



CARTA TRIMESTRAL

2T2026

GSM&B Agência de Valores

El mercado cambió de miedo

Cuando publicamos la carta del primer trimestre, la atención de los mercados estaba concentrada en tres riesgos: la escalada geopolítica en Oriente Medio y su impacto sobre la energía; la posibilidad de que una inteligencia artificial cada vez más agéntica debilitase algunas de las ventajas competitivas de numerosas compañías de software; y las primeras señales de tensión en determinados segmentos del crédito privado.

Tres meses después, ninguno de esos riesgos ha desaparecido. Sin embargo, el mercado decidió volver a mirar hacia otro lugar.

La reducción de la prima geopolítica permitió que el petróleo dejase de ocupar temporalmente el centro del debate. Las dudas sobre el software continuaron, pero los inversores empezaron a diferenciar con mayor claridad entre modelos de negocio y a premiar a los beneficiarios más directos de la inversión en inteligencia artificial. Y las tensiones en el crédito privado siguieron generando señales de alerta, aunque sin provocar, por ahora, un deterioro generalizado de las condiciones financieras.

Al mismo tiempo, la resistencia de la actividad económica, la mejora de las previsiones de beneficios y la fortaleza de la inversión tecnológica devolvieron el protagonismo a los grandes valores de crecimiento. En pocas semanas, el mercado pasó de preguntarse qué podía salir mal a descontar nuevamente un escenario de expansión de beneficios, elevada inversión y transformación tecnológica.

El cambio fue rápido, pero no necesariamente irracional.

La inversión asociada a la inteligencia artificial ya no es solo una promesa a largo plazo. Está generando demanda real de semiconductores, memoria, centros de datos, redes, sistemas de refrigeración, equipamiento eléctrico y

nueva capacidad energética. Las compañías situadas en los primeros eslabones de esa cadena han seguido presentando crecimientos elevados y, en muchos casos, resultados superiores a las expectativas.

Esta es probablemente la novedad más importante del trimestre. A finales de 2025 nos preguntábamos si las enormes cantidades de capital comprometidas para desarrollar la inteligencia artificial podrían obtener una rentabilidad suficiente. En el primer trimestre analizamos quién podía verse perjudicado por la aparición de agentes capaces de utilizar aplicaciones en nombre del usuario. Ahora el debate avanza un paso más: la inversión empieza a aparecer en los ingresos y los beneficios, pero esos beneficios no se distribuyen de manera uniforme.

La pregunta ya no es únicamente si la inteligencia artificial transformará la economía. La pregunta es quién capturará el valor generado por esa transformación y cuánto de ese valor está ya incorporado en los precios.

El entorno macroeconómico, además, continúa siendo exigente. La inflación ha demostrado ser más persistente de lo que muchos inversores anticipaban y la energía ha vuelto a recordar su capacidad para modificar las expectativas con rapidez. Por eso, el comportamiento positivo de los mercados durante el trimestre no debe interpretarse como la desaparición de los riesgos anteriores. En muchos casos, esos riesgos simplemente dejaron de ser la principal preocupación.

Los mercados no reaccionan únicamente a lo que ocurre, sino a la diferencia entre lo que ocurre y lo que ya estaba descontado. Cuando las expectativas son bajas, una mejora moderada puede provocar subidas importantes. Cuando son elevadas, incluso unos buenos resultados pueden resultar insuficientes.

La recuperación de la renta variable refleja una mejora real de las expectativas de beneficios y una mayor confianza en la capacidad de las empresas para mantener sus márgenes. Pero esa misma recuperación ha vuelto a elevar el

nivel de exigencia. Las valoraciones dejan menos margen para el error y aumentan la dependencia de que el crecimiento esperado termine materializándose.

Durante el segundo trimestre, el mercado cambió de miedo. Nuestro trabajo consiste en distinguir qué riesgos han disminuido realmente, cuáles simplemente han quedado fuera del foco y si la rentabilidad esperada sigue compensando el riesgo asumido.

Un trimestre en dos actos

Los mercados comenzaron el segundo trimestre condicionados por los mismos riesgos que habían marcado el cierre del primero. La guerra entre Estados Unidos e Irán había provocado una fuerte subida del petróleo, elevado las expectativas de inflación y obligado a reconsiderar una de las principales premisas con las que muchos inversores habían comenzado el año: la posibilidad de que los bancos centrales continuasen reduciendo los tipos de interés.

Durante varias semanas, la evolución de los activos financieros dependió menos de los resultados empresariales que de acontecimientos difíciles de anticipar: la intensidad del conflicto, la seguridad de las rutas energéticas, la duración de las interrupciones y la capacidad de otros productores para compensar una eventual reducción de la oferta.

Como explicamos en la carta anterior, el petróleo era el principal mecanismo de transmisión entre la geopolítica y la economía. No hace falta volver a desarrollar todos sus efectos. Lo relevante este trimestre es que, a medida que disminuyó el riesgo de una interrupción prolongada del suministro y avanzaron las negociaciones, la prima incorporada al precio del crudo comenzó a reducirse.

El Brent, que había subido con fuerza durante las primeras fases del conflicto, retrocedió un 19,3% en abril y un 20,8% en mayo, devolviendo prácticamente todo el incremento acumulado desde el comienzo de la escalada.

La desaparición de una parte importante de esa prima geopolítica produjo un cambio rápido en las expectativas. El mercado dejó de preguntarse cuánto podía aumentar la inflación y volvió a concentrarse en la fortaleza de la economía, la evolución de los beneficios empresariales y el crecimiento de la inversión tecnológica.

Comenzaba el segundo acto del trimestre.

La recuperación no se apoyó únicamente en el alivio energético. Los datos económicos siguieron mostrando una actividad resistente, las empresas conservaron una elevada capacidad para proteger sus márgenes y las previsiones de resultados mejoraron.

Este último elemento fue especialmente relevante. Normalmente, las estimaciones de beneficios tienden a disminuir a medida que avanza el trimestre. Las empresas actualizan sus previsiones, los analistas incorporan nueva información y el listón inicial se ajusta a la baja. Durante el segundo trimestre ocurrió lo contrario.

Las estimaciones de beneficio por acción para las compañías del S&P 500 aumentaron un 3,4% entre finales de marzo y finales de junio. El crecimiento interanual esperado para el conjunto del índice pasó de aproximadamente el 18,8% al inicio del trimestre a algo más del 23% al cierre. Las previsiones de ingresos también mejoraron, desde un crecimiento esperado del 9,5% hasta alrededor del 12,2%.

Por tanto, la subida de las bolsas no respondió exclusivamente a una expansión de las valoraciones o a una mayor disposición de los inversores a asumir riesgo. También mejoraron los fundamentales esperados.

La diferencia importa. Cuando los precios aumentan sin que cambien los beneficios previstos, las valoraciones se encarecen y disminuye el margen de seguridad. Cuando los beneficios crecen al mismo tiempo, una parte de la subida encuentra apoyo en la evolución del negocio.

Eso no significa que las valoraciones hayan dejado de ser exigentes. Significa que el avance del mercado tuvo más respaldo empresarial del que sugeriría una lectura basada únicamente en el entusiasmo.

La renta variable estadounidense respondió con una de sus recuperaciones trimestrales más intensas de los últimos años. El S&P 500 y el Nasdaq-100 registraron su mejor trimestre desde el segundo trimestre de 2020.

El liderazgo volvió a concentrarse inicialmente en las grandes compañías tecnológicas y en los negocios más vinculados a la inversión en inteligencia artificial. Semiconductores, memoria, centros de datos e infraestructura digital recuperaron con rapidez el protagonismo.

La lógica era sencilla. Mientras persistían las dudas sobre la velocidad a la que muchas aplicaciones finales conseguirían monetizar la inteligencia artificial, la demanda de infraestructura era visible. Las grandes plataformas seguían aumentando sus inversiones y ese gasto se traducía en pedidos de procesadores, memoria, redes, almacenamiento y equipamiento para centros de datos.

Los proveedores no necesitaban demostrar todavía qué aplicación terminaría siendo la ganadora. Se beneficiaban de la necesidad inmediata de construir la capacidad que todas ellas utilizarían.

El comportamiento de los semiconductores reflejó esa expectativa. El índice de semiconductores de Filadelfia acumuló ganancias de dos dígitos en abril, mayo y junio y terminó el trimestre con una subida cercana al 88%, la mayor desde su creación en 1994.

Un movimiento de esa magnitud contiene dos mensajes. El primero es que las expectativas de crecimiento relacionadas con la inteligencia artificial aumentaron de forma muy significativa. El segundo es que el nivel de exigencia también lo hizo.

Durante las últimas semanas del trimestre aparecieron, además, señales de una participación algo más amplia. Las compañías de menor capitalización recuperaron terreno, los índices equiponderados mejoraron y algunos sectores que habían quedado rezagados empezaron a comportarse mejor. Industriales, entidades financieras y compañías más sensibles a la actividad económica participaron progresivamente en la subida. Nueve de los once sectores del S&P 500 terminaron el trimestre en positivo y el liderazgo comenzó a ampliarse durante junio.

La evolución es constructiva porque una subida sostenida por un grupo reducido de compañías aumenta la dependencia del conjunto respecto a ellas. Una participación más amplia reduce parcialmente esa vulnerabilidad y puede indicar que los inversores están descontando algo más que el crecimiento de la inteligencia artificial.

Pero conviene no confundir una ampliación del mercado con la desaparición de la concentración. Las grandes compañías tecnológicas siguieron teniendo un peso determinante y la inteligencia artificial continuó siendo la principal narrativa de inversión. Lo que cambió al final del trimestre fue que dejaron de avanzar solas.

La calidad de la subida mejoró. Sus riesgos no desaparecieron.

Inteligencia artificial: de la inversión a la distribución de beneficios

Durante los últimos trimestres hemos dedicado una parte importante de estas cartas a la inteligencia artificial. No porque sea el único factor que mueve los mercados, sino porque pocas tecnologías han concentrado en tan poco tiempo tanta inversión, tantas expectativas y tantas dudas.

La evolución del debate ha sido clara.

A finales de 2025 nos preguntábamos si las enormes cantidades de capital comprometidas para construir centros de datos, desarrollar semiconductores y ampliar la capacidad energética podrían generar una rentabilidad suficiente. La comparación con el ferrocarril nos sirvió para recordar que una tecnología puede transformar profundamente la economía y, al mismo tiempo, provocar pérdidas entre quienes financian una expansión excesiva o pagan un precio demasiado alto.

En el primer trimestre analizamos una segunda cuestión: la posible amenaza de los agentes de inteligencia artificial para determinadas compañías de software. Si un agente puede utilizar una aplicación en nombre del usuario, algunas barreras relacionadas con la interfaz, el aprendizaje del producto o el número de licencias pueden perder valor.

No necesitamos repetir ahora aquellos argumentos. La novedad del segundo trimestre es otra.

La inversión sigue aumentando. La demanda de capacidad computacional continúa siendo elevada. Los fabricantes de chips y memoria han mejorado sus previsiones. Las grandes plataformas siguen destinando cantidades extraordinarias a centros de datos, energía y redes. Y las estimaciones de beneficios han aumentado en lugar de reducirse.

La pregunta, por tanto, ya no es solo si la inteligencia artificial transformará la economía ni si algunas compañías pueden verse perjudicadas.

La pregunta es dónde se están acumulando realmente los beneficios.

La inteligencia artificial parece digital, pero sus necesidades son profundamente físicas.

Los modelos requieren semiconductores avanzados para realizar cálculos. Esos procesadores necesitan memoria para almacenar y mover información. Los servidores deben conectarse mediante redes cada vez más rápidas. Todo ese equipamiento tiene que instalarse en centros de datos, refrigerarse y recibir un suministro eléctrico continuo y fiable.

Esta realidad ha ampliado la cadena de valor mucho más allá de los grandes fabricantes de chips. Empresas industriales, eléctricas, fabricantes de equipamiento, proveedores de redes, compañías de refrigeración y productores de materiales participan ahora en una inversión que atraviesa numerosos sectores.

Durante el trimestre, el mercado volvió a premiar especialmente a quienes proporcionan la infraestructura más escasa.

No todos los componentes tienen el mismo valor ni la misma capacidad para capturar rentabilidad. Cuando la demanda crece más rápido que la oferta, los beneficios suelen concentrarse en los puntos de la cadena cuya capacidad resulta más difícil de ampliar.

Construir una nueva fábrica de semiconductores exige años, miles de millones de dólares, conocimientos técnicos muy especializados y una red de proveedores difícil de replicar. Ampliar una red eléctrica tampoco es inmediato: requiere permisos, terrenos, equipos, financiación y conexiones que pueden tardar años en entrar en funcionamiento.

Esa lentitud otorga poder de negociación a quienes controlan recursos escasos.

Por ahora, buena parte de los beneficios parece concentrarse en los proveedores de capacidad. Los fabricantes de semiconductores avanzados se benefician del aumento de la demanda. Las empresas de memoria encuentran un mercado dispuesto a pagar más por componentes críticos. Los fabricantes de equipamiento aumentan sus carteras de pedidos. Y las compañías eléctricas reciben solicitudes de conexión que, en algunos casos, superan la capacidad disponible.

La electricidad puede terminar convirtiéndose en uno de los cuellos de botella más importantes.

Las compañías tecnológicas no buscan solo terrenos donde construir centros de datos. Buscan lugares en los que exista capacidad eléctrica suficiente y en los que puedan garantizar un suministro continuo durante décadas. El acceso a energía abundante, barata y fiable puede convertirse en una ventaja competitiva para regiones, países y empresas.

De alguna forma, la inteligencia artificial está convirtiendo la electricidad en una materia prima tecnológica.

La necesidad de producir más energía de forma estable está favoreciendo la ampliación de redes, la extensión de la vida útil de centrales existentes, la construcción de nueva capacidad de generación, el desarrollo de renovables y el regreso del interés por la energía nuclear.

La revolución digital necesita una transformación energética que la acompañe.

Aquí aparece una paradoja relevante. La inteligencia artificial promete aumentar la productividad y reducir costes en numerosas actividades. Pero construir la infraestructura necesaria exige, en una primera fase, enormes cantidades de capital, energía, materiales y mano de obra especializada.

A largo plazo, las ganancias de productividad podrían ser desinflacionistas. A corto plazo, la inversión necesaria para obtenerlas puede generar justamente lo contrario.

Esta tensión conecta la tecnología con el resto del escenario macroeconómico. La inversión en inteligencia artificial sostiene el crecimiento y mejora las expectativas de beneficios, pero también aumenta la demanda de recursos escasos. Por eso una buena noticia para las empresas puede no serlo de la misma manera para los bonos.

El segundo trimestre también mostró una mayor diferenciación entre compañías.

Los proveedores de infraestructura continuaron beneficiándose de una demanda visible. Las grandes plataformas mantuvieron una posición privilegiada gracias a su capital, su base de clientes, sus datos y su capacidad para integrar nuevas herramientas en productos ya existentes. En cambio, algunas compañías cuyo modelo depende de mantener una relación directa con el usuario siguieron enfrentándose a más preguntas.

Podemos ordenar el análisis en tres grupos.

El primero está formado por los beneficiarios directos de la inversión: fabricantes de semiconductores, memoria, equipos de fabricación, servidores, redes, sistemas eléctricos, refrigeración y capacidad energética.

Su ventaja actual es que la demanda existe antes de saber qué aplicación acabará imponiéndose. Las grandes compañías tecnológicas pueden competir por desarrollar el mejor modelo, pero todas necesitan capacidad computacional. Esa carrera favorece a los proveedores.

El riesgo es que el éxito atraiga demasiada oferta. Cuanto mayores sean los beneficios, más capital entrará en el sector. Se construirán nuevas fábricas, aparecerán alternativas y aumentará la capacidad.

La escasez de hoy puede convertirse en la sobrecapacidad de mañana.

Todavía no parece que hayamos llegado a ese punto. Los pedidos continúan creciendo, algunos segmentos siguen teniendo capacidad limitada y muchos proyectos necesitan años para ejecutarse. Pero la posibilidad debe formar parte del análisis antes de que se haga evidente.

El segundo grupo incluye negocios potencialmente amenazados por la automatización.

En la carta anterior analizamos el riesgo para determinadas compañías de software: menos licencias si una persona puede realizar el trabajo que antes necesitaban varias; menor valor de la interfaz si un agente utiliza la aplicación en nombre del usuario; y barreras de entrada más débiles si desarrollar determinadas funcionalidades se vuelve más sencillo.

La novedad ahora es que el mercado empieza a comprobar que no todas las ventajas competitivas eran igual de resistentes.

Las herramientas horizontales, las aplicaciones fáciles de replicar y los modelos basados principalmente en cobrar por usuario parecen más expuestos. Sin embargo, eso no significa que el software vaya a desaparecer ni que todas las compañías del sector afronten el mismo riesgo.

El tercer grupo está formado por negocios potencialmente resistentes e incluso reforzados por la propia inteligencia artificial.

Algunas aplicaciones forman parte de procesos críticos, almacenan información histórica, conectan distintas áreas de una organización y están profundamente integradas en la operativa del cliente. Sustituirlas no consiste en instalar un programa nuevo. Puede exigir migrar grandes cantidades de datos, rediseñar procesos, adaptar sistemas de seguridad, formar equipos y asumir el riesgo de que algo falle.

En esos casos, los costes de sustitución siguen siendo elevados.

También importa la propiedad de los datos. Una compañía que dispone de información exclusiva y de una gran base de clientes puede utilizarla para mejorar sus modelos, ofrecer servicios difíciles de replicar y distribuir nuevas herramientas con rapidez.

Por eso la conclusión no debe ser que la inteligencia artificial destruirá el software. La conclusión es que obliga a distinguir entre barreras competitivas reales y barreras que parecían fuertes porque la tecnología todavía no había encontrado la forma de atravesarlas.

Hasta ahora, gran parte del debate había girado alrededor de expectativas. Pero una inversión solo puede mantenerse durante mucho tiempo si termina generando ingresos y beneficios.

Esta ha sido una de las señales más relevantes del trimestre.

Al comenzar el segundo trimestre, los analistas esperaban que los beneficios del S&P 500 aumentaran aproximadamente un 18,8% respecto al año anterior. Al terminar junio, la previsión se situaba algo por encima del 23%.

La mejora se concentró especialmente en energía y tecnología, con una contribución muy importante de los semiconductores.

Esto proporciona un respaldo real a una parte de la inversión. La inteligencia artificial no está generando únicamente promesas: está generando pedidos, ventas y beneficios en determinados eslabones de la cadena.

Las compañías que venden capacidad computacional aumentan ingresos. Los fabricantes de memoria se benefician de una demanda superior. Los proveedores de infraestructura reciben nuevos proyectos. Las grandes plataformas continúan mostrando crecimiento en sus negocios vinculados a la nube.

La inversión ya está dejando una huella visible en la economía.

Pero esa mejora también aumenta la dependencia de que el crecimiento continúe.

Cuando las expectativas eran bajas, bastaba con demostrar que la inteligencia artificial podía generar ingresos. Ahora el mercado espera crecimientos muy elevados. Las compañías no solo tienen que crecer; tienen que hacerlo al ritmo que ya está incorporado en sus valoraciones.

Además, una parte importante de la mejora del beneficio tecnológico procede de los fabricantes de chips y memoria. Si eliminamos su contribución, el crecimiento sigue siendo positivo, aunque mucho menos extraordinario.

Eso recuerda que el avance está más concentrado de lo que parece y que la continuidad de la inversión en infraestructura sigue siendo decisiva. Mientras las grandes plataformas mantengan sus planes de gasto, los proveedores seguirán recibiendo pedidos. Si alguna decide moderarlos porque la rentabilidad obtenida no cumple sus expectativas, el efecto puede propagarse con rapidez por toda la cadena.

La mejora de los ingresos y los beneficios reduce parte del riesgo que planteábamos a finales de 2025. Muchas compañías vinculadas a la infraestructura de inteligencia artificial generan grandes cantidades de caja, ocupan posiciones competitivas sólidas y tienen clientes dispuestos a invertir.

Pero la existencia de beneficios no convierte cualquier valoración en razonable.

Una tecnología puede transformar la economía y generar, al mismo tiempo, inversiones decepcionantes en determinadas áreas. Crear valor para la sociedad y capturarlo para el accionista no son exactamente lo mismo.

La siguiente fase será más exigente.

Hasta ahora, el mercado ha premiado principalmente a quienes construyen la infraestructura. Con el tiempo, tendrá que valorar quién utiliza mejor esa infraestructura.

Es posible que las mayores ganancias de productividad no terminen concentrándose en quienes desarrollan los modelos, sino en compañías tradicionales capaces de utilizarlos para reducir costes, mejorar procesos o aumentar la producción.

La inteligencia artificial ya no necesita demostrar que puede transformar la economía.

Necesita demostrar quién puede capturar de forma sostenible el valor de esa transformación.

Crédito privado: grietas, no colapso

En la carta del primer trimestre dedicamos un capítulo al crecimiento del crédito privado y a los riesgos que podían acumularse detrás de una aparente estabilidad. Entonces señalábamos que el verdadero examen no llegaría necesariamente con una caída brusca de la actividad, sino cuando muchas de las operaciones financiadas durante los años de tipos bajos tuvieran que demostrar que podían convivir con un coste del dinero mucho más elevado.

El segundo trimestre ha ofrecido nuevas señales en esa dirección.

No se ha producido una crisis generalizada, una paralización del mercado ni un contagio evidente hacia el sistema financiero. Sin embargo, han aumentado las renegociaciones, las extensiones de vencimientos, los pagos de intereses en especie y las diferencias de valoración entre gestores.

Las grietas son más visibles, aunque el edificio continúa en pie.

No hace falta volver a reconstruir toda la historia del mercado. La cuestión relevante ahora es qué ocurre cuando una estructura diseñada durante años de financiación barata se enfrenta durante más tiempo a tipos elevados.

Muchas operaciones que hoy generan dudas se originaron entre 2020 y 2022. Las valoraciones empresariales eran altas, el coste de la deuda era bajo y las previsiones asumían que el crecimiento permitiría absorber niveles importantes de apalancamiento.

Las condiciones cambiaron. Gran parte de la deuda privada está contratada a tipo variable y empezó a pagar intereses mucho más elevados. El impacto no apareció de inmediato: algunas compañías disponían de liquidez, otras habían contratado coberturas y muchas pudieron trasladar parte de sus costes a los clientes.

Además, el crédito privado cuenta con una ventaja real frente a los mercados públicos: la posibilidad de negociar directamente con el prestatario.

Esa flexibilidad permite ganar tiempo.

Pero ganar tiempo no equivale necesariamente a resolver un problema.

Cada trimestre con tipos elevados consume una parte mayor del flujo de caja de las empresas endeudadas. El dinero destinado a pagar intereses deja de estar disponible para invertir, contratar, desarrollar productos o reducir deuda.

Una compañía puede seguir cumpliendo formalmente sus obligaciones y, al mismo tiempo, encontrarse en una situación financiera cada vez más débil. Por eso las tasas oficiales de incumplimiento ofrecen una imagen incompleta. El deterioro del crédito suele ser gradual. Primero disminuye la capacidad de absorber imprevistos. Después se modifican los contratos. Más tarde llegan las extensiones de vencimientos o la capitalización de intereses.

El impago es el último paso, no el primero.

Una de las señales que más atención ha recibido es el pago de intereses en especie, conocido como PIK. En lugar de pagar todos los intereses en efectivo, la empresa incorpora una parte al saldo pendiente de la deuda. Conserva liquidez y obtiene más tiempo para recuperar su capacidad financiera.

La herramienta puede ser razonable ante una dificultad temporal. El problema aparece cuando una solución excepcional se convierte en una práctica recurrente.

Si los intereses se incorporan repetidamente al préstamo, la deuda aumenta aunque la empresa no reciba dinero nuevo. Además, existe una diferencia importante entre reconocer un ingreso y cobrarlo. El prestamista puede contabilizar los intereses capitalizados como rentabilidad, aunque todavía no haya recibido efectivo.

Esa rentabilidad será real únicamente si la empresa termina devolviendo la deuda, consigue refinanciarse o se vende por un valor suficiente.

Las extensiones de vencimientos plantean una cuestión parecida. Ampliar el plazo puede evitar una venta forzada y dar tiempo a la compañía para mejorar resultados. Pero una extensión no aumenta las ventas, no mejora los márgenes y no genera caja. Solo cambia el calendario.

La diferencia entre una solución razonable y una reestructuración encubierta dependerá de lo que ocurra durante el tiempo adicional.

El crédito privado conecta, además, con otro de los temas que analizamos en el primer trimestre: el posible impacto de la inteligencia artificial sobre determinadas compañías de software.

Durante los años de tipos bajos, el software parecía especialmente adecuado para soportar deuda. Muchas empresas disponían de ingresos recurrentes, renovaciones previsibles, márgenes elevados y escasas necesidades de

inversión física. Esas características proporcionaban visibilidad y permitían financiar adquisiciones con niveles importantes de apalancamiento.

El modelo funcionaba mientras se mantuvieran dos condiciones: que los ingresos continuasen creciendo y que la deuda pudiera refinanciarse a un coste razonable.

La inteligencia artificial ha obligado a revisar la primera hipótesis. Los tipos elevados han deteriorado la segunda.

No todas las compañías de software afrontan el mismo riesgo. Las empresas con datos propietarios, funciones críticas, una integración profunda en los procesos del cliente y costes de sustitución elevados pueden mantener ventajas importantes. Otras, en cambio, pueden enfrentarse a una combinación incómoda de menor crecimiento, mayor competencia, presión sobre el número de licencias, tipos elevados y valoraciones iniciales exigentes.

El problema no es solo que una empresa pueda crecer menos. Es que una reducción moderada de las expectativas tiene un efecto mucho mayor cuando existe un nivel elevado de deuda.

En los mercados cotizados, el cambio suele reflejarse con rapidez en los precios. En el crédito privado, el ajuste es más lento porque los préstamos no cotizan continuamente y sus valoraciones se revisan de forma periódica.

Que un precio no cambie cada día no significa que el valor permanezca intacto.

Durante el segundo trimestre aumentaron las diferencias entre las valoraciones asignadas a determinados préstamos. Esa dispersión no significa necesariamente que unas entidades valoren bien y otras mal. Los activos privados no tienen un precio único observable y cada gestor utiliza hipótesis distintas.

Sin embargo, cuanto mayor es la diferencia, más importante resulta entender qué crecimiento se espera, cuánto valor se atribuye a las garantías, qué probabilidad de recuperación se considera y cómo se incorpora el aumento del coste financiero.

La estabilidad contable no debe confundirse con ausencia de riesgo.

También seguimos observando la relación entre la liquidez que algunos vehículos ofrecen y la que pueden proporcionar sus activos. Limitar reembolsos no implica necesariamente una crisis; en muchas estructuras, esos mecanismos protegen a los inversores que permanecen y evitan ventas precipitadas. Aun así, una diferencia persistente entre la liquidez esperada y la liquidez real merece atención.

La iliquidez suele permanecer invisible mientras nadie necesita vender.

En España, la situación continúa siendo distinta de la estadounidense. El crédito bancario mantiene un papel central y, según el Banco de España, la importancia sistémica del crédito privado sigue siendo limitada frente a otras fuentes de financiación. Esto evita extrapolaciones excesivas.

Sin embargo, el crecimiento ha sido rápido y buena parte de la oferta procede de prestamistas internacionales. Una empresa española puede depender de un fondo extranjero cuyas decisiones respondan a las condiciones de otros mercados. El tamaño actual no justifica hablar de una amenaza sistémica inmediata, pero sí aconseja seguir la evolución de la concentración y de las conexiones internacionales.

Por ahora, una suma de problemas individuales no constituye una crisis generalizada.

Para hablar de un cambio más profundo tendríamos que observar un aumento amplio de los impagos, ventas forzadas, paralización de nuevas operaciones,

dificultades de financiación para los propios fondos, pérdidas relevantes en bancos o aseguradoras o un contagio persistente hacia los mercados cotizados.

Esas señales no aparecen de forma generalizada.

El mercado continúa financiando empresas, los gestores siguen captando capital y muchas compañías mantienen capacidad para cumplir sus obligaciones. Pero las mismas herramientas que permiten absorber una dificultad temporal también pueden aplazar el reconocimiento de un problema.

La selección vuelve a importar.

No todos los préstamos tienen la misma calidad. No todos los contratos ofrecen las mismas protecciones. No todos los gestores valoran los activos con el mismo grado de prudencia. Y no todas las rentabilidades compensan el riesgo y la iliquidez asumidos.

Las grietas existen y son más visibles que hace tres meses. Por ahora, no han provocado un colapso.

Inflación y bancos centrales: el final de la desinflación cómoda

El segundo trimestre dejó otra enseñanza: la desinflación ha dejado de ser un proceso sencillo y predecible.

A finales de 2025, el escenario parecía relativamente claro. La inflación había descendido desde sus máximos, las cadenas de suministro funcionaban con normalidad y los bancos centrales disponían de más margen para avanzar hacia una política monetaria menos restrictiva.

Durante los primeros meses de 2026, esa trayectoria se complicó.

La economía estadounidense resistía mejor de lo esperado. La inversión empresarial seguía siendo elevada. El desarrollo de la inteligencia artificial impulsaba la construcción de centros de datos, la compra de semiconductores, la demanda eléctrica y el gasto en infraestructura. Al mismo tiempo, algunos componentes de la inflación continuaban mostrando más persistencia de la prevista.

Después llegó la energía.

La carta anterior ya explicó cómo un aumento del petróleo puede trasladarse hacia la inflación, los márgenes empresariales, el consumo y las expectativas. La novedad del segundo trimestre no fue ese mecanismo, sino la rapidez con la que su intensidad cambió.

Durante los momentos de mayor tensión, el mercado llegó a contemplar una interrupción prolongada del suministro. El petróleo subió, las expectativas de inflación aumentaron y los bonos sufrieron. Posteriormente, la continuidad de los flujos energéticos y las señales de desescalada redujeron parte de la prima de riesgo. El crudo corrigió y los mercados recuperaron terreno.

Pero la amenaza dejó una enseñanza: la energía vuelve a ser una variable capaz de modificar las expectativas sobre crecimiento, inflación y tipos.

El segundo trimestre terminó sin que se materializara el escenario más extremo, pero la inflación seguía siendo incómoda. Los componentes más persistentes, especialmente los servicios, continuaban moderándose con lentitud.

Reducir la inflación desde niveles extraordinariamente elevados puede resultar relativamente rápido cuando desaparecen los cuellos de botella, bajan las materias primas y se normaliza la oferta. Volver de forma estable al objetivo exige algo más. Requiere que se moderen salarios, servicios y expectativas sin provocar un deterioro excesivo de la economía.

Esa fase es más lenta.

La Reserva Federal mantuvo en junio el tipo oficial entre el 3,50% y el 3,75%. La actividad económica continuaba avanzando a un ritmo sólido, la inversión y la productividad mantenían fortaleza y el mercado laboral no mostraba un deterioro suficiente para justificar una relajación rápida. Al mismo tiempo, la inflación permanecía por encima del objetivo.

La decisión más razonable era esperar.

Pero mantener los tipos sin cambios no significa mantener constante el efecto de la política monetaria. Cada mes, nuevas empresas refinancian deuda, las familias contratan hipotecas a tipos más elevados y los proyectos de inversión deben superar un coste de capital superior.

Los tipos dejan una huella acumulativa.

Por eso el debate actual no depende únicamente de cuál será la próxima decisión de la Fed. También depende de cuánto tiempo permanecerán elevados los tipos y de cuánta deuda tendrá que refinanciarse durante ese periodo.

La inteligencia artificial introduce, además, una paradoja.

A largo plazo, puede aumentar la productividad, permitir que las empresas produzcan más con los mismos recursos y reducir costes. Ese sería un escenario favorable para el crecimiento, los salarios y la inflación.

Pero la transición exige invertir antes de obtener todos esos beneficios. Las empresas necesitan comprar semiconductores, instalar servidores, ampliar centros de datos, reforzar redes eléctricas, contratar trabajadores especializados y asegurar el suministro energético.

La mejora de productividad llega después.

En la primera fase aumenta la demanda de capital, materiales, energía y talento. Si la oferta no responde con la misma rapidez, aparecen cuellos de botella y presiones sobre los precios.

La inteligencia artificial puede ser desinflacionista a largo plazo y, al mismo tiempo, inflacionista durante su construcción.

Europa afronta un problema parecido desde una posición más vulnerable.

El continente depende más de las importaciones de energía y dispone de menos capacidad para compensar internamente un aumento del precio del petróleo. Cuando sube el coste de la energía importada, una parte mayor de la renta sale de la economía. Las familias disponen de menos dinero para consumir y las empresas pagan más por producir.

El resultado puede ser simultáneamente inflacionista y contractivo.

En junio, el Banco Central Europeo elevó sus tipos oficiales en 25 puntos básicos. La decisión reflejó el deterioro de las perspectivas de inflación y el riesgo de que el aumento de los costes energéticos se trasladase a otros componentes. Al mismo tiempo, las previsiones de crecimiento se revisaron a la baja.

La diferencia respecto a Estados Unidos resulta relevante.

La Fed mantenía los tipos porque el crecimiento era sólido y la inflación continuaba elevada.

El BCE los elevaba en una economía más débil porque el shock energético amenazaba con retrasar la vuelta al objetivo.

Ambos bancos centrales intentaban preservar la estabilidad de precios, pero el coste económico potencial era distinto.

Los tipos oficiales, además, son solo una parte del coste de financiación. Muchas decisiones económicas dependen de las rentabilidades a largo plazo:

una empresa que emite deuda, una familia que contrata una hipoteca, un gobierno que financia infraestructuras o un inversor que valora una compañía.

Esas rentabilidades incorporan expectativas sobre inflación, crecimiento y tipos futuros, pero también una compensación por la incertidumbre y por el volumen de deuda que el mercado debe absorber.

Por eso los tipos largos pueden permanecer elevados incluso cuando los bancos centrales se aproximan al final de un ciclo restrictivo.

La consecuencia para la renta fija es ambivalente.

Los bonos vuelven a ofrecer cupones relevantes y una rentabilidad inicial capaz de absorber parte de los movimientos adversos. También pueden proteger si la economía se debilita y las rentabilidades descienden.

Pero aumentar duración sigue siendo una decisión, no una consecuencia automática de que los bancos centrales hayan dejado de subir tipos.

La duración puede proteger ante una desaceleración.

Puede sufrir si la inflación vuelve a sorprender al alza o si aumenta la prima exigida para financiar déficits elevados.

La renta fija vuelve a ser útil.

No vuelve a ser sencilla.

Qué significa este entorno para las carteras

El segundo trimestre terminó con una combinación aparentemente favorable: crecimiento resistente, previsiones de beneficios al alza, inversión tecnológica elevada y una participación bursátil algo más amplia.

Pero también terminó con valoraciones exigentes, bancos centrales poco dispuestos a declarar la victoria sobre la inflación y señales de presión en algunos segmentos del crédito.

La combinación exige equilibrio.

En renta variable, la mejora de los beneficios ofrece un apoyo más sólido que una subida basada únicamente en la expansión de múltiplos. También es positivo que el avance haya empezado a extenderse hacia más sectores y compañías.

Sin embargo, la concentración sigue siendo elevada y una parte importante de las expectativas depende de que continúe el gasto vinculado a la inteligencia artificial.

Por eso resulta más importante distinguir entre compañías que participan en una narrativa y compañías capaces de convertir esa tendencia en beneficios sostenibles.

Los proveedores de recursos escasos pueden seguir beneficiándose de la inversión. Las grandes plataformas cuentan con ventajas de capital, distribución y datos. Algunas empresas tradicionales podrán utilizar la inteligencia artificial para mejorar productividad y márgenes.

Pero ninguna de estas ventajas elimina la importancia del precio.

Cuanto más exigente es la valoración, menor es la protección frente a una desaceleración, un aumento de la competencia o una revisión a la baja de las expectativas.

En renta fija, los cupones actuales vuelven a proporcionar una fuente relevante de rentabilidad. Esto mejora el punto de partida respecto a los años de tipos cercanos a cero y permite obtener ingresos sin depender exclusivamente de una caída de las rentabilidades.

Aun así, la duración debe gestionarse con prudencia. Los vencimientos largos pueden proteger ante una desaceleración, pero también sufrir si la inflación

vuelve a sorprender al alza o si aumenta la prima exigida por financiar déficits elevados.

En crédito, la dispersión ofrece oportunidades, pero obliga a ser más selectivos. Los tipos altos aumentan los ingresos para el prestamista y deterioran al mismo tiempo la capacidad de pago de las empresas más endeudadas.

La rentabilidad adicional solo es atractiva cuando compensa el riesgo de pérdida, la menor liquidez y la calidad de las protecciones contractuales.

Una prima más elevada no siempre representa una oportunidad. A veces es simplemente el precio de un riesgo mayor.

La liquidez conserva valor estratégico. No solo reduce la necesidad de vender en un momento desfavorable. Permite actuar cuando aparecen oportunidades y evita depender de que todos los activos puedan convertirse en efectivo al mismo tiempo.

La diversificación, por último, necesita entenderse de una forma más amplia.

Combinar acciones y bonos sigue siendo razonable, pero no basta con asumir que ambos activos se moverán siempre en direcciones opuestas. En un shock de oferta, la renta variable puede sufrir por el impacto sobre el crecimiento mientras los bonos caen por el repunte de la inflación.

Por eso importa diversificar entre fuentes de rentabilidad, sensibilidades económicas, horizontes temporales y tipos de riesgo.

No buscamos una cartera que funcione únicamente si acertamos el escenario central.

Buscamos una cartera que pueda participar en un entorno favorable, proteger capital cuando aumentan los riesgos y conservar capacidad de adaptación cuando las probabilidades cambian.

Qué vigilarémos durante el tercer trimestre

Los mercados cerraron el segundo trimestre en una posición mucho más favorable de la que parecía probable durante los momentos de mayor tensión. Pero ninguna de las cuestiones analizadas ha desaparecido.

El tercer trimestre comienza con fundamentales razonablemente sólidos, expectativas elevadas y riesgos capaces de interactuar entre sí.

La primera referencia seguirá siendo la energía.

No observaremos únicamente el precio del petróleo, sino la relación entre ese precio y el funcionamiento real de los flujos energéticos. Una prima geopolítica puede provocar volatilidad durante unos días. Una reducción persistente del tráfico, un aumento de los costes de los seguros o una caída efectiva de las exportaciones tendría consecuencias económicas más profundas.

La segunda referencia será la inflación subyacente.

El aumento del petróleo puede elevar con rapidez la inflación general, pero la cuestión importante es si el encarecimiento permanece concentrado en energía y transporte o si empieza a trasladarse hacia salarios, bienes y servicios.

La tercera serán los tipos a largo plazo.

Una subida de las rentabilidades no tiene el mismo significado si responde a mejores expectativas de crecimiento que si procede de un repunte de la inflación, una mayor oferta de deuda o un aumento de la prima por plazo. La causa importa. La velocidad también.

La cuarta prueba será la temporada de resultados.

Las compañías vinculadas a la inteligencia artificial tendrán que demostrar que el gasto sigue generando crecimiento. Las grandes plataformas deberán justificar la rentabilidad de sus inversiones; los proveedores de infraestructura,

confirmar que la demanda continúa siendo sólida; y las empresas de software, mostrar qué ventajas competitivas siguen resistiendo.

También será importante comprobar si la mejora de los beneficios se extiende más allá de los semiconductores y de las grandes compañías tecnológicas. Una ampliación hacia industriales, consumo, servicios financieros y otros sectores reforzaría la calidad del avance.

La quinta referencia será la evolución del crédito.

No observaremos únicamente las tasas oficiales de impago. Prestaremos atención a las extensiones, los pagos en especie, las rebajas de valoración, las solicitudes de reembolso y las diferencias entre gestores.

Mientras las tensiones permanezcan concentradas, las reestructuraciones sean manejables y no aparezcan ventas forzadas ni problemas significativos de liquidez, podremos seguir hablando de un proceso de selección.

El escenario cambiaría si las dificultades se extendieran simultáneamente entre sectores, si aumentaran los impagos o si el deterioro de los mercados públicos no encontrara reflejo en las valoraciones privadas.

Ninguna de estas variables necesita deteriorarse de forma extrema para afectar a los mercados. El riesgo aumenta cuando varias variables cambian en la misma dirección y se refuerzan entre sí.

Un petróleo más alto puede elevar la inflación. Una inflación más persistente puede mantener los tipos elevados. Unos tipos altos pueden reducir las valoraciones y aumentar los costes de financiación. Y unos beneficios más débiles pueden limitar la capacidad de las empresas para absorber ese encarecimiento.

La combinación importa más que cada elemento por separado.

Prepararse no es predecir

Durante el segundo trimestre, el mercado cambió de miedo.

Comenzó preocupado por la guerra, el petróleo y la posibilidad de que la inflación obligara a mantener una política monetaria más restrictiva.

Terminó concentrado en la inteligencia artificial, la mejora de los beneficios y la resistencia del crecimiento.

Ese cambio no eliminó los riesgos anteriores.

Cambió su orden.

La reducción de la prima geopolítica permitió que los fundamentales empresariales recuperasen protagonismo. La inversión tecnológica empezó a dejar una huella más visible en los pedidos, los ingresos y los beneficios. Y la recuperación se amplió hacia más sectores.

Pero el trimestre también elevó el listón.

Los proveedores de infraestructura deben demostrar que la demanda seguirá creciendo. Las plataformas tienen que justificar la rentabilidad de su inversión. Las compañías de software deben mostrar qué ventajas competitivas siguen siendo resistentes. El crédito privado tiene que demostrar que la flexibilidad está resolviendo problemas y no limitándose a aplazarlos. Y los bancos centrales deben gestionar una economía en la que la inflación puede moderarse al mismo tiempo que la inversión genera nuevas presiones sobre recursos escasos.

No sabemos cuál de estos factores dominará el próximo trimestre.

Tampoco necesitamos saberlo con exactitud.

Nuestro trabajo no consiste en adivinar cada cambio de narrativa ni en construir una cartera que dependa de una única previsión.

Consiste en reconocer qué expectativas están incorporadas en los precios, qué condiciones sostienen cada escenario y cuándo la rentabilidad esperada deja de compensar el riesgo asumido.

Prepararse para distintos escenarios no significa elegir uno y descartar todos los demás.

Significa construir carteras capaces de participar en el crecimiento, resistir cuando el entorno cambia y conservar margen para actuar cuando aparecen nuevas oportunidades.

Porque invertir no consiste en eliminar la incertidumbre.

Consiste en convivir con ella sin depender de acertar una sola predicción.