

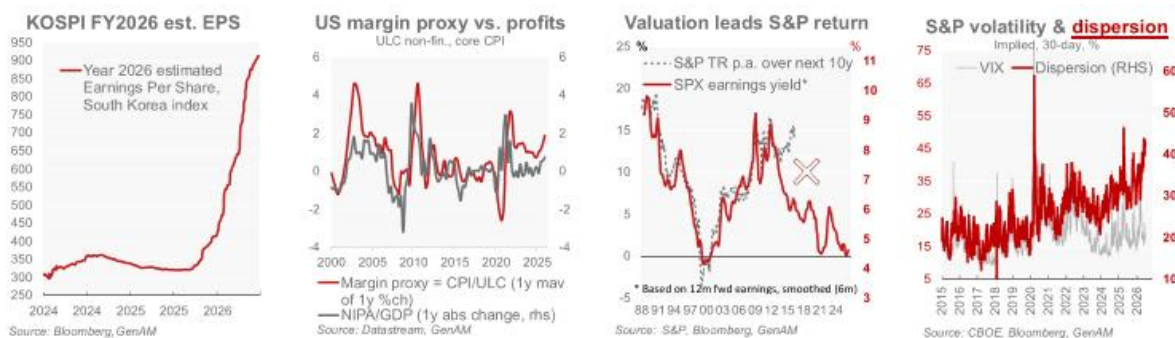
IA – ¿Son los mercados de renta variable racionalmente optimistas o irracionalmente exuberantes?

Más que una ola de IA, una marea creciente. Presumiblemente, ningún lector necesitará que se le convenza del poder del superciclo de la IA. Algunos ejemplos: las exportaciones de semiconductores de Corea del Sur han aumentado un 200% interanual; el consenso de beneficios para el índice bursátil KOSPI se ha triplicado desde el otoño (gráfico de la izquierda); el PIB real de Taiwán crece un 14,5% interanual; y el capex de los *hyperscalers* (Amazon, Google, Meta, Microsoft, Oracle) se espera que supere el billón de dólares en 2027, equivalente a casi el 3% del PIB de EE. UU.

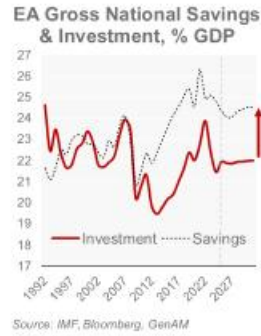
Un shock de productividad. Históricamente, una fuerte aceleración de la inversión en tecnología ha venido seguida de un aumento de la productividad laboral. Esta tendencia, ya visible en Estados Unidos, respalda las perspectivas de rentabilidad corporativa. La productividad también puede resultar desinflacionaria, ya que permite a las empresas reducir los precios de venta cuando se enfrentan a una demanda insuficiente o buscan ganar cuota de mercado; sin embargo, desde la Covid y el episodio de “*reedlation*”, las compañías se han centrado en proteger o ampliar márgenes. Por ahora, rechazamos la idea de una burbuja de valoración en las acciones tecnológicas, dado que las ganancias están respaldadas por una sólida rentabilidad. La verdadera cuestión es más bien la perdurabilidad de estos beneficios. Históricamente, los sectores más rentables atraen nuevos competidores que acaban erosionando los márgenes. Supervisaremos de cerca dos variables para detectar el eventual punto máximo de esta marea:

- **Gasto en capital:** mientras siga aumentando (centrarse en la variación), continuará respaldando el crecimiento global. Las noticias en este frente siguen siendo bastante alentadoras; por ejemplo, mientras cerramos esta edición, Corea del Sur está coordinando inversiones de al menos 880.000 millones de dólares por parte de empresas como Samsung y SK Hynix en chips y centros de datos. La carrera continúa.
- **Márgenes de beneficio corporativo, especialmente en el sector tecnológico.** Por ahora, nuestras señales agregadas sobre márgenes corporativos siguen siendo positivas —véase, por ejemplo, el segundo gráfico—. La cuestión clave, específicamente, es si, al final de la cadena de valor de la IA, las empresas que suministran *LLMs* serán capaces de monetizarlos de forma sostenible, pese a la competencia de los modelos *open-source* y al esfuerzo de empresas y consumidores por limitar el gasto en *tokens*. El veredicto aún no está claro, pero con los niveles actuales de valoración y la elevada concentración de los índices, la renta variable estadounidense ofrece, a medio plazo, una relación riesgo-retorno mucho menos favorable que en los últimos 15 años. El tercer gráfico muestra que la renta variable de EE. UU. ha superado ampliamente lo que implicaban las valoraciones, en términos de rentabilidad esperada, hace 15 años. Ello se debe a que los beneficios han captado una proporción mucho mayor del PIB y a que los múltiplos bursátiles (valoración) se han expandido. Repetir esa trayectoria en los próximos diez años, partiendo de niveles de valoración aún más exigentes, parece prácticamente imposible.

- Primero, los inversores tendrán que aumentar el foco en el alpha, en un momento en que la dispersión de rentabilidades en renta variable está aumentando rápidamente (gráfico de la derecha); una oportunidad más favorable para que la gestión activa demuestre sus capacidades y supere a la gestión pasiva, ya que una investigación exhaustiva y una cuidadosa selección de valores pueden generar alpha.
- Segundo, parece prudente diversificar las exposiciones, especialmente hacia Europa y los mercados emergentes, en particular Asia (sin cobertura, dado que, por ejemplo, las divisas china y coreana están significativamente infravaloradas).



¿Aceleración de la agenda de competitividad de la UE? La renta variable europea no ha logrado, en el primer semestre de 2026, revertir su prolongado periodo de infrarrendimiento frente a Estados Unidos, debido tanto a un crecimiento de beneficios más lento como a una expansión de múltiplos mucho más limitada (gráfico de la izquierda). Vemos valor en diversificar hacia Europa, ahora que el viento en contra económico derivado de la guerra en Irán se está disipando y las reformas estructurales parecen, por fin, acelerarse. Existe un plan, el de Draghi (septiembre de 2024). Su implementación fue lenta en el primer año, pero ahora parece estar ganando tracción. La UE necesita aprovechar mejor su elevado nivel de ahorro (gráfico central) e invertir más, especialmente en defensa, independencia energética y digitalización. Un área clave de cambio, a nuestro juicio, reside en la política de competencia, que durante demasiado tiempo se centró en garantizar un *level playing field*, es decir, una competencia interna justa. Los cambios de política implican, a partir de ahora, un mayor énfasis en las tres áreas mencionadas, así como en la resiliencia y el poder de mercado (véase Comisión Europea). Esperamos que esto favorezca una mayor actividad de M&A en adelante, que históricamente tiende a asociarse con mercados bursátiles sólidos (gráfico).



Vincent Chaigneau, responsable de análisis de Generali Investments