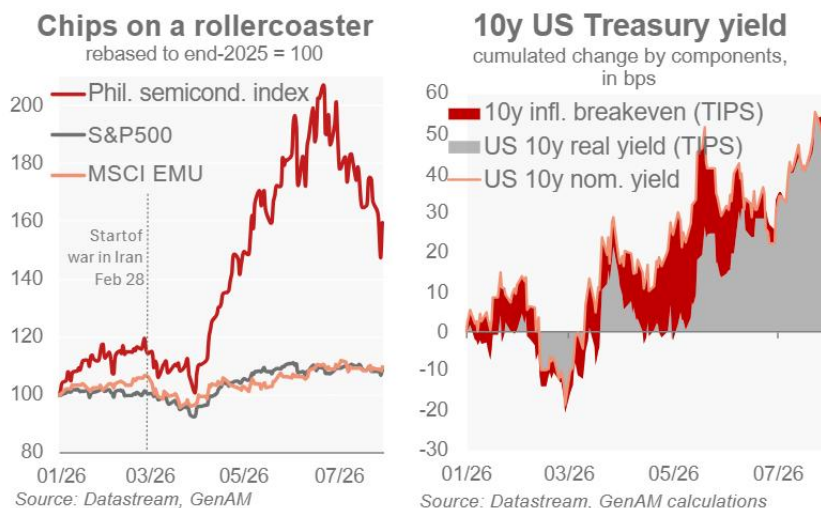


Chips y crudo

- El sólido crecimiento y la resiliencia de los beneficios deberían mantener a los activos de riesgo a flote, pero los chips y el crudo —las preocupaciones recurrentes sobre el boom de la IA y la guerra en Irán— harán que el recorrido sea irregular en unos mercados veraniegos con poca liquidez.
- Los modelos de IA de China, que están mejorando rápidamente, y su avance en equipos de fabricación de chips cuestionan la prima incorporada en los líderes tecnológicos; con índices tan concentrados, cualquier tropiezo mueve ahora los mercados de renta variable. Aun así, la alta dispersión de valores y la ampliación de las mejoras en beneficios están haciendo que los índices sean más robustos.
- El alto el fuego entre EE.UU. e Irán ha colapsado, impulsando los precios de la energía al alza. En nuestro escenario base, vemos una reescalada contenida, sin nuevas subidas del BCE y solo un movimiento retrasado de la Fed; pero unas hostilidades prolongadas volverían a poner sobre la mesa subidas en septiembre.
- Mantenemos una postura prorio riesgo pero recortamos exposición, favoreciendo el crédito frente a la deuda soberana, pese a los spreads ajustados, y manteniendo una postura cauta en duración, especialmente en EE. UU.

El sólido crecimiento global y la fortaleza sostenida de los beneficios empresariales deberían mantener un entorno favorable para los activos de riesgo. Aun así, las dudas persistentes sobre el boom de la IA y la guerra en Irán seguirán manteniéndolos en tensión.



El fuerte crecimiento de las ventas y de los beneficios sigue respaldando las perspectivas para las acciones de IA y semiconductores. Aun así, los inversores continúan cuestionando las elevadas expectativas que ya están incorporadas en sus valoraciones. En julio, el sector sufrió una caída ante el aumento de las preocupaciones por el elevado capex y los riesgos sobre márgenes derivados de la competencia china, después de que la start-up Moonshot AI lanzara su modelo Kimi K3.

Las informaciones de que China ha empezado a producir máquinas domésticas de litografía DUV añadieron presión sobre el proveedor neerlandés ASML. El índice de semiconductores de Filadelfia ha caído alrededor de un 25% desde su máximo de junio (gráfico superior izquierdo), y el Nasdaq 100 casi un 10%. Dado que los índices están tan concentrados en tecnología, estos tropiezos se trasladan rápidamente a una mayor volatilidad del mercado en general. No descartamos a los líderes tecnológicos y de IA, dado el enorme potencial de productividad de la inteligencia artificial, pero preferimos mantener nuestra exposición moderada a renta variable a través de índices más amplios, en lugar de las mega-caps saturadas de flujos.

Mientras tanto, el alto el fuego entre EE.UU. e Irán, alcanzado en junio, se ha roto, lo que ha impulsado al alza los precios de la energía y ha lastrado tanto la renta variable como la renta fija. La economía global, y EE.UU. en particular, han soportado bien el shock hasta ahora. Pero cuanto más tiempo se mantengan elevados los precios de la energía, más restrictiva será la política de los bancos centrales. En nuestro escenario base, la recrudescencia del conflicto se mantiene bajo control y el estrecho de Ormuz se reabre pronto; en ese caso, el BCE mantiene sus tipos y la Fed aplica solo una subida a finales de este año. En el escenario de riesgo, las hostilidades se prolongan y los mercados energéticos siguen bajo presión, lo que inclina a ambos bancos centrales hacia subidas en septiembre.

Posicionamiento: preferencia por crédito, cautela en duración

Por ello, mantenemos —aunque recortamos— nuestra inclinación pro-riesgo durante las semanas de verano, caracterizadas por menor liquidez y peores estacionalidades. Dentro de los activos de riesgo, concentramos la posición en un sobrepeso en crédito frente a deuda soberana (Govies): el carry ofrece un colchón frente a la volatilidad estival, y el crédito ha demostrado resiliencia tanto en cambios del apetito por riesgo como en las oscilaciones cíclicas. Reducimos nuestro sobrepeso en renta variable hasta dejarlo en una posición marginal.

Seguimos siendo prudentes en duración: neutrales en renta fija en euros y ligeramente cortos en EE.UU.. La fuerte oferta y el aumento de las primas por plazo mantienen nuestro sesgo hacia unos rendimientos a largo plazo algo más altos. Un acuerdo de paz más duradero entre EE.UU. e Irán podría aliviar las preocupaciones inflacionarias y las presiones alcistas sobre los rendimientos. Sin embargo, no perseguiríamos un rally brusco de los bonos provocado por una caída del precio del petróleo, dadas las resistencias estructurales derivadas del elevado endeudamiento público y de la presión al alza sobre las primas por plazo. Esto aplica especialmente a los Treasuries estadounidenses a 10 años: los rendimientos reales ahora parecen atractivos tras su subida de 50 pb hasta el 2,4% desde mayo (gráfico superior derecho). Aun así, la compensación por inflación, en torno al 2,25%, es poco convincente, equivalente a la mitad del promedio del 4,5% observado en los últimos cinco años.

10-Year Gvt Bonds	Current*	3M	6M	12M
US Treasuries	4.64	4.70	4.75	4.75
Germany (Bunds)	3.13	3.20	3.20	3.15
Credit Spreads**				
EA IG Non-Financial	76	70	70	70
EA IG Financial	79	70	70	70
Forex				
EUR/USD	1.14	1.15	1.16	1.18
USD/JPY	164	160	158	156
Equities				
S&P500	7386	7480	7550	7705
MSCI EMU	214	216	220	223

*3-day avg. as of 29/07/26 **ICE BofA (OAS)

La reciente fortaleza del dólar estadounidense (USD) podría persistir por ahora, apoyada en la resiliencia de la economía de EE.UU.. Aun así, vemos al EUR/USD desplazándose ligeramente al alza de aquí a final de año, dado que el posicionamiento alcista sobre el dólar parece estirado y una leve recuperación en la segunda mitad en la zona euro debería aportar cierto soporte al euro (EUR).

Thomas Hempell, responsable de análisis macro y de mercados en Generali Investments