

¿Hasta dónde puede llegar aún el auge de la inversión en IA?

La corrección estival de los mercados reavivó el temor de que la inteligencia artificial se estuviera acercando a un máximo cíclico. Sin embargo, la adopción, las carteras de pedidos de infraestructura, las limitaciones de oferta y los primeros indicios de monetización apuntan a que el auge está evolucionando, no llegando a su fin.

Las advertencias de destacadas figuras de la IA sobre los riesgos vinculados a los modelos de vanguardia han contribuido a aumentar la cautela en torno al sector. Las cuestiones de seguridad deben tomarse en serio, pero los incentivos comerciales también cuentan: unas normas más estrictas pueden elevar las barreras de entrada, proteger las ventajas de los operadores establecidos y acelerar la consolidación en torno a las mayores plataformas. Aunque se ralentice el gasto destinado al entrenamiento de modelos de vanguardia, la inversión global en IA no tiene por qué detenerse. Podría desplazarse de entrenamientos cada vez más grandes hacia la inferencia, la implantación empresarial, las herramientas de software y la infraestructura necesaria para atender a una base de usuarios más amplia.

La última corrección también debe situarse en contexto. No es la primera desde el lanzamiento de ChatGPT, y la volatilidad siempre ha acompañado a los ciclos de inversión en tecnología y semiconductores. Una caída puede revelar expectativas excesivas o un posicionamiento demasiado consensuado, pero por sí sola aporta escasa evidencia de un giro en el ciclo subyacente.

Para determinar si el ciclo de inversión en IA todavía tiene recorrido, nos centramos en los factores que, en última instancia, condicionan su sostenibilidad: el equilibrio entre oferta y demanda, el ritmo de monetización y la disponibilidad y el coste de la financiación. En estos ámbitos, los datos siguen siendo más favorables de lo que sugieren los titulares.

More volatility with periodic drawdowns have been a feature of the AI investment cycle



Note: The STOXX® Global Artificial Intelligence Index is a global thematic index designed to capture companies with significant exposure to artificial intelligence across the AI value chain, including companies developing AI technologies, providing enabling technologies and infrastructure, and applying AI in their businesses. The index provides diversified exposure across sectors and regions and is rebalanced periodically.
Source: LSEG, Vontobel

Las condiciones que han sustentado el ciclo siguen intactas

La premisa central que sustenta el auge es que la adopción de la IA seguirá avanzando y dará lugar a suficientes aplicaciones útiles para justificar una inversión sostenida. Hasta ahora, los indicadores son alentadores. Pese a los llamamientos a frenar el desarrollo de modelos de vanguardia, sus capacidades siguen mejorando, mientras que los datos de la Oficina del Censo de Estados Unidos muestran una creciente adopción, especialmente entre las grandes empresas. Esto es importante porque indica que la IA está dejando atrás la fase experimental para desplegarse de forma más amplia en las empresas. La base de clientes también se está diversificando, lo que reduce la dependencia de un pequeño grupo de desarrolladores de modelos de vanguardia e impulsa la demanda de servicios en la nube, gestión de datos, ciberseguridad y aplicaciones sectoriales.

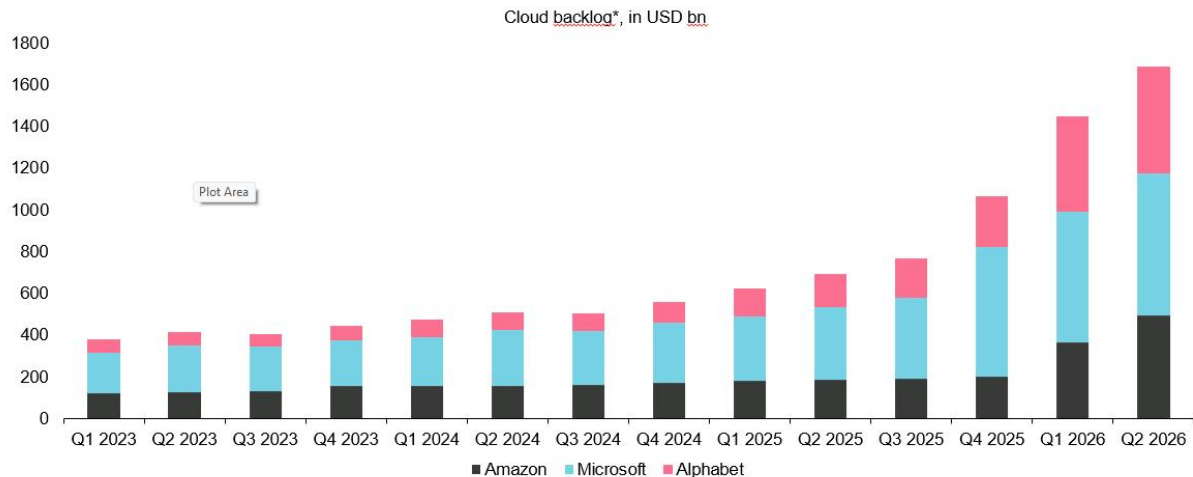
La competencia de los modelos chinos de código abierto y de arquitecturas más eficientes está reduciendo el precio de los tokens, lo que presiona los márgenes de los proveedores de modelos. Sin embargo, unos precios más bajos no son necesariamente negativos para la infraestructura que sustenta la IA. Una inteligencia más barata puede abrir la puerta a más aplicaciones y fomentar un uso mucho más intensivo. El consumo de tokens ha seguido aumentando a medida que bajaban los precios, mientras que los modelos de razonamiento y los sistemas agénticos pueden requerir mucha más capacidad de computación por tarea que los chatbots convencionales. Por tanto, las mejoras de eficiencia podrían verse compensadas, o incluso superadas, por el aumento de los volúmenes y la mayor intensidad de las cargas de trabajo. La cuestión decisiva no es el precio de un token individual, sino si la bajada de precios incrementa lo suficiente el consumo total como para impulsar la demanda agregada de capacidad de computación.

Los hiperescaladores ocupan un lugar central en el desarrollo de la infraestructura de IA, por lo que su gasto es uno de los indicadores más importantes. Han seguido elevando sus planes de inversión, incluidas sus previsiones para 2027, sin que la última temporada de resultados haya mostrado una verdadera marcha atrás.

En última instancia, la pregunta clave es si estos elevados niveles de inversión pueden generar rentabilidades atractivas, y los primeros datos son alentadores. El crecimiento del negocio en la nube de los hiperescaladores se situó en torno al 45 % interanual, al tiempo que mejoraban los márgenes, lo que sugiere que la inversión en IA se está traduciendo cada vez más en ingresos.

Las carteras de pedidos de los hiperescaladores son otro indicador adelantado. Los ingresos de servicios en la nube ya contratados, pero aún no contabilizados de los tres mayores proveedores estadounidenses se acercan a 1,8 billones de dólares y, en varios casos, las carteras de pedidos crecen mucho más rápido que las ventas actuales. Esto ofrece una mayor visibilidad sobre la demanda futura y sobre su capacidad para monetizar estas inversiones.

Backlog at the US hyperscalers continues to build up, providing evidence that AI demand remains robust



* AWS Backlog, Microsoft Commercial RPO, Google Cloud backlog; Source: LSEG, Vontobel, as of September 2025

Los inversores familiarizados con los ciclos tradicionales de los semiconductores se muestran, como es natural, prudentes ante la extrapolación de un auge del hardware. Sin embargo, las grandes disrupciones tecnológicas pueden generar fases de expansión más largas que los ciclos ordinarios de inventarios. Durante la era de Internet, las ventas reales de semiconductores se multiplicaron aproximadamente por cuatro entre 1992 y 2000, frente a un aumento cercano al 170 % en el ciclo actual. La comparación es imperfecta, pero demuestra que las tecnologías transformadoras pueden sostener la inversión durante más tiempo de lo previsto. El actual despliegue de centros de datos también podría ser solo una primera oleada. La robótica, los vehículos autónomos, las gafas inteligentes y la computación en el borde podrían abrir una segunda fase más amplia a medida que la IA se integre en productos físicos.

Las limitaciones de oferta prolongan el ciclo

Los ciclos de inversión suelen invertirse cuando la oferta alcanza a la demanda y aparece un exceso de capacidad. Esa fase aún no se ha alcanzado en varios segmentos esenciales del ecosistema de la IA. La capacidad de computación sigue siendo limitada, con cuellos de botella en los chips avanzados y la memoria, el encapsulado, la construcción de centros de datos y el suministro eléctrico. Es probable que la oferta siga aumentando de forma gradual en relación con el ritmo de crecimiento de la demanda, lo que respalda la continuidad de la inversión en todo el ecosistema.

La electricidad podría ser la limitación más persistente. La capacidad de producción de semiconductores y memoria puede ampliarse con el tiempo, pero la construcción de nueva capacidad de generación eléctrica, líneas de transmisión y conexiones a la red suele requerir varios años.

La financiación sigue disponible, pero aumenta su complejidad

La magnitud del despliegue ha suscitado inevitablemente preguntas sobre el endeudamiento. Por ahora, los balances de los hiperescaladores siguen siendo sólidos, varias empresas mantienen una posición de caja neta y la cobertura de intereses y otros indicadores de crédito continúan siendo holgados.

No obstante, la emisión de deuda ha aumentado con fuerza y alcanza aproximadamente 200.000 millones de dólares desde comienzos de 2026. Los mercados de capitales han absorbido esta oferta con un impacto limitado en los diferenciales del segmento de grado de inversión en su conjunto. La reciente ampliación de los diferenciales de los bonos de los hiperescaladores parece reflejar más el volumen de las emisiones que un deterioro de la calidad crediticia percibida.

En consecuencia, el peso de la tecnología en los índices de crédito ha aumentado, pero la concentración por emisor sigue en línea con los precedentes históricos y todavía no parece constituir una limitación importante. Merece mayor atención el uso creciente de vehículos de propósito especial y contratos de arrendamiento para financiar infraestructuras fuera de la deuda declarada de las empresas. Estas estructuras no son problemáticas en sí mismas, pero su escala está aumentando y algunas obligaciones podrían acabar regresando a los balances corporativos. Su riesgo depende de la misma variable subyacente que el resto del ciclo: la capacidad de estos activos para generar suficientes flujos de caja.

La amenaza más evidente podría proceder de las condiciones financieras y no de la tecnología. Los proyectos de infraestructura de IA son muy intensivos en capital y tienen largos periodos de recuperación, lo que hace que su rentabilidad sea cada vez más sensible a los tipos de interés. Unos costes de financiación más elevados aumentan la tasa mínima de rentabilidad exigida a las nuevas inversiones y pueden frenar el gasto de capital incluso cuando la demanda final sigue siendo sólida. Históricamente, el endurecimiento de las condiciones financieras ha acelerado a menudo los giros de los ciclos de inversión. Por ello, merecerían especial atención un aumento sostenido de las rentabilidades, un acceso más restringido al crédito o una ampliación acusada de los diferenciales.

En conjunto, muchas de las condiciones habitualmente asociadas al final de un auge de la inversión siguen sin darse. Los datos continúan sugiriendo que el ciclo de inversión en IA está madurando y que las expectativas son elevadas, pero madurez no significa agotamiento.

¿Qué nos llevaría entonces a cambiar de opinión? Los mismos indicadores que hoy sustentan el ciclo deberían ofrecer las primeras señales de un giro. Una ralentización sostenida de la adopción y del consumo de tokens, una contracción de las carteras de pedidos de servicios en la nube o un debilitamiento del crecimiento de los ingresos del cloud cuestionarían la tesis de demanda y monetización. Por el lado de la oferta, una rápida relajación de las limitaciones de capacidad podría aumentar el riesgo de exceso de capacidad. Por último, un endurecimiento de las condiciones financieras, una menor demanda de crédito o una mayor presión sobre los balances podrían elevar las tasas mínimas de rentabilidad exigidas y limitar la inversión futura.

Clémence Rusek, estratega sénior de inversiones, Vontobel