lo calificó de espionaje industrial. Los críticos, entre ellos el exasesor de IA de la Casa Blanca David Sacks, replicaron que Anthropic está exagerando la amenaza china para proteger su poder de fijación de precios; cabe destacar que Anthropic va a subir los precios de Opus 4.8 un 50 % en septiembre. Jensen Huang, de Nvidia, rompió por completo con los «Frontier Labs», elogiando públicamente los modelos abiertos chinos («Los grandes modelos conducen a un mayor uso») y presionando para seguir vendiendo chips en China; una carta abierta posterior firmada por Nvidia, Palantir, Microsoft y Meta se opuso a la restricción de los modelos de código abierto. OpenAI, Anthropic y Google, de forma significativa, no la firmaron.

El patrón histórico que conviene recordar es que, cuando China entra en un sector, los márgenes de las empresas ya establecidas tienden a reducirse rápidamente. El fabricante chino de chips de gama baja CXMT fijó el precio de su salida a bolsa para recaudar 66 600 millones de yuanes, y las acciones se multiplicaron por más de seis en su debut, apuntando al segmento de productos estandarizados de un mercado de DRAM (Dynamic Random Access Memory) que sigue estando dominado por Micron, SK Hynix y Samsung. Si esta misma dinámica se extiende a los grandes modelos de lenguaje, es posible que los ganadores finales no sean los laboratorios de vanguardia que más invierten para mantenerse a la cabeza, sino los distribuidores eficientes que sacan partido de la potencia de cálculo en lugar de la supremacía de los modelos. Alibaba,



que aloja Moonshot en Alibaba Cloud (con un crecimiento interanual superior al 40 %), es, hasta la fecha, el beneficiario más directo.

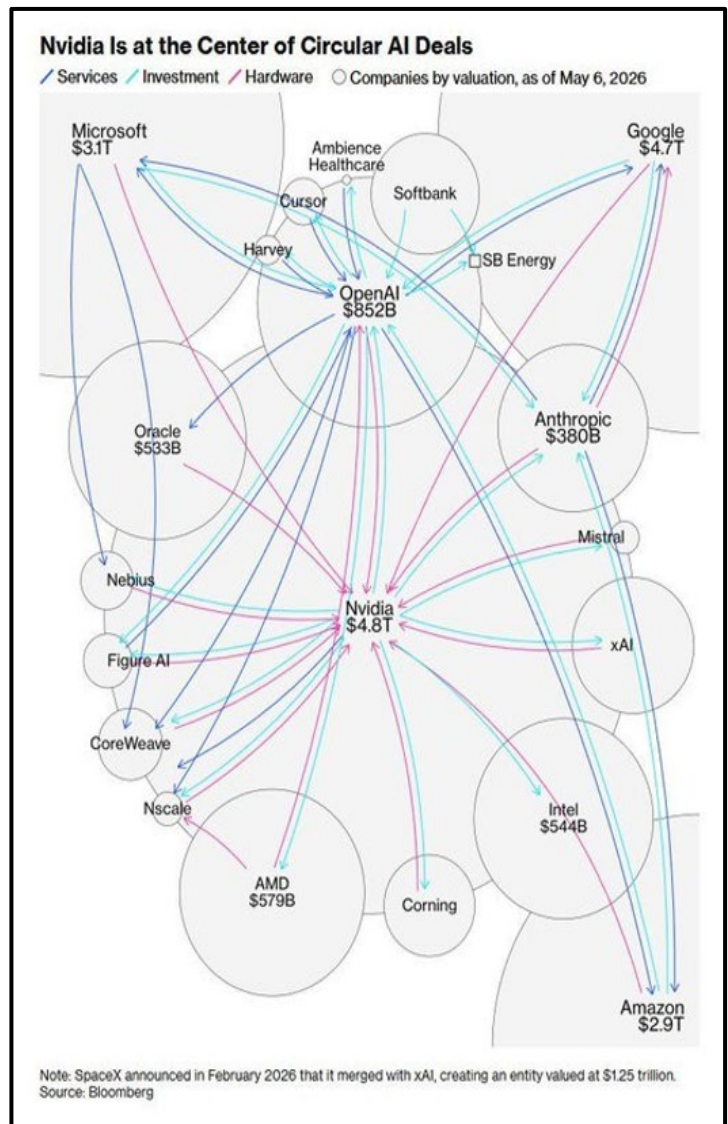
## La circularidad de la IA sigue su curso

Aunque el «shock Kimi» planteó dudas reales sobre la durabilidad del liderazgo tecnológico de los laboratorios estadounidenses, la financiación que sustenta la infraestructura de IA de EE. UU. se volvió más circular, y no menos. Nvidia está en negociaciones para proporcionar una línea de crédito de aproximadamente 250 000 millones de dólares que permita a OpenAI alquilar un complejo de centros de datos de 10 gigavatios desarrollado por SoftBank en Ohio, además de un acuerdo de financiación independiente por valor de hasta 350 000 millones de dólares para la compra de chips por parte de OpenAI y su participación accionarial actual de 30 000 millones de dólares en la empresa.

El proyecto completo podría superar los 500 000 millones de dólares, lo que lo convertiría en la mayor construcción de un centro de datos jamás anunciada, con el Gobierno de EE. UU. controlando el suministro eléctrico subyacente y el secretario de Comercio, Howard Lutnick, participando en la asignación de recurso.

Esto es lo que en el sector se denomina un «credit wrapper»: un balance con calificación de inversión que respalda a una contraparte que no podría obtener financiación por sí misma; OpenAI no cuenta con calificación de inversión al ser una empresa privada no rentable. Google ha seguido la misma estrategia con los centros de datos de Anthropic, en parte para vender más de sus propios chips de IA. Por otra parte, OpenAI ha elevado por separado su previsión de inversión en capital fijo para 2030 a unos 750 000 millones de dólares, frente a los 600 000 millones de dólares de principios de este año, además del compromiso contratado con Microsoft por valor de 250 000 millones de dólares para Azure y del compromiso de computación de Stargate con Oracle, por valor de unos 300 000 millones de dólares, mencionado anteriormente.

Nadie ha respondido aún a la pregunta más importante: OpenAI y Anthropic representan juntas aproximadamente *la mitad* de la cartera de pedidos declarada por los hiperescaladores. Si el crecimiento de cualquiera de estas empresas se ralentiza —ya sea porque la competencia china de código abierto reduzca lo que los clientes están dispuestos a pagar por modelos de vanguardia, o simplemente porque





la escala de capital necesaria supere los ingresos—, ¿qué ocurrirá con esa cartera de pedidos y con las plusvalías y la financiación de los proveedores que se han construido sobre ella? Dado que casi la mitad de la capitalización bursátil del S&P 500 está ahora relacionada de alguna forma con la IA, esta es una cuestión que concierne a los inversores pasivos, no solo a los activos. La participación de 10 000 millones de dólares de Warren Buffett en Google, adquirida este año, se ha convertido en un indicador informal del sentimiento del mercado: el índice Nasdaq ha bajado aproximadamente un 8 % desde que se dio a conocer la inversión, lo que ha llevado a algunos a preguntarse si el inversor de valor más famoso de los mercados se equivocó con el precio de entrada.

### **Rotación de los proveedores de infraestructura de IA hacia los usuarios de IA**

Los beneficios y márgenes récord son la señal más clara del mercado este mes. Sin embargo, se están generando dentro de un sistema —el gasto de capital en IA— cuya financiación es ahora explícitamente circular, cuya cartera de pedidos se concentra en dos empresas privadas no rentables y cuyo crédito ya se ha revalorizado en los extremos, como en Oracle, SpaceX y algunas otras.

Persisten los riesgos de subida de la inflación, ya que el presidente de la Fed aún debe evaluar su credibilidad, la nueva ronda de aranceles es más duradera de lo que los mercados suponían inicialmente y se ha producido una crisis del petróleo que se ha extendido desde el Golfo hasta el Mar Rojo. El panorama para la segunda mitad del año es el de unos fundamentos sólidos que se asientan sobre una financiación cada vez más tensa, un entramado de políticas, déficits públicos y una geopolítica cada vez más tensa.

Hay tres factores desencadenantes que merece la pena seguir de cerca en septiembre. En primer lugar, si la reunión del FOMC del 15 y 16 de septiembre da lugar a la subida de tipos que el mercado de bonos está descontando actualmente: una subida validaría la credibilidad de la Fed en la lucha contra la inflación, mientras que mantener los tipos sin cambios demostraría la lealtad de Warsh a la Casa Blanca, a costa de que los rendimientos a largo plazo se mantengan elevados durante más tiempo. En segundo lugar, si Moody's o Fitch siguen los pasos de S&P y sitúan a Oracle al límite del grado de inversión; dado el desajuste entre el volumen y el plazo de su deuda y el mercado de alto rendimiento que tendría que absorberla, una rebaja de la calificación podría ser el acontecimiento que finalmente permita que sea el crédito, y no la renta variable, el que fije el precio del riesgo de inversión en IA. En tercer lugar, ¿se agravará la guerra en Oriente Medio? Podría acabar afectando a la economía mundial, aunque por el momento no parezca ser motivo de preocupación.

Dentro del sector de la IA, hay que dar prioridad a la solidez del balance y a la generación de efectivo frente a la cartera de pedidos; la brecha entre el consumo de efectivo de Oracle y sus compromisos es un ejemplo de lo que hay que evitar. La rotación fuera de los proveedores de infraestructura de IA es un motivo para buscar beneficiarios de la IA más allá de la capa de infraestructura, sin abandonar la calidad dentro de la propia tecnología, donde los beneficios, por ahora, siguen siendo reales.



**Aviso legal:**

*Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que hayan firmado un mandato de gestión y hayan manifestado su deseo de recibir dicha información y documentos (tales 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, para influir en una operación o para establecer cualquier relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluidas las posiciones) que figure en este sitio web en relación con servicios o productos podrá constituir ni considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o cualquier otro instrumento financiero en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por ley, en la que la persona que realice 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 de este tipo que esté prohibida se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management hará caso omiso de cualquier comunicación recibida al respecto. Los resultados pasados no deben interpretarse como un indicio o garantía de los resultados actuales o futuros, y no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, con respecto a los resultados futuros. Se recomienda a los clientes que soliciten asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse con cualquier inversión o transacción.*