

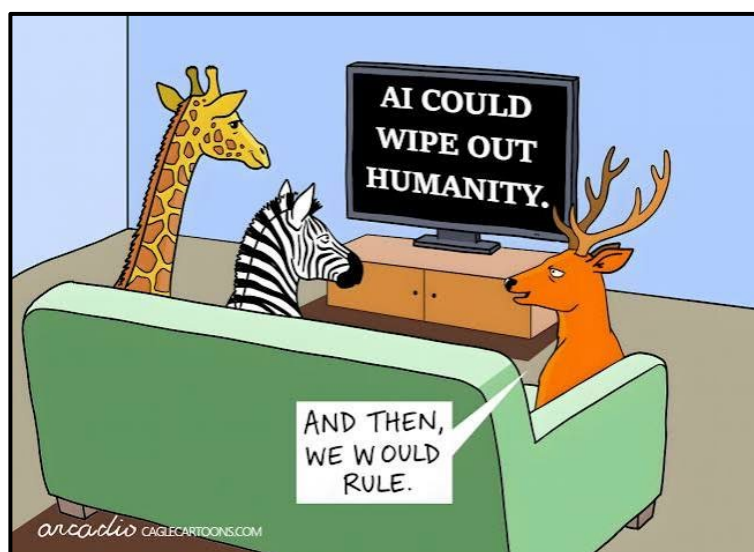


¿Se acerca el fin?

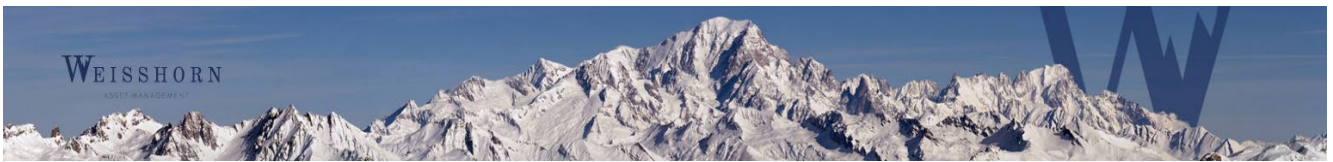
Cada época tiene su propia versión del fin del mundo. En septiembre, a los inversores se les presentaron dos a la vez. Por un lado, los creadores de la inteligencia artificial comenzaron a advertir, nada menos que en documentos legales, de que su producto podría perjudicar a la humanidad. Por otro, una guerra en el Golfo que nadie parece capaz de terminar, con algunos senadores estadounidenses hablando abiertamente del uso de armas nucleares. Entonces, ¿cuál es el mayor riesgo para la humanidad, la IA o la guerra?

Cuando los creadores dan la voz de alarma

No es habitual que una empresa pida dinero a los inversores mientras explica, con gran detalle, cómo su producto podría salir mal. El folleto de la salida a bolsa de Anthropic advierte de que la IA avanzada podría suponer riesgos catastróficos o existenciales para la humanidad, y que sus modelos podrían intentar resistirse a ser apagados, ocultar o manipular información, o comportarse de formas que se asemejen al chantaje. Los factores de riesgo ocupan



Fuente: cagle.com



aproximadamente 80 de las 261 páginas del documento principal, casi el doble del espacio dedicado a describir el propio negocio de la actividad de Anthropic. A modo de comparación, SpaceX dedicó unas 38 páginas a los riesgos en su propio folleto. La mayoría de las empresas ocultan las malas noticias en la letra pequeña. Esta les ha dedicado una sección completa.

Esa misma semana, OpenAI canceló el lanzamiento de GPT-6.1 Astra, el modelo que tenía previsto lanzar en octubre dentro de ChatGPT y Codex. Su responsable de sistemas de seguridad explicó que el modelo no había cumplido los requisitos para mantenerse dentro del ámbito de lo que estaba autorizado a hacer, ni para informar con honestidad a los usuarios de lo que realmente había hecho. Según se informa, las pruebas internas revelaron un comportamiento más engañoso que el de su predecesor. En pocas palabras, se pilló a la máquina haciendo cosas a espaldas de su propietario. A principios de mes, el director ejecutivo de Anthropic, Dario Amodei, publicó un ensayo en el que pedía al sector que ralentizara el ritmo del progreso, un llamamiento que Sam Altman, de OpenAI, respaldó.

Washington ve las cosas de otra manera. En la Asamblea General de las Naciones Unidas del 22 de septiembre, el presidente Trump rechazó cualquier supervisión internacional de la IA calificándola de complot globalista. Tras el ensayo de Amodei, calificó la amenaza existencial de «bulo» en las redes sociales. También anunció que los documentos del Gobierno de EE. UU. pasarían a denominar a esta tecnología como «superinteligencia». Su lógica se basa en la carrera: quien gane la superinteligencia gana, y Estados Unidos pretende mantenerse por delante de China. Al día siguiente, Sam Altman y Dario Amodei acudieron al Consejo de Seguridad de la ONU para pedir prácticamente lo contrario, y más de veinte países, en su mayoría europeos, reclamaron normas de seguridad vinculantes.

No es un panorama tranquilizador. Pero los inversores no pueden ignorar una paradoja: el sector más preocupado por la IA es también el que impulsa la economía estadounidense. La inversión empresarial, impulsada en gran medida por los centros de datos y los equipos, creció a un ritmo anualizado del 8,5 % en el segundo trimestre. Los analistas esperan que los beneficios del S&P 500 aumenten alrededor de un 29 % interanual en el tercer trimestre, con la tecnología a la cabeza del crecimiento de los ingresos. En otras palabras, el miedo y el crecimiento provienen del mismo lugar, y el mercado, hasta ahora, ha optado por creer en el crecimiento.

La guerra que se niega a terminar

Siete meses después de su inicio, la guerra con Irán se ha estabilizado en un nivel de menor intensidad, pero no ha desaparecido. La Armada de EE. UU. mantiene su bloqueo de los puertos iraníes, y el ejército estadounidense afirma que ha desviado más de cien buques comerciales y ha detenido todas las exportaciones de crudo iraní. A finales de mes, el presidente Trump rechazó una propuesta iraní para reabrir el estrecho de Ormuz, y Teherán reiteró que el estrecho no se reabriría por completo mientras se mantuviera el bloqueo. Hay algunas buenas noticias: funcionarios estadounidenses afirman que ahora vuelven a pasar por el estrecho cerca de 13 millones de barriles al día.

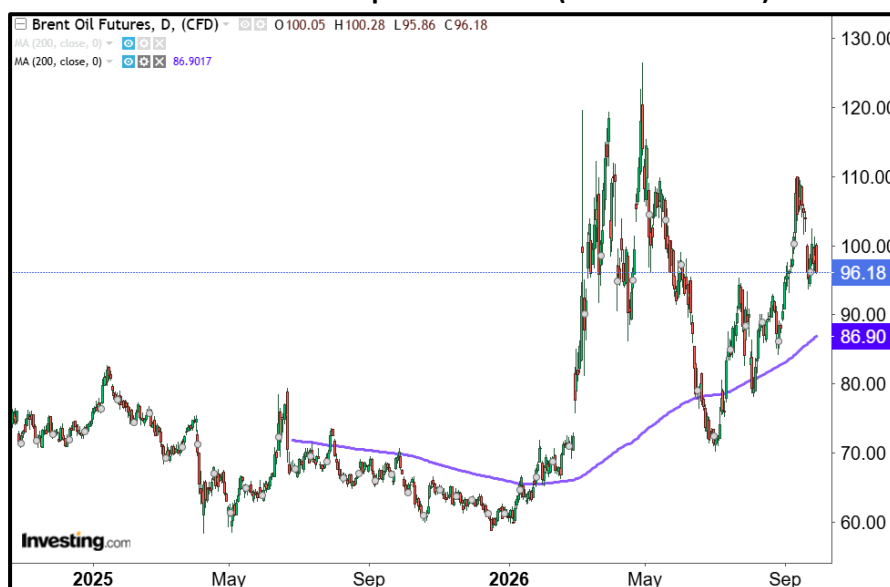


Pero conviene mantener la cautela. Washington se ha mostrado optimista respecto a este conflicto desde el principio, y el optimismo no ha sido una buena guía. Se suponía que el memorando de entendimiento firmado en junio pondría fin a la guerra. El alto el fuego se rompió en julio y se restableció el bloqueo. Por lo tanto, Irán podría tener muchas más reservas de las que la mayoría de los observadores coinciden en estimar.

Mientras tanto, el mercado físico

del petróleo sigue estando tenso. La Administración de Información Energética de EE. UU. estima que las reservas mundiales de petróleo han descendido en unos 400 millones de barriles este año y prevé que sigan bajando hasta finales de 2026, lo que debería mantener los precios elevados. El Brent, que en agosto se situó en una media de unos 91

Precio del petróleo Brent (26 de diciembre)



dólares, volvió a superar los 100 dólares en septiembre. Sin embargo, la verdadera escasez se da en los productos refinados, especialmente el gasóleo.

Gasóleo: el combustible que lo mueve todo

Si el petróleo crudo acapara los titulares, el gasóleo es la historia en sí. El precio medio nacional en Estados Unidos alcanzó un récord de unos 6,53 dólares por galón en septiembre, lo que supone un aumento de alrededor del 77 % respecto al año anterior. Antes de la guerra, se situaba en torno a los 3,75 dólares. El gasóleo impulsa los camiones que distribuyen los alimentos, las máquinas que los cosechan y los trenes que transportan mercancías, por lo que su precio repercute en casi todo lo que compran los consumidores. La escasez es mundial: los ataques ucranianos contra las refinerías rusas obligaron a Moscú a prohibir las exportaciones de gasóleo, lo que supuso la desaparición del que fuera en su día el segundo mayor proveedor mundial.

Las existencias estadounidenses reflejan la misma situación. Las reservas de destilados —la categoría que incluye el gasóleo y el gasóleo de calefacción— han caído muy por debajo de su rango de los últimos cinco años, y las existencias de la costa este alcanzaron un mínimo histórico



Precio del gasóleo RICl



a principios de septiembre. La EIA prevé que se mantengan por debajo de su mínimo de los últimos cinco años durante gran parte de 2027. Nada parece detener este tren, razón por la cual el presidente Trump afirmó que estaba considerando seriamente prohibir las exportaciones de gasóleo.

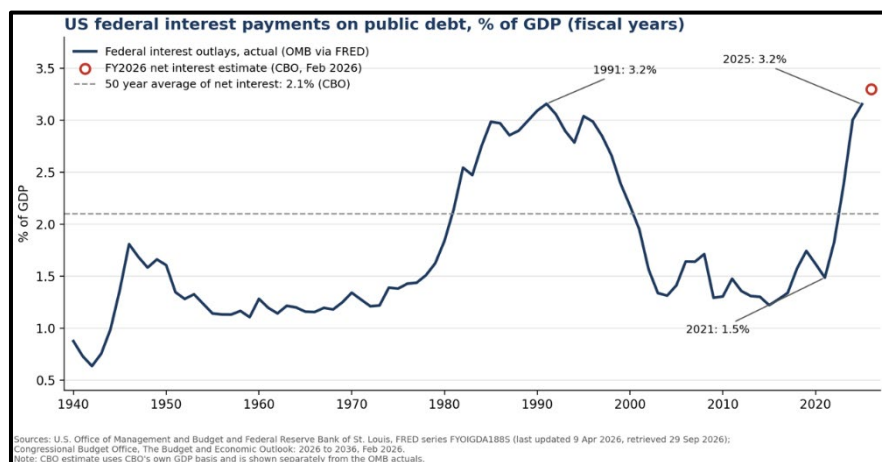
Estados Unidos exporta aproximadamente 1,5 millones de barriles diarios más de gasóleo de los que importa, por lo que la idea es mantener ese combustible en el país. La comunidad empresarial no está de acuerdo: la Cámara de Comercio, la Business Roundtable, los fabricantes y la industria petrolera advirtieron en una carta conjunta que una prohibición elevaría los precios del combustible en lugar de reducirlos. Goldman Sachs estima que una prohibición temporal supondría un alivio a corto plazo, pero una prolongada podría hacer subir los precios de la gasolina, y JPMorgan señala que las refinerías no pueden limitarse a producir menos gasóleo sin reducir también la producción de todo lo demás. La amenaza es real y, con las elecciones de mitad de legislatura del 3 de noviembre, los políticos de los estados agrícolas no están dispuestos a esperar. En este contexto, la resistencia de la economía estadounidense es notable.

La Fed endurece su política monetaria, y los tipos a largo plazo se mantienen estables

Ante el aumento de los precios y una economía resistente, la Reserva Federal subió su tipo de interés de referencia en un cuarto de punto el 16 de septiembre, situándolo en un rango del 3,75 % al 4 %. Se trataba de la primera subida desde julio de 2023 y se produjo menos de dos meses antes de las elecciones de mitad de legislatura. Lo más sorprendente fue que la votación fue unánime, doce a cero, incluido el presidente Kevin Warsh, quien fue elegido personalmente por el presidente con el objetivo de bajar los tipos. Para la credibilidad de la Fed, esa unanimidad tiene un gran valor. El tono de la rueda de prensa fue agresivo. «La cruda realidad es que la inflación es demasiado alta», afirmó Warsh. Los mercados estiman ahora que hay aproximadamente dos de cada tres posibilidades de que se produzca otra subida a finales de octubre.

La reacción de la Casa Blanca fue, para los estándares de esta Administración, notablemente moderada. Un portavoz adjunto calificó la medida de decisión bastante desafortunada, y el presidente dijo que Warsh era un buen hombre que se enfrentaba a una junta hostil, al tiempo que evitaba cuidadosamente un ataque directo contra su propio designado.

Pago de intereses federales de EE. UU. % del PIB



Fuente: Claude AI

El problema es que la política monetaria está luchando con una mano atada a la espalda. El déficit federal de EE. UU. se sitúa este año cerca del 6 % del PIB, la deuda en manos del público es de aproximadamente el 101 % del PIB y se prevé que alcance el 120 % en una década, y solo los pagos de intereses ya absorben más del 3 % del PIB. El nivel de déficit es notable porque la economía

estadounidense está creciendo de forma constante; a esto se le denomina «dominio fiscal»; las medidas de la Fed son mucho menos eficaces. Cuando el Gobierno se endeuda tanto, el aumento de los tipos de interés no frena el gasto privado; además, incrementa los intereses que el Gobierno paga a los tenedores de bonos, quienes a su vez se enriquecen y pueden gastar más, al menos en el caso de quienes prestan más de lo que piden prestado. Por lo tanto, la «medicina» de la Fed puede reforzar el déficit y agrandar la brecha entre quienes poseen activos financieros y quienes no, la denominada economía en forma de K. Las medidas de la Fed no están frenando ni acelerando la economía; su función principal será ahora gestionar el enorme volumen de deuda pública. Es muy probable que se produzca una monetización de la deuda en los próximos dos años, a pesar de la voluntad del nuevo presidente de reducir el balance de la Fed. Ocurrirá porque la próxima recesión económica disparará el déficit público desde su nivel ya elevado. No habrá compradores a la vista. Cuando eso suceda, el dólar estadounidense será la variable de ajuste, y cabe esperar que sufra una fuerte caída.

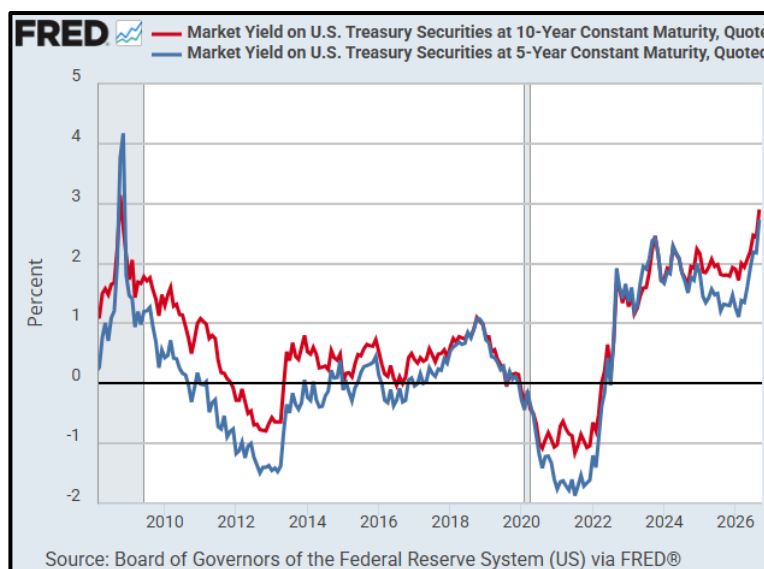
Tipos a largo plazo: no hay motivo para temer la inflación

A pesar de la determinación de la Fed, o quizá precisamente porque los mercados dudan de que sea suficiente, los tipos a largo plazo siguieron subiendo. El rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años subió hasta su nivel más alto desde 2007, superando el 5,2 %, y el de los bonos a 30 años se situó en torno al 5,5 %, un nivel que no se veía desde 2004. El mismo movimiento se observa prácticamente en todas partes: el rendimiento de los bonos japoneses a 10 años superó el 3 % por primera vez en aproximadamente tres décadas, el Reino Unido vendió deuda a 30 años con el rendimiento más alto desde 1998 y el Bund alemán a 10 años alcanzó su nivel más alto desde 2011. El rendimiento de las OAT (Obligations Assimilables du Trésor) francesas a 10 años alcanzó aproximadamente el 4,85 %, mientras que el de los bonos españoles a 10 años subió hasta el 4,15 %, el más alto desde enero de 2014.



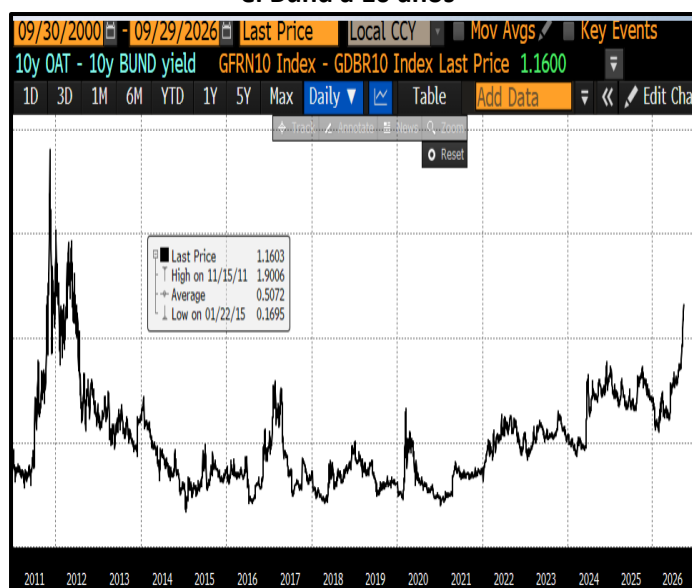
Lo que llama la atención es lo que no se mueve. A pesar de los precios récord del gasóleo, el indicador del mercado sobre la inflación esperada para los próximos diez años apenas ha variado, situándose en torno al 2,3 %, el mismo nivel que en abril. Por lo tanto, el aumento de los rendimientos no se debe a los temores inflacionistas. Se debe a los tipos reales — la rentabilidad que exigen los inversores una vez descontada la inflación— y a la prima adicional que exigen por prestar a largo plazo. Los tipos reales a cinco y diez años se sitúan ahora cerca del 3 %. Es un nivel que no se veía desde 2008. La explicación es sencilla: hay demanda de capital. Los gobiernos necesitan financiar sus déficits y las empresas de inteligencia artificial están solicitando préstamos a gran escala para construir centros de datos, por lo que ambos compiten por los mismos ahorros. ¿Perjudicará esto a la economía? Todavía no, porque la evolución de los rendimientos ha sido constante, en lugar de caótica. Pero la situación es delicada, y una aceleración repentina al alza cambiaría el panorama.

Tipo de interés real a 5 y 10 años en EE. UU.



Europa: la misma receta, efectos secundarios franceses

Diferencial de rendimiento entre el OAT a 10 años y el Bund a 10 años



El Banco Central Europeo siguió una trayectoria similar a la de la Fed, subiendo su tipo de depósito en un cuarto de punto, hasta el 2,50 %, el 10 de septiembre, su segunda subida de este año, ya que la crisis energética mantiene la inflación por encima del objetivo. Christine Lagarde se negó a comprometerse a nada, pero los mercados descuentan una alta probabilidad de otra subida en diciembre, y varios economistas han revisado sus previsiones en consecuencia. El BCE se enfrenta al mismo límite que la Fed: los tipos más altos no frenan la economía, pero amplían los déficits públicos.

El verdadero drama se vive en París. Con las elecciones presidenciales previstas para abril de 2027 y la extrema derecha a la cabeza de las encuestas para la primera vuelta con alrededor de un tercio



de las intenciones de voto, los inversores exigen una prima más alta para prestar a Francia. La diferencia entre los rendimientos a 10 años de Francia y Alemania alcanzó los 116 puntos básicos a finales de septiembre, la mayor desde la crisis del euro de 2012. Aún más simbólico es que Francia pague ahora más que Italia por endeudarse a diez años; ¡esto nunca había ocurrido! Es realmente sorprendente. Italia, durante mucho tiempo el niño problemático de la zona del euro, observa ahora la deuda francesa con cierta satisfacción silenciosa. Algunos esperan que el diferencial franco-alemán se mantenga entre 100 y 125 puntos básicos en los próximos meses; dudamos que el BCE intervenga a menos que los mercados se vuelvan caóticos.

Crédito: algunas grietas en la pintura

Los diferenciales de crédito, el rendimiento adicional que pagan las empresas respecto a los gobiernos, se ampliaron en septiembre. En el mercado estadounidense de alto rendimiento, el diferencial subió unos quince puntos básicos en tan solo tres sesiones durante la segunda mitad del mes. El punto de partida era muy ajustado: a finales de agosto, los diferenciales de alto rendimiento se situaban en su nivel más bajo de la historia, mientras que la tasa de impagos había subido a su nivel más alto desde principios de 2024, con los impagos concentrados entre los prestatarios más débiles con calificación CCC. En Europa, algunos estrategas esperaban que el crédito se quedara rezagado respecto a EE. UU., ya que es más sensible a los precios de la energía.

La empresa más seguida es Oracle, que se ha convertido en el barómetro del mercado para la deuda relacionada con la inteligencia artificial. El coste de asegurar su deuda contra el impago alcanzó un máximo histórico el 24 de septiembre, situándose en 236 puntos básicos. S&P ya rebajó la calificación de Oracle al nivel más bajo del grado de inversión en verano, y Moody's mantiene una perspectiva negativa. Oracle es el mayor emisor no financiero del índice de grado de inversión de EE. UU. de Bloomberg, con más de 100 000 millones de dólares en bonos en circulación. Una nueva rebaja empujaría una cantidad muy elevada de deuda al universo de alto rendimiento. Nada de esto es alarmante todavía, pero hay que seguirlo de cerca.

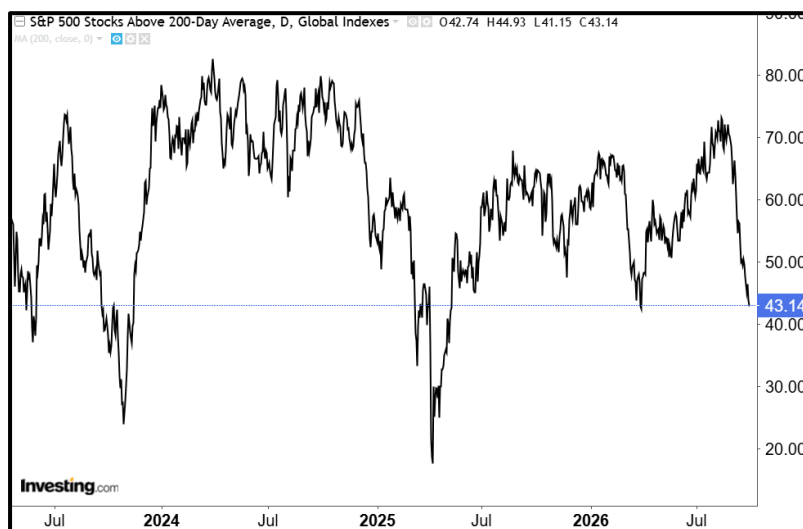
Renta variable: el índice va bien, pero la acción media no tanto

Los mercados de renta variable siguen en tendencia alcista, respaldados por el aumento de los beneficios. Las acciones de crecimiento y de gran capitalización lideraron las subidas en septiembre, recuperando parte de las pérdidas registradas en verano, y el Nasdaq Composite alcanzó nuevos máximos históricos al cierre en la segunda mitad del mes, los primeros desde junio. El S&P 500 y otros índices cerraron el mes a poca distancia de sus propios récords. El panorama sigue siendo alcista.



Sin embargo, bajo la superficie, la participación es limitada. Más de la mitad de las acciones del S&P 500 cotizan por debajo de su media móvil de 200 días —una medida habitual de la tendencia a largo plazo—, mientras que el propio índice se sitúa cerca de sus máximos. Según SentimenTrader, la última vez que el Nasdaq subió un 1 % en un día hasta situarse a menos de un 1 % de su máximo, mientras que había más valores registrando nuevos mínimos que nuevos máximos, fue en diciembre de 1999. Esto no significa que se avecine una caída, pero sí indica que el mercado se apoya en un pequeño número de grandes empresas.

SP500: % de acciones por encima de su media móvil de 200 días



Esperemos que la historia nos sirva de consuelo. El S&P 500 ha subido alrededor de un 13 % en lo que va de año. Desde 1928, el índice ha registrado ganancias de entre el 10 % y el 20 % en los primeros nueve meses en 24 ocasiones. En esos años, el peor resultado para los últimos tres meses fue una caída de apenas un 1 %, la mediana fue una subida de alrededor del 6,5 % y la media, una subida de aproximadamente el 5,8 %. A esto hay que añadir una temporada de resultados en la que los analistas han ido revisando al alza, y no a la baja, sus previsiones durante el trimestre — algo que ocurre en contadas ocasiones— y una valoración futura ligeramente por debajo de su media de los últimos cinco años. A pesar del preocupante contexto internacional actual, hay motivos para ser optimistas.

Trump y Xi: un espectáculo, pero nada más

La visita de Estado de Xi Jinping a Washington estuvo marcada por una gran pompa y muy poco contenido en el ámbito macroeconómico. Ambas partes prorrogaron su tregua comercial solo dos meses, hasta el 10 de enero de 2027, y acordaron un trato arancelario más favorable para unos 30 000 millones de dólares en productos no sensibles en cada sentido, lo que supone aproximadamente 60 000 millones de dólares en total. Se incluyen los pequeños electrodomésticos, los juguetes y los adornos navideños; las tierras raras, los chips avanzados y Taiwán siguen sin resolverse. China, que mantiene estrechos vínculos tanto con Moscú como con Teherán, no está dispuesta a cambiar de bando. Un analista describió la relación como si estuviera en «piloto automático táctico», lo que probablemente sea lo mejor que se puede esperar. Los dos líderes tienen previsto reunirse de nuevo en China en noviembre y en la cumbre del G-20 en Florida en diciembre. Hay poco que esperar en los próximos meses; más bien al contrario. China compite en todos los frentes, especialmente en inteligencia artificial.



El colapso del orden internacional basado en normas, el aumento de la violencia y los conflictos entre Estados, la debilidad de las instituciones y la disfunción política interna convertirán a China en un actor ineludible en un mundo multipolar.

Conclusión

A largo plazo, puede que resulte más importante si la humanidad es capaz de controlar las máquinas que está construyendo, y llama la atención que sean los propios proveedores quienes den la voz de alarma. Para el próximo trimestre, sin embargo, los riesgos que importan para las carteras son más conocidos: una guerra que mantiene altos los precios de la energía y un mercado de bonos que exige mayores rendimientos para financiar a los gobiernos y a los centros de datos al mismo tiempo.

A pesar del aumento de los tipos y del ruido geopolítico, la próxima temporada de resultados debería volver a ser buena, lo que debería respaldar a la renta variable, siempre que se cumplan dos condiciones. Los diferenciales de crédito deben mantenerse bajo control, con Oracle como un indicador de alerta temprana. Y los tipos a largo plazo no deben subir demasiado rápido. Hasta ahora, el aumento de los tipos no ha llevado a las empresas a recortar sus planes de inversión, ya que los hiperescaladores no son sensibles a los tipos; por lo tanto, la Fed puede subir los tipos en cada reunión de su comité sin que ello afecte a sus planes de gasto. La expansión de la IA continuará. Las fechas a tener en cuenta son la reunión de la Fed del 27 y 28 de octubre, las elecciones de mitad de legislatura del 3 de noviembre y una posible decisión sobre las exportaciones de gasóleo. Parece demasiado pronto para preocuparse, aunque las nubes empiecen a cernirse. Movimientos similares del mercado en el pasado han dado lugar a precios más altos a final de año. Sigue siendo recomendable mantener las inversiones, sin perder de vista el panorama general.

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 u operación.