



NEWSLETTER

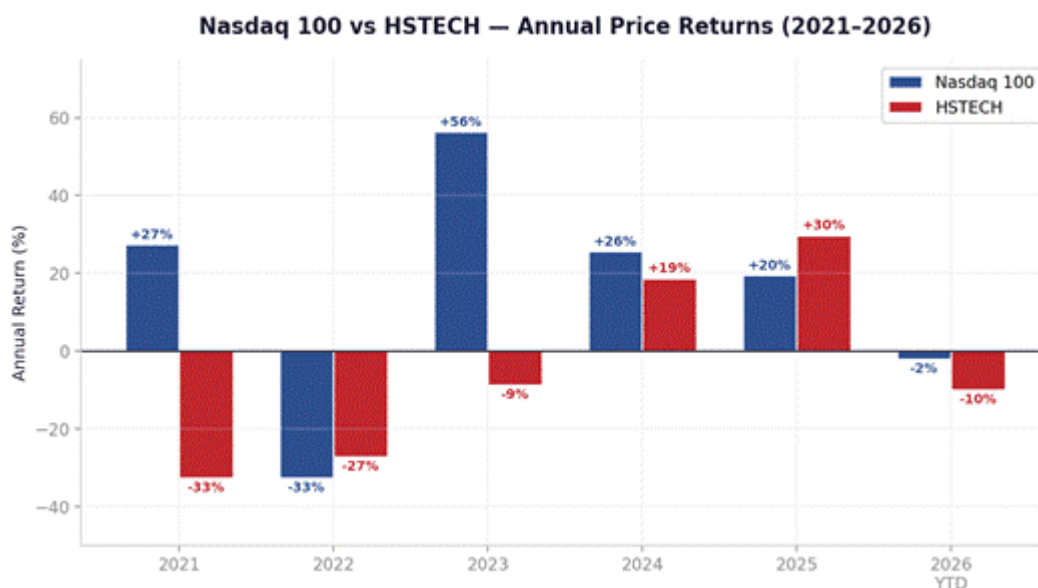
JUNIO

2026

Nasdaq 100 vs HSTECH: Cinco años de dos historias tecnológicas muy distintas

Imagina dos inversores en tecnología en enero de 2021. Uno pone \$100 en el Nasdaq 100. El otro pone \$100 en el Hang Seng Tech Index — la respuesta china al Nasdaq. Cinco años después, uno tiene aproximadamente \$197. El otro tiene aproximadamente \$76. Mismo sector, misma ola tecnológica, resultados completamente distintos.

Esa brecha — y lo que la explica — es la historia de la newsletter de esta semana. Porque la divergencia no es solo de precios: es de beneficios, regulación, macro, geopolítica y, sobre todo, de dos modelos completamente distintos de cómo un sector tecnológico genera (o destruye) valor.



Fuente: Nasdaq, Hang Seng Indexes, FactSet, Bloomberg. 2026 a fecha 22 de mayo.

Lo bueno...

Empecemos por lo que ambos índices han entregado — porque no todo ha sido negativo, ni siquiera para el HSTECH.

- **Nasdaq 100: el mayor ciclo tech de una generación.** A pesar de la brutal caída del -32,6% en 2022, el Nasdaq 100 compuso a ~+14% anual en 2021-2025. El motor: la IA. El rebote de 2023 (+56,4%) fue el mejor año del índice desde 1999, impulsado completamente por el entusiasmo en torno a ChatGPT y el gasto en infraestructura. Los años 2024 (+25,7%) y 2025 (+19,5%) confirmaron que no fue un fenómeno de un solo año.

- **HSTECH rebotó en 2024-2025 — y superó al Nasdaq en 2025.** Tras tres años consecutivos de pérdidas (-32,7%, -27,2%, -8,8%), el HSTECH finalmente giró. El rebote de 2024 (+18,7%) fue impulsado por el estímulo del gobierno chino y el renovado interés institucional. En 2025, el HSTECH subió casi +30% — superando el +19,5% del Nasdaq por primera vez desde su lanzamiento. El momento DeepSeek en enero de 2025 fue el catalizador: el modelo de IA de China a una fracción del coste de EE.UU. desencadenó una revalorización fundamental.
- **Los beneficios del tech chino se recuperan — más rápido de lo que el precio sugiere.** El beneficio neto anual de Tencent en 2025 subió +16% hasta RMB 224.800M. Los ingresos de Alibaba crecieron +14%. El crecimiento agregado de beneficios netos de los principales componentes del HSTECH fue de ~+18% en 2025 — comparable al +22% del Nasdaq y desde una base mucho más baja. Crucialmente, los beneficios se recuperan ahora más rápido que los precios, creando una brecha de valoración que los inversores institucionales comienzan a notar.
- **Valoraciones: el HSTECH cotiza con un descuento histórico.** El P/E TTM del HSTECH se sitúa actualmente en ~18-21x, frente a los 30-34x del Nasdaq 100. Para trayectorias de crecimiento de beneficios comparables, esto representa un descuento de valoración del 40-50%. Como señaló UBS, el HSTECH tiene un objetivo de 7.100 puntos para finales de 2026, aproximadamente +27% de potencial alcista desde los niveles actuales.
- **Intensidad de I+D: el tech chino invierte tanto como el americano.** La tasa de crecimiento anual compuesto del gasto en I+D de las 5 principales empresas del HSTECH (Alibaba, Tencent, Meituan, JD, Xiaomi) fue de ~+20% en 2021-2025 — ligeramente por encima del +18% del Mag 7. China no se queda atrás en inversión en IA; el hito de DeepSeek demostró que la eficiencia computacional puede compensar el gasto bruto en dólares.



Fuente: Nasdaq, Hang Seng Indexes, Bloomberg. Base = \$100 invertidos en enero de 2021.

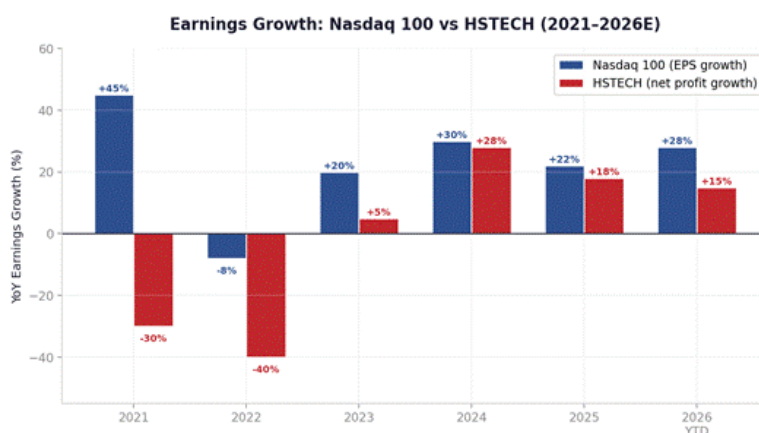
Lo malo...

Pero la infra rentabilidad del HSTECH en los 5 años completos es real, y las razones importan enormemente para cualquiera que piense en el tech chino como inversión.

2021-2023: La gran purga regulatoria

La catastrófica caída trianual del HSTECH (-32,7% en 2021, -27,2% en 2022, -8,8% en 2023) no fue impulsada por los beneficios: fue impulsada por el terror regulatorio. La represión del gobierno chino sobre el sector tech — comenzando con la cancelación de la OPV de Ant Group a finales de 2020 — desencadenó una desvalorización sostenida que no tenía nada que ver con los fundamentales del negocio.

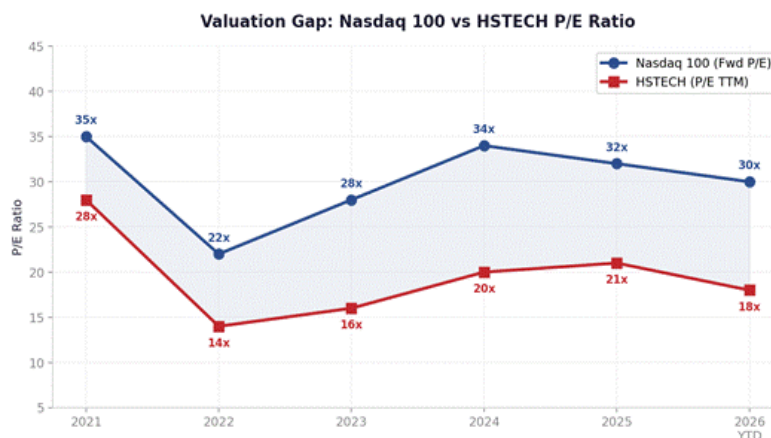
- **Los números:** Tencent perdió RMB 353.000M en beneficio neto en 2021-2022 por amortizaciones y reestructuraciones forzadas por la regulación. Alibaba cayó de una capitalización de \$850.000M a finales de 2020 a menos de \$200.000M en 2022. Meituan enfrentó límites de margen en la entrega de comida. Didi fue forzada a salir de la bolsa de Nueva York días después de su OPV. El mercado descontando riesgo regulatorio existencial — no operativo — destruyó años de progreso fundamental.



Fuente: Informes de empresas, FactSet, estimaciones de consenso Bloomberg. 2026 = estimaciones de analistas.

2022: Dos crisis, dos impactos distintos

En 2022, ambos índices cayeron bruscamente — pero por razones completamente distintas. El Nasdaq cayó -32,6% porque la Fed subió los tipos del 0% al 4,5%, comprimiendo las valoraciones de los activos de crecimiento de larga duración. El HSTECH cayó -27,2% por un conjunto de razones completamente diferente: confinamientos por COVID, colapso del sector inmobiliario y sobrecarga regulatoria. El hecho de que ambos índices cayeran por cantidades similares oscurece el hecho de que los impulsores subyacentes eran completamente distintos.

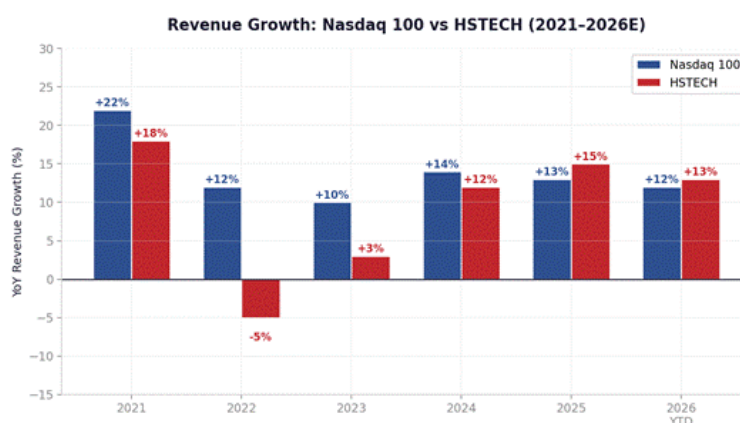


Fuente: FactSet, Nasdaq, Hang Seng Indexes, Sibilis Research. P/E TTM para HSTECH; P/E forward para Nasdaq 100.

La divergencia de beneficios: 2021-2022 fue una anomalía — no una tendencia

Aquí está la observación crítica que la mayoría de los inversores pasan por alto: los beneficios del HSTECH se desplomaron en 2021-2022 no porque los negocios estuvieran rotos, sino porque las empresas fueron forzadas a tomar amortizaciones, aumentar los salarios de los empleados, reducir las tarifas de entrega y hacer grandes donaciones caritativas — todo bajo presión gubernamental. Si se eliminan esas partidas extraordinarias, la generación de caja subyacente de Tencent y Alibaba nunca dejó de crecer.

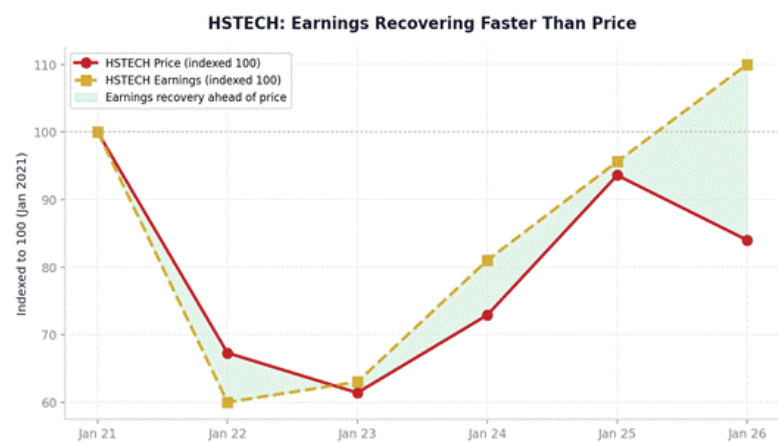
La evidencia: el free cash flow de Tencent creció **+18% en 2025**. El free cash flow de Alibaba creció **+18% en 2025**. Las empresas están más sanas hoy de lo que los titulares de 2022 sugerían. El precio solo ahora está alcanzando la realidad.



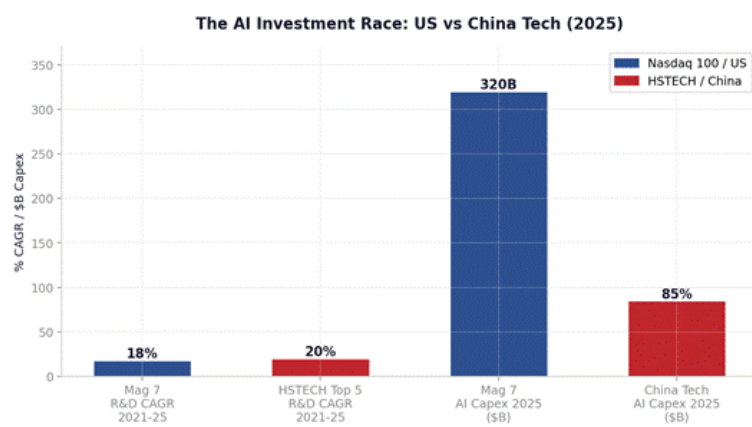
Fuente: Informes de empresas (Tencent, Alibaba, Meituan, JD, Xiaomi), FactSet, Bloomberg. 2026 = estimaciones.

2026: el HSTECH bajo presión de nuevo — pero por razones distintas

En lo que va de 2026, el HSTECH cae aproximadamente -10%, mientras el Nasdaq está prácticamente plano (-2%). El lastre: la crisis energética por la guerra de Irán (que afecta a los costes de fabricación), la incertidumbre arancelaria antes de la cumbre Xi-Trump, y un consumidor doméstico que aún no se ha recuperado del todo. Importante: esto no es una purga regulatoria — son vientos en contra macro que afectan a la valoración a corto plazo pero no alteran la trayectoria fundamental de beneficios.



Fuente: Informes de empresas, Hang Seng Indexes, Bloomberg. Beneficios indexados a 100 en enero de 2021.



Fuente: Informes de empresas, Goldman Sachs, UBS, Morgan Stanley. Estimaciones 2025.

Implicaciones para inversores

1. **La brecha de infrarentabilidad de 5 años se está cerrando — más rápido de lo esperado.** Desde una base de \$100 en 2021, los inversores del Nasdaq tienen ~\$197 y los del HSTECH ~\$76. Pero la trayectoria en los últimos 18 meses muestra convergencia. En 2025, el HSTECH superó al Nasdaq por primera vez. En 2026, la cumbre Xi-Trump podría ser el catalizador que desbloquee la próxima revalorización. La brecha es real, pero no es permanente.
2. **Arbitraje de valoración: beneficios comparables, precios radicalmente distintos.** Ambos índices muestran ahora trayectorias de crecimiento de beneficios similares (HSTECH: ~+18% en 2025; Nasdaq: ~+22%), pero el Nasdaq cotiza a 30-34x P/E mientras el HSTECH cotiza a 18-21x. Si crees que el riesgo regulatorio ha tocado techo — y hay evidencia de ello — el HSTECH es uno de los pocos lugares en el tech global donde no estás pagando por adelantado los próximos 10 años de crecimiento.
3. **La narrativa de IA es la misma — el precio no.** Tanto el Mag 7 como las principales empresas del HSTECH (Alibaba Cloud, Tencent IA, Baidu Ernie, Xiaomi) invierten fuertemente en IA. Las tasas de crecimiento en I+D son similares. Los casos de uso son similares. Pero las empresas de IA de EE.UU. cotizan a 30-40x beneficios y las chinas a 15-22x. El mercado descuenta una “prima de desacoplamiento” — si los riesgos geopolíticos se alivian, esa prima se evapora.
4. **La cumbre Xi-Trump es el mayor catalizador a corto plazo para el HSTECH.** Como analizamos en números anteriores, la visita de Trump a China esta semana para discutir el acceso al Estrecho de Ormuz también abre la puerta a negociaciones arancelarias. Cualquier flexibilización de los aranceles de la Sección 301 beneficiaría directamente a los nombres del HSTECH expuestos a exportaciones (Xiaomi, BYD Electronic, Lenovo) y señalaría el fin de la prima de riesgo geopolítico.
5. **La tesis Asimov: el tech chino como apuesta de valor relativo en tecnología.** Nuestro marco macro siempre ha incluido el ascenso relativo de China frente a EE.UU. como tesis central. Tras cinco años de infrarentabilidad, el tech chino muestra exactamente el tipo de señal de convergencia que buscamos: beneficios recuperándose más rápido que los precios, valoraciones en descuentos históricos, y un entorno macro que empieza a girar. No necesitamos que el HSTECH se convierta en el próximo Nasdaq. Solo necesitamos que el descuento se reduzca.

El Gran Repricing: Por Qué los Bonos Están Redefiniendo el Precio de Todo

Durante décadas, los inversores dieron por sentado que los tipos de interés se mantendrían bajos. Esa era termino. Lo que empezó como una reacción a la guerra entre Estados Unidos e Irán y al cierre del Estrecho de Ormuz se ha convertido en algo mucho más profundo: un repricing global del coste del dinero que está redibujando las reglas del juego para todas las clases de activos.

El rendimiento del bono a 10 años estadounidense se ha disparado más de medio punto porcentual desde que comenzó el conflicto, situándose en torno al 4,57% a finales de mayo. A principios de junio, el rendimiento rondaba el 4,49%, y los mercados descontaban una probabilidad del 85% de que la Fed suba tipos antes de fin de año. Mientras tanto, los bonos a 30 años han tocado niveles que no se veían desde 2007. La curva de rendimientos se ha empinado con claridad: los bonos a 5 años rinden un 4,21%, los de 10 años un 4,49% y los de 30 años un 4,99%, según datos de cierre del 3 de junio.

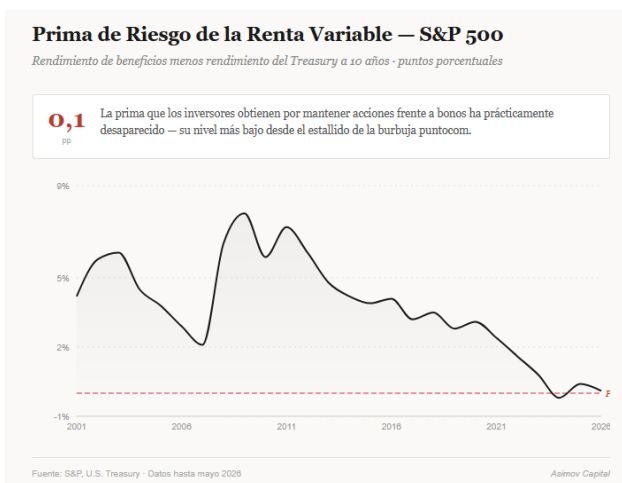
Y la pregunta que recorre Wall Street ya no es cuándo bajarán los tipos. La pregunta es si alguna vez van a volver a bajar de forma significativa.

La prima de riesgo de la renta variable se evapora

Uno de los indicadores más vigilados por los inversores institucionales — la prima de riesgo de la renta variable — ha desaparecido casi por completo. Esta métrica mide la diferencia entre lo que las acciones prometen generar (expresado como el rendimiento de los beneficios del S&P 500 sobre sus valoraciones) y lo que ofrecen los bonos del Tesoro a 10 años.

En las últimas semanas, esa brecha ha caído a niveles que no se veían desde el estallido de la burbuja puntocom, a principios de los 2000. Goldman Sachs señaló en enero que la prima de riesgo del S&P 500 se encontraba en mínimos de varias décadas, sugiriendo que los bonos podían resultar más atractivos que las acciones para muchos perfiles de inversor.

Dicho de forma simple: la rentabilidad esperada de las acciones apenas supera lo que puede obtenerse con la deuda soberana más segura del mundo. Y eso plantea una pregunta incómoda para quienes están volcando capital en renta variable a ritmo frenético.



El culpable principal ha sido una combinación de fuerzas que se retroalimentan. Por un lado, la crisis geopolítica en Oriente Medio ha disparado los precios del petróleo un 60% en lo que va de año, con el barril de Brent cotizando en torno a los 97 dólares a principios de junio tras haber tocado los 138 dólares en abril. Eso ha pulverizado las expectativas de recortes de tipos que muchos daban por seguras al inicio de 2026. Por otro lado, las valoraciones bursátiles siguen siendo elevadas, impulsadas por un rally de varias semanas en el que los inversores han acumulado acciones a un ritmo difícil de justificar por fundamentales.

La desconexión entre ambos mercados es palpable. El mercado de bonos grita “inflación y riesgo”, mientras el mercado de acciones celebra como si la fiesta no fuera a acabar.

¿Sirve de algo esta métrica?

Hay quien resta importancia a la prima de riesgo, argumentando que comparar el retorno fijo de un bono con el potencial ilimitado de los beneficios empresariales es como comparar manzanas con naranjas. Según esta visión, las métricas de valoración por sí solas rara vez son razón suficiente para salirse de la renta variable.

Pero la historia cuenta otra cosa. Los datos de más de un siglo muestran que existe una relación estrecha entre las medidas ajustadas por inflación de la prima de riesgo y la rentabilidad futura de las acciones frente a los bonos. Cuando la prima se comprime, los retornos futuros de la renta variable tienden a decepcionar.

Hay una excepción reciente notable: durante los últimos 10 años, el S&P 500 ha generado una rentabilidad muy superior a la que hubiera sugerido el nivel de la prima una década atrás. Esa divergencia refleja lo extraordinarios que han sido estos años — pandemia, inflación, subidas agresivas de tipos y aun así, un mercado alcista implacable. Pero apostar a que esa anomalía se repita es asumir que las leyes de la gravedad financiera no aplican.

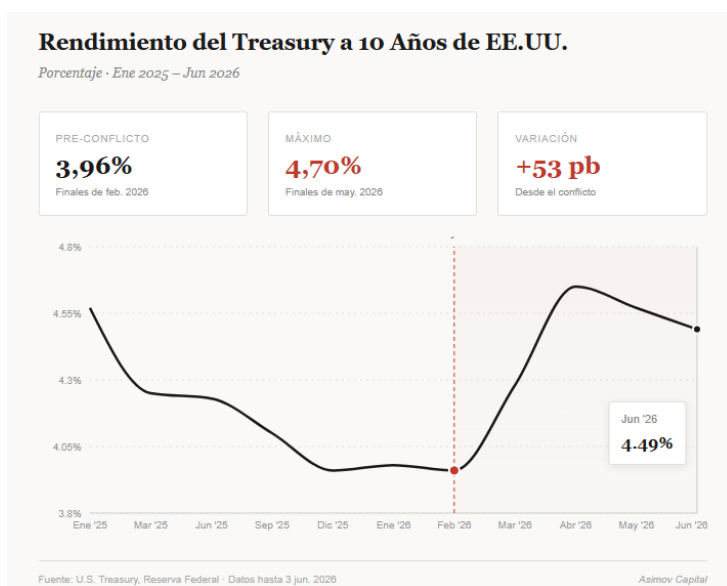
El Tesoro de EE.UU. sin balas de plata

Mientras los inversores en renta variable debaten sobre valoraciones, el secretario del Tesoro, Scott Bessent, afronta lo que podría ser su mayor desafío: unos rendimientos de los bonos que no dejan de subir y para los que tiene pocas herramientas disponibles.

Bessent, exgestor de hedge funds, se ganó la reputación de “vendedor de volatilidad” tras su llegada al cargo — alguien capaz de calmar los mercados con intervenciones quirúrgicas. Ha mostrado creatividad en momentos de estrés: autorizó una operación poco convencional para frenar la caída del yen japonés que sorprendió incluso a los veteranos del Banco de Japón; diseñó un swap para sostener el peso argentino antes de unas elecciones clave; y cuando el mercado de Treasuries se desplomó en abril de 2025 tras los aranceles del “Día de la Liberación”, lo calificó públicamente de “desapalancamiento normal” para desactivar el pánico.

Pero esta vez el desafío es diferente. El rendimiento del 10 años ha subido, no bajado, desde que Bessent declaró su intención de reducirlo. Las hipotecas siguen caras. Y la caja de herramientas que mencionó en 2025 — incluyendo la posibilidad de intensificar las recompras de bonos o de reducir las emisiones de deuda a largo plazo — se enfrenta a restricciones prácticas.

El programa de recompras del Tesoro no fue diseñado para abordar situaciones de estrés del mercado, lo que limita su utilidad como instrumento de intervención. Y modificar la estrategia de emisión de deuda fuera del calendario trimestral establecido — cuya próxima actualización está prevista para el 5 de agosto — podría generar el efecto contrario al buscado: si se percibe como una medida de emergencia, al estilo de una decisión de la Fed entre reuniones, los inversores podrían interpretarlo como una señal de alarma.



Existe un concepto que algunos operadores han bautizado como el “Bessent put” — la expectativa de que el Tesoro desplazará sus emisiones hacia plazos más cortos para aliviar la presión sobre los tipos largos. Pero con un déficit fiscal que se prevé en aumento, mayores gastos en defensa y unos ingresos netos por aranceles que se reducen, esa opción es mucho menos potente de lo que parece.

A mediados de mayo, Bessent calificó la subida de rendimientos como “transitoria” y argumentó que los temores inflacionarios se disiparán rápidamente en cuanto el conflicto con Irán termine. Pero la inflación ya estaba por encima del objetivo del 2% de la Fed antes de la guerra. Y la mayoría de los responsables de política monetaria, según las actas de la reunión de abril, consideraban probable la necesidad de subir tipos si la inflación seguía persistentemente alta — incluso con Kevin Warsh como nuevo presidente de la Fed.

Las opciones del Tesoro, en definitiva, son limitadas. Sin una resolución del conflicto que reabra las cadenas energéticas, o sin señales claras de desaceleración económica, hay poco que Bessent pueda hacer por ingeniería financiera para doblegar unos tipos que reflejan problemas de fondo.

Lo que de verdad mueve los tipos: no es (solo) la inflación

Si la narrativa dominante atribuye la subida de rendimientos al encarecimiento del petróleo y los temores inflacionarios, un análisis más fino revela un cuadro diferente. Los rendimientos reales — aquellos que descuentan las expectativas de inflación — han sido los verdaderos protagonistas del movimiento alcista, al menos en Estados Unidos.

Esto es significativo porque sugiere que los inversores en bonos no están preocupados únicamente por los precios del crudo. Hay fuerzas más profundas en juego.

Las tasas de breakeven a 10 años — que miden las expectativas de inflación implícitas en el mercado de bonos — están 50 puntos básicos por debajo de donde estaban en la primera mitad de 2022, cuando la Fed estaba subiendo tipos agresivamente. Y las expectativas de inflación a medio plazo (medidas por el breakeven a 5 años-5 años, una referencia estándar) se sitúan en torno al 2,2%, prácticamente donde estaban en diciembre. Si el motor fuera solo la inflación, estas métricas estarían mucho más arriba.

¿Qué está impulsando entonces los tipos reales? Tres factores convergen:

1. **El déficit fiscal y la deuda pública.** Los niveles de deuda soberana, ya de por sí abultados, van a seguir creciendo. En EE.UU., la agenda de recortes fiscales de la administración Trump añade presión a un déficit que se amplía, mientras que la mayor emisión de Treasuries necesaria para financiarlo obliga a los inversores a exigir una compensación adicional por plazos más largos.
2. **La tasa neutral puede haber subido.** El tipo de interés que ni estimula ni frena la economía podría ser estructuralmente más alto que en la era post-crisis financiera. Durante cinco décadas, la tendencia al ahorro fue creciente mientras la necesidad de inversión caía — eso empujó los tipos a la baja. Ahora, ambas fuerzas parecen haberse invertido, lo que justificaría tipos más altos de forma sostenida. Bajo esta lente, un rendimiento del 5% en el bono a 10 años ya no representaría una anomalía, sino una nueva normalidad.
3. **El boom de la inteligencia artificial.** Paradójicamente, la misma tecnología que a largo plazo podría abaratar costes vía mayor productividad, a corto plazo genera inflación. Las grandes tecnológicas están absorbiendo semiconductores, abriendo centros de datos masivos e inundando el mercado con emisiones de deuda propia para financiar la carrera. Además, si la IA genera mayor crecimiento económico, los inversores preferirán acciones frente a bonos, lo que obliga a estos últimos a ofrecer rendimientos más altos para competir.

El mensaje para los inversores es claro: incluso si se reabre el Estrecho de Ormuz y el petróleo retrocede, eso contendría las expectativas de inflación, pero no necesariamente haría bajar los rendimientos reales. La caída brusca de tipos que muchos anticipan como escenario base tras una resolución del conflicto podría no materializarse. Los rendimientos podrían quedarse “varados” en niveles elevados, sostenidos por factores que ningún acuerdo diplomático puede resolver.

El mercado de bonos no está reaccionando a un titular. Está revalorizando un problema estructural que no se resuelve con un comunicado de prensa ni una pausa diplomática.

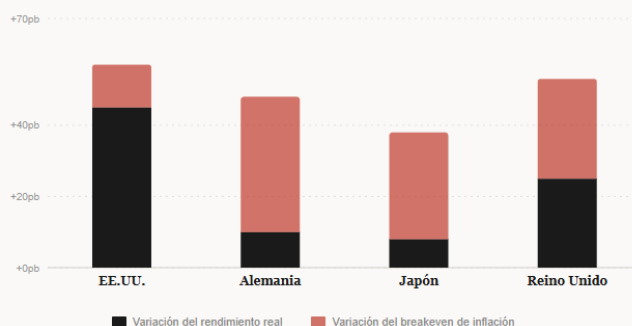
Un fenómeno global, pero con matices locales

Este repricing no es exclusivamente estadounidense, pero sus causas varían según la geografía. En Japón y Alemania, las expectativas de inflación (medidas por los breakevens) explican la mayor parte de la subida de rendimientos a 10 años desde el inicio de la guerra. Europa enfrenta precios más altos del gas, y Japón lidiaba con presiones inflacionarias incluso antes de que estallara el conflicto — con un Banco de Japón que se resiste a subir tipos, lo que obliga a los inversores a demandar más compensación por el riesgo de inflación.

¿Qué Está Empujando los Rendimientos al Alza?

Descomposición de la subida del rendimiento a 10 años desde feb. 2026 · puntos porcentuales

En EE.UU., la subida de los **rendimientos reales** — no las expectativas de inflación — explica ~80% del movimiento. En Japón y Alemania ocurre lo contrario: el **breakeven de inflación** es el principal responsable.



Fuente: Bloomberg, Barclays Research · Datos hasta mayo 2026

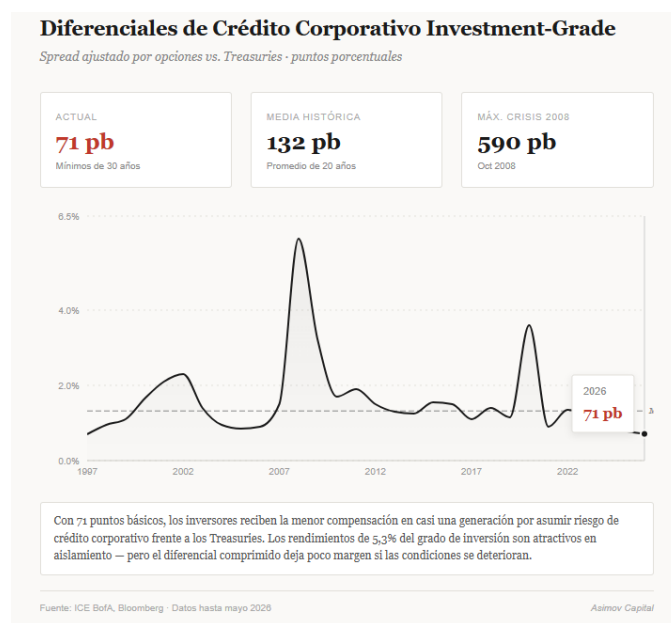
Asimov Capital

En el Reino Unido, la incertidumbre política en torno al primer ministro Keir Starmer añade una prima de riesgo adicional a los gilts. La posibilidad de una política fiscal más expansiva, apenas cuatro años después del colapso del mercado bajo Liz Truss, mantiene a los inversores en alerta. La gestión táctica, más que estratégica, se ha convertido en la norma para operar con deuda soberana británica.

Crédito corporativo: rendimientos atractivos, precios perfectos

En este contexto de tipos al alza, los bonos corporativos de alta calidad han llegado a ofrecer rendimientos del 5,3%, su nivel más alto en aproximadamente un año. Con la tasa de breakeven de inflación a 10 años en torno al 2,4%, eso implica retornos reales cercanos al 3% durante la próxima década — una cifra tentadora para cualquier inversor.

Pero esa rentabilidad aparente esconde un matiz crítico: el diferencial crediticio — la compensación adicional que los inversores reciben por asumir el riesgo de crédito corporativo frente a los Treasuries — se ha comprimido hasta niveles que no se veían desde los años noventa. A principios de año, el diferencial de la deuda investment-grade alcanzó los 71 puntos básicos según datos de Bloomberg, el mínimo en casi tres décadas. Históricamente, la prima media ha sido de unos 132 puntos básicos.



¿Tiene sentido? En parte, sí. Las grandes empresas estadounidenses acaban de reportar el mayor crecimiento de beneficios en años. Algunos emisores corporativos — como ciertas tecnológicas — tienen calificaciones crediticias iguales o superiores a la del propio gobierno de Estados Unidos. Y las dudas sobre la sostenibilidad fiscal del Tesoro estadounidense hacen que la ventaja relativa de los bonos soberanos sea menos obvia que antes.

Pero hay razones para pensar que esta complacencia tiene fecha de caducidad.

- **La oferta va a aumentar.** Las emisiones de bonos corporativos de grado de inversión podrían superar los 2 billones de dólares en 2026, impulsadas por la financiación de proyectos de IA y el repunte de operaciones de fusiones y adquisiciones. Más oferta, en igualdad de condiciones, significa más presión para que los diferenciales se amplíen.
- **Las tecnológicas se están apalancando.** Las grandes constructoras de infraestructura de IA — históricamente las empresas menos endeudadas y con más efectivo — están cambiando su perfil. El diferencial de la deuda de los hiperescaladores se ha ampliado en relación con el resto del mercado investment-grade desde comienzos de año. Los inversores empiezan a demandar mayor compensación ante el riesgo de que este impulso de reapalancamiento se intensifique.
- **El riesgo de duración está aumentando.** Las empresas podrían optar por emitir bonos a plazos más largos, dado que la subida de rendimientos a 30 años ha sido proporcionalmente menor que la de los bonos a 5 años. Pero cuanto mayor sea el plazo, mayor es el riesgo de inflación al que se expone el comprador — y si los precios al consumo siguen subiendo por el encarecimiento del petróleo, los diferenciales podrían ampliarse más rápido de lo esperado.

El crédito corporativo de alta calidad ofrece hoy una oportunidad genuina para quien busca rentas estables a largo plazo. Pero si el atractivo del bono corporativo reside en su capacidad de servir de cobertura frente a caídas de la renta variable, comprarlo a estos niveles de diferencial — prácticamente “precio de perfección” — no es la mejor estrategia.

Conclusión: Un mercado que exige elegir

La convergencia de estos cuatro fenómenos — la evaporación de la prima de riesgo en acciones, la impotencia del Tesoro frente a los tipos, el re-pricing estructural de los rendimientos reales y la compresión extrema de los diferenciales de crédito — dibuja un escenario en el que no hay activos baratos. Solo grados de caro.

Los inversores se enfrentan a una elección que no tenían que hacer en la era de tipos bajos: ¿acciones caras con riesgo de decepción en beneficios, bonos soberanos con riesgo fiscal y geopolítico, o crédito corporativo a diferenciales históricamente ajustados?

Los traders ahora apuestan a que la Fed subirá tipos en lugar de recortarlos, un giro radical desde el consenso de principios de año. El petróleo sigue siendo, como dicen algunos estrategas, el “gráfico de la verdad” — el barómetro que mide la salud real de las negociaciones en Oriente Medio y, por extensión, de las perspectivas de inflación.

Si el conflicto se resuelve y el crudo retrocede, la presión inflacionaria se aliviará. Pero los tipos reales, empujados por el déficit, la deuda, la IA y un posible cambio en la tasa neutral, tienen razones de sobra para mantenerse elevados. El mercado de bonos no está teniendo un mal día. Está enviando un mensaje sobre la próxima década.

China entre dos fuegos: la inflación global y el giro de los emergentes

Esta semana llegaron dos señales simultáneas que cualquier inversor en China debería tomar en serio. Primera: el IPC de EE.UU. de mayo de 2026 llegó al 4,2% interanual — el dato más alto del año y muy por encima del objetivo del 2% de la Fed. Segunda: Topdown Charts, uno de los servicios de investigación macro más rigurosos que seguimos en Asimov, cambió su visión sobre las acciones de Mercados Emergentes de alcista a neutral — y sobre los bonos EM de alcista a neutral también. Simultáneamente.

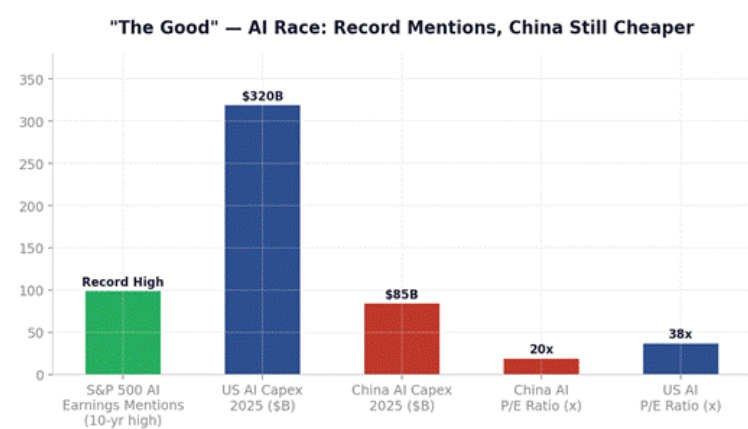
No son coincidencias. Están conectadas, y China está sentada exactamente en la intersección de ambas presiones. Esta semana desglosamos qué está pasando, qué nos dicen los datos de nuestra carpeta de newsletters, y qué significa para el posicionamiento.

Lo bueno...

Empecemos por los datos que refuerzan el caso alcista para China, porque hay substancia real aquí.

- **Las menciones de IA en earnings calls del S&P 500 baten un récord de 10 años.** Según FactSet (12 de junio), la temporada de resultados del Q1 2026 registró el mayor número de empresas del S&P 500 citando inteligencia artificial en más de una década. Esta es la narrativa dominante en la estrategia corporativa occidental — y es un viento de cola directo para China. ¿Por qué? Porque mientras las empresas tech de EE.UU. gastan \$320.000M en capex de IA y cotizan a 35-40x beneficios, los jugadores de IA chinos (Alibaba Cloud, Tencent AI, Baidu Ernie, Xiaomi AI) gastan \$85.000M pero cotizan a 18-21x beneficios. La ola de IA es global. El descuento de valoración es específico de China.
- **El mercado laboral de EE.UU. se enfría — y eso es buena noticia para China.** FactSet (4 de junio) proyectó las nóminas no agrícolas de mayo en 105.000 — la menor adición mensual del año y una desaceleración significativa desde los 185.000 de enero. Un mercado laboral debilitándose es lo único que podría forzar a la Fed a finalmente recortar tipos. Un recorte de la Fed reduce el viento en contra de ‘tipos más altos por más tiempo’ para todos los activos de riesgo globalmente, incluyendo las acciones chinas. Es paradójico pero real: los malos datos de empleo de EE.UU. son buenos para el HSTECH.

- **La autosuficiencia energética de China sigue siendo su ventaja estructural.** El petróleo es ahora el tema más citado en las earnings calls del S&P 500 desde 2020, según FactSet (5 de junio). Esto refleja la creciente carga de costes energéticos en las empresas occidentales. China, por el contrario, produce el 85% de su energía doméstica (carbón al 51%, renovables creciendo rápido), aislándola — parcialmente — del shock del precio del petróleo que está golpeando a los fabricantes japoneses, coreanos y europeos. Esta es una ventaja competitiva relativa que el mercado todavía no ha reflejado completamente.
- **Topdown Charts mantiene un sesgo alcista estructural en EM a largo plazo.** El giro a neutral es táctico, no estructural. Callum Thomas en Topdown Charts fue explícito: ‘sesgo alcista a largo plazo, pero cambiando a neutral por ahora dado los riesgos a la baja’. El mismo indicador de sentimiento que lo volvió alcista en EM a principios de 2023 ha entrado ahora en la ‘zona de señal de riesgo’ — pero el caso estructural subyacente para EM (valoraciones baratas, tendencias demográficas, exposición a commodities) permanece intacto.



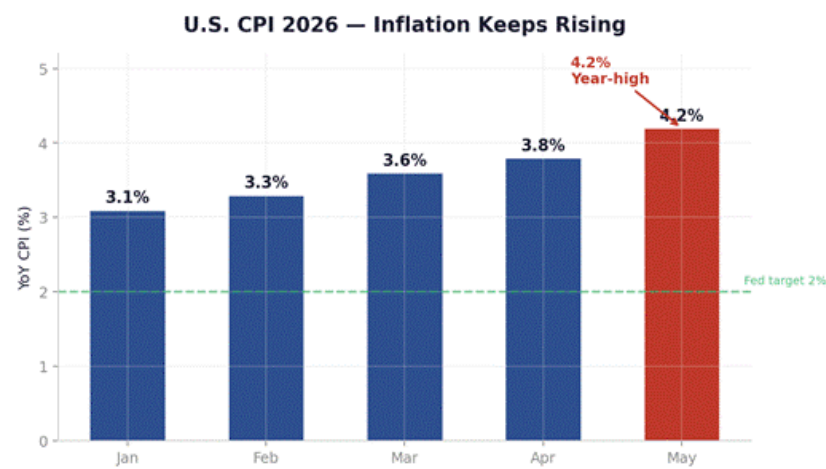
Fuente: FactSet Earnings Insight (12 de junio de 2026), informes de empresas, estimaciones Goldman Sachs.

Lo malo...

Ahora para la parte menos cómoda. Las señales de esta semana no son benignas para China a corto plazo.

IPC de EE.UU. al 4,2%: la Fed está atrapada

A principios de 2026, los mercados descontaban **dos recortes de tipos** para el año. Hoy descuentan una potencial **subida de tipos**. Es un giro de 250 puntos básicos en las expectativas del mercado en cinco meses. El motor: el IPC ha pasado del 3,1% en enero al 4,2% en mayo, una trayectoria que no le da a la Fed ningún espacio para relajar. Y sin un giro de la Fed, el entorno de ‘tipos más altos por más tiempo’ sigue presionando todos los activos de riesgo globales — mercados emergentes, acciones chinas y growth de larga duración por igual.



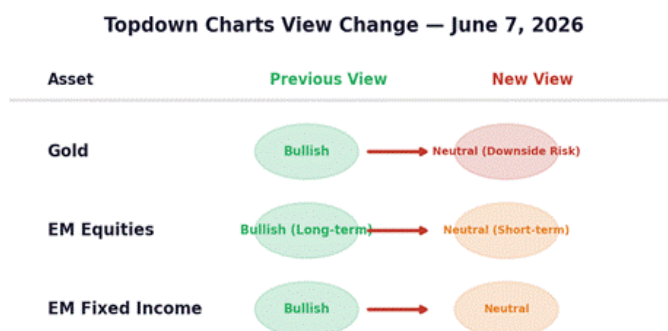
Fuente: FactSet (9 de junio de 2026). Estimación mediana para mayo 2026.

Topdown Charts gira EM a neutral — la señal macro más importante de la semana

Topdown Charts no es un newsletter que cambia sus visiones a la ligera. El informe semanal del 7 de junio desplazó simultáneamente tres visiones de clases de activos importantes de alcista a neutral: oro, acciones EM y bonos EM. El razonamiento fue consistente en los tres:

- **Oro:** deterioración técnica importante desde valoraciones extremadamente caras, consenso alcista, y vientos de cola desvaneciéndose.
- **Acciones EM:** riesgos a la baja por el cambio en valoraciones/sentimiento, giro de política, y sobrecalentamiento a corto plazo en Korea/IA.
- **Renta Fija EM:** riesgo de inflación creciente, giro hacia subidas de tipos por los bancos centrales EM, y ligero deterioro en sentimiento/técnicos.

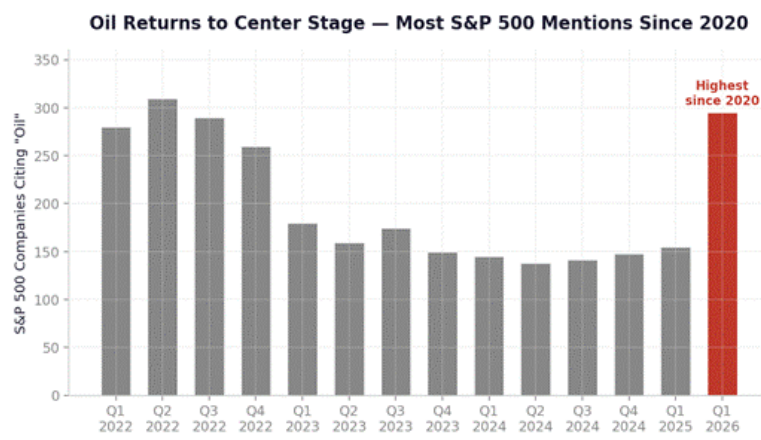
Esta es una señal coordinada. Cuando la deuda emergente, las acciones y los activos vinculados a commodities del mundo se están rebajando simultáneamente, China — como el mayor EM — no puede escapar de la marea.



Reason: Rising inflation risk + sentiment/valuation shift + Korea/AI short-term bubble

El petróleo en máximos de 6 años en earnings calls — y China absorbe el impacto

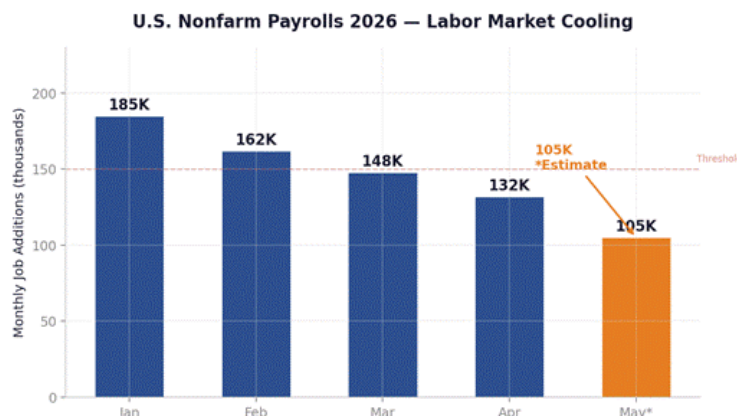
El mayor número de empresas del S&P 500 citando ‘petróleo’ en sus earnings calls desde 2020 es un reflejo directo de dónde está concentrado el dolor de costes de inputs a nivel global. Para China, el petróleo no es solo un coste de inputs — es una variable geopolítica. Con el 38% de su consumo de petróleo pasando por el Estrecho de Ormuz y el conflicto iraní aún sin resolver, cada dólar de subida en los precios del petróleo comprime los márgenes industriales chinos y frena la recuperación del PPI que analizamos en ediciones anteriores.



Fuente: FactSet Earnings Insight (5 de junio de 2026). Earnings calls del S&P 500 Q1 2026.

Nóminas en 105.000: ¿buena señal o advertencia?

Dijimos en ‘Lo bueno’ que las nóminas débiles podrían forzar a la Fed a recortar. Eso es cierto en teoría. Pero en la práctica, la función de reacción de la Fed ahora mismo está dominada por la inflación — no por el empleo. Con el IPC al 4,2%, Powell necesita ver una desaceleración sostenida de la inflación antes de recortar. Un solo dato débil de nóminas no será suficiente. El riesgo es que el empleo se debilite mientras la inflación sigue elevada — el escenario estanflacionario que es el peor para todas las clases de activos, incluyendo China.



Fuente: FactSet (4 de junio de 2026). Estimación mediana para mayo 2026.

Implicaciones para inversores

1. **El neutral táctico de Topdown Charts es una señal para reducir — no salir — de la exposición a EM.** El cambio de alcista a neutral en acciones EM es táctico, impulsado por señales de sentimiento y valoración que históricamente preceden correcciones a corto plazo del 5-15%. Para China específicamente, esto sugiere ser paciente antes de añadir nueva exposición. Esperar a que el indicador de sentimiento se resetee antes de entrar.
2. **La trampa de la Fed es el riesgo sistémico — y afecta a China de forma indirecta pero poderosa.** Un IPC al 4,2% con la Fed incapaz de recortar significa que la liquidez global sigue ajustada. La liquidez global ajustada históricamente correlaciona con la infrarrentabilidad de EM, un dólar más fuerte (que perjudica los activos denominados en yuan), y primas de riesgo más altas en las acciones chinas. Este viento en contra no desaparece con buenos datos de beneficios chinos — requiere primero un giro en la inflación americana.
3. **La narrativa de IA es un viento de cola estructural — pero no es inmune a las caídas de EM.** El número récord de menciones de IA en earnings calls confirma que la IA es el tema de inversión corporativa dominante globalmente. La posición de China en esta carrera (compute barato, eficiencia DeepSeek, respaldo gubernamental) es estructuralmente fuerte. Pero incluso la mejor historia a largo plazo puede sufrir caídas del 15-20% cuando las condiciones macro se deterioran. La ventaja en IA es real; el timing de la entrada importa.
4. **Vigila el dato de IPC de junio — es el dato más importante de los próximos 30 días.** Si el IPC de EE.UU. de junio llega por debajo del 4,0%, los mercados empezarán a descontar un recorte de la Fed en septiembre, lo que sería un catalizador significativo para EM y acciones chinas. Si llega por encima del 4,2%, la presión se profundiza. La historia de China no cambia — pero el entorno macro que la rodea sí.
5. **Dos escenarios para China entrando en Q3 2026.** Caso alcista: el IPC de junio se suaviza → la Fed señala un recorte en septiembre → el sentimiento EM se recupera → el HSTECH se revalúa hacia valor justo, impulsado por la IA y la recuperación de beneficios. Objetivo: +15-20% desde niveles actuales. Caso bajista: la inflación sigue elevada → la Fed mantiene o sube → venta masiva de EM → el HSTECH enfrenta una caída adicional del 10-15%. El petróleo se mantiene alto por el riesgo del Estrecho, comprimiendo aún más los márgenes industriales. El verano definirá qué escenario se materializa.

China en el segundo semestre: las cinco fuerzas que definirán el H2

Cada domingo analizamos la misma pregunta: ¿qué dicen los datos sobre China en este momento? Esta semana, la respuesta no viene de un solo dato sino de un marco conceptual. Los mercados entran en la segunda mitad de 2026 con cinco riesgos específicos que cualquier inversor serio debe mapear contra su tesis en China. Tres de ellos son amenazas directas. Dos son oportunidades infravaloradas. Y un solo indicador — el dato del IPC de junio — determinará qué escenario domina el resto del año.

Aquí está cómo leemos cada uno.

The 5 Key H2 Risks — What They Mean for China

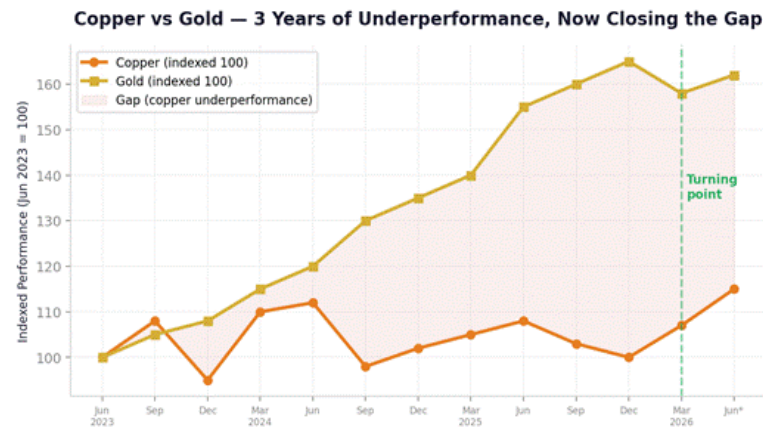
- 
- #1 New Fed Chair**
*Hawkish or dovish? No one knows.
Uncertain rate path = EM capital flow volatility*
 - #2 Global Inflation**
*CPI 4.2%. 3rd consecutive quarter
of rising mentions. China cost-push trap.*
 - #3 Bond Yield Spike**
*Most concerning H2 risk.
US 10Y spike = pressure on all EM/risk assets*
 - #4 Geopolitics**
*AI crackdowns, US midterms, Middle East.
All carry direct China exposure.*
 - #5 Seasonal Headwinds**
*Aug-Oct historically worst stretch.
Volatility rises. Markets stumble.*

Lo bueno...

Dos de las cinco fuerzas del H2 están trabajando a favor de China — y ambas están siendo infravaloradas por el mercado.

El cobre alcanza un punto de inflexión mayor — y esa es la señal de China

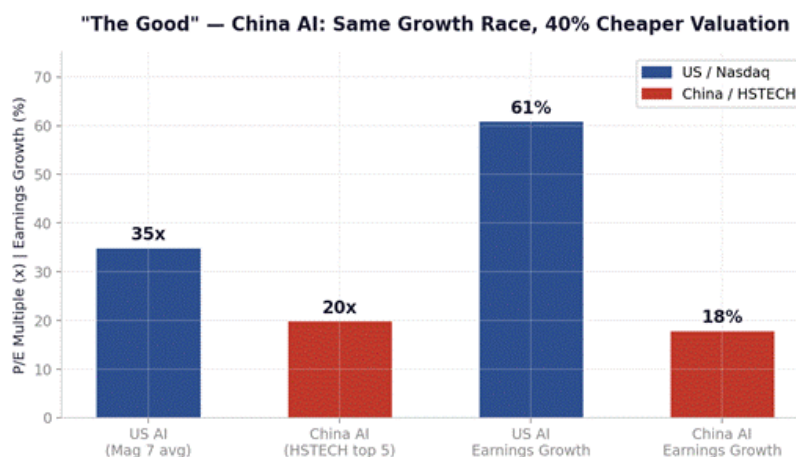
El cobre ha tenido un rendimiento significativamente inferior al oro en los últimos tres años. El cobre indexado a 100 en junio de 2023 se sitúa en ~115 hoy, mientras que el oro ha llegado a 162 en el mismo período. Esa brecha — impulsada por la débil demanda industrial china, los temores de crecimiento global y la resaca manufacturera post-COVID — muestra ahora señales de cerrarse. Datos recientes apuntan a un punto de inflexión estructural: las limitaciones de oferta se están ajustando globalmente, mientras que el despliegue de infraestructuras de China (la iniciativa de las ‘Seis Redes’ del Politburó que cubrimos la semana pasada) empieza a traducirse en demanda real de cobre.



Fuente: Bloomberg, investigación de materias primas. *Estimación junio 2026. Indexado a junio 2023 = 100.

La IA en máximo de citas en 10 años — y China está un 40% más barata

El primer trimestre de 2026 registró el mayor número de earnings calls del S&P 500 citando inteligencia artificial en más de una década. Esta es la narrativa de inversión más dominante en la estrategia corporativa global. Pero aquí está la paradoja que todo inversor en China debería tener fijada en su pantalla: las empresas de IA del Magnificent 7 cotizan a una media de 35x beneficios, mientras que los principales jugadores de IA del HSTECH cotizan a 18-21x — con trayectorias de crecimiento de beneficios comparables. La ola de IA es global. La prima de valoración es americana. Y el descuento es específico de China, construido sobre la memoria regulatoria, las primas de riesgo geopolítico y el sesgo de recencia occidental. Ninguno de estos son razones fundamentales para pagar un 40% menos por el mismo crecimiento.



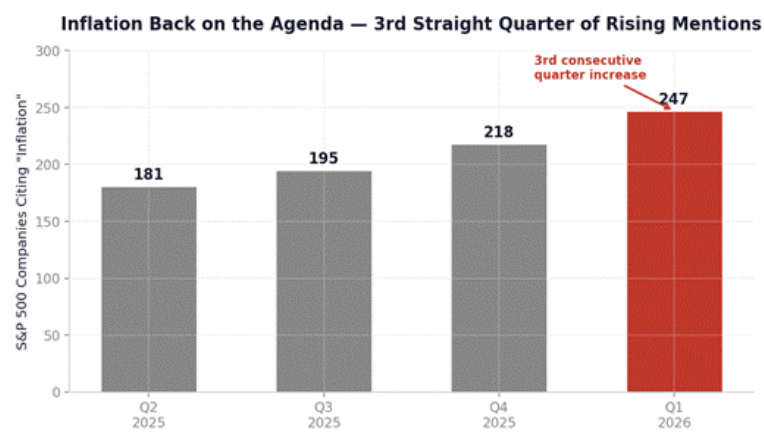
Fuente: Informes de empresas, consenso Bloomberg, Asimov Capital. Datos Q1 2026.

Lo malo...

Tres de las cinco fuerzas del H2 son vientos en contra — y uno de ellos es lo suficientemente severo como para anular todas las buenas noticias.

Inflación: 3 trimestres consecutivos de creciente preocupación corporativa

El número de empresas del S&P 500 citando 'inflación' en sus earnings calls aumentó por tercer trimestre consecutivo en el Q1 2026. Esto no es solo un dato — es una tendencia. Con el IPC de EE.UU. al 4,2% en mayo (el nivel más alto del año), los equipos directivos se ven obligados a reconocer un problema de inflación que se supone debería haberse resuelto hace dos años. Para China, esto importa de dos maneras: mantiene a la Fed atrapada (incapaz de recortar sin arriesgarse a un nuevo repunte), y confirma que el entorno global de costes de inputs sigue siendo hostil para las economías con fuerte peso manufacturero.

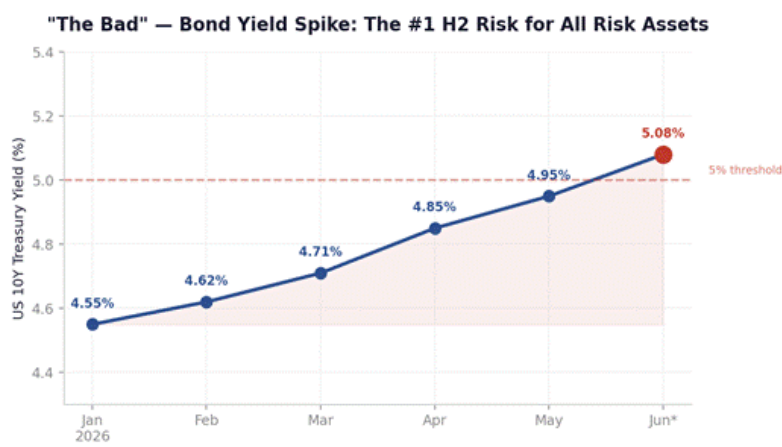


Fuente: Datos de earnings calls S&P 500 Q1 2026, Bloomberg. Junio 2026.

Spike de tipos: el riesgo #1 del H2 para todo activo de riesgo

Entre todos los riesgos de cara al H2, el que más preocupa a los observadores del mercado es un movimiento disruptivo al alza en los rendimientos de los bonos. El bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años ha estado subiendo de forma sostenida durante 2026 — del 4,55% en enero al 5,08% estimado en junio. Los mercados no descuentan más subidas de tipos, pero una racha de datos de inflación por encima del 4% combinada con un nuevo presidente de la Fed cuya postura de política sigue siendo genuinamente desconocida es exactamente la combinación que podría desencadenar un spike desordenado. Un movimiento al 5,5% o superior sería el resultado más dañino para las acciones chinas: fortalecería el dólar, comprimiría la tolerancia al riesgo de los mercados emergentes y aceleraría las salidas de capital de los emergentes.

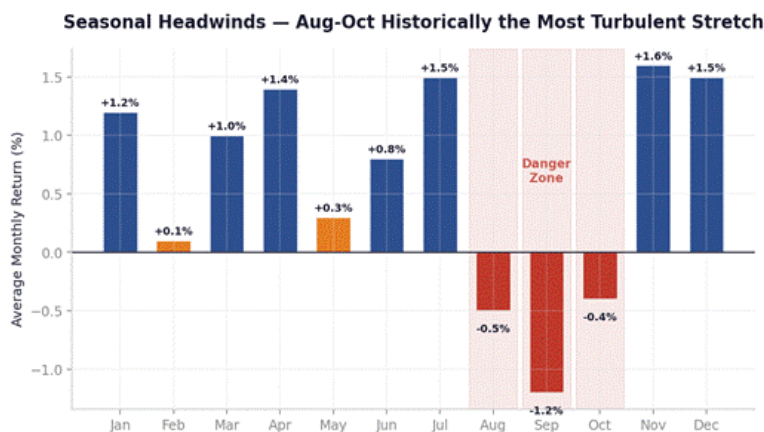
El factor del nuevo presidente de la Fed añade una dimensión única y peligrosa: **nadie tiene una lectura clara de esta persona todavía**. Si se inclina hacia el lado hawk o dove dará forma a todo el entorno de tipos de interés durante los próximos dos años. Un discurso inaugural con incluso un indicio de hawkishness podría ser suficiente para mover los mercados de forma brusca. Esta incertidumbre — llegando exactamente en el momento en que China más necesita un giro dovish — es la mayor variable macro individual del H2.



Fuente: Bloomberg, Tesoro de EE.UU. *Estimación junio 2026. Datos a 19 de junio de 2026.

Estacionalidad negativa: agosto-octubre es históricamente brutal

Agosto-octubre es el tramo más turbulento del año para las acciones estadounidenses — y por extensión, para los activos de riesgo globales incluyendo las acciones chinas. Los retornos medios mensuales del S&P 500 en septiembre han sido históricamente negativos (-1,2%), con agosto (-0,5%) y octubre (-0,4%) también por debajo de la media. Lo que hace diferente a 2026 es que esta debilidad estacional llega precisamente cuando el nuevo presidente de la Fed estará asentando su postura, cuando los datos de inflación marcarán un punto de decisión, y cuando los riesgos geopolíticos (regulación de la IA, elecciones de medio término de EE.UU., Oriente Medio) podrían cada uno servir como catalizador que amplifique la volatilidad estacional hacia algo más severo.



Fuente: Bloomberg, retornos mensuales históricos del S&P 500 (1928-2025).

Se muestran retornos medios.

Implicaciones para inversores

1. **La señal del cobre es la que hay que vigilar más de cerca.** De todas las señales de este marco, el punto de inflexión del cobre es la más operativamente relevante para el posicionamiento en China. El cobre no miente. No responde a anuncios gubernamentales ni a mejoras de analistas — responde a pedidos reales de fábricas y actividad de construcción. Si el cobre sigue cerrando su brecha con el oro en julio y agosto, será la confirmación más sólida que hemos tenido de que la recuperación industrial de China es real y autosostenida, no dependiente del estímulo.
2. **El spike de tipos es el riesgo sistémico que anula todo lo demás.** Los inversores pueden tener razón sobre el cobre, sobre las valoraciones de la IA y sobre la trayectoria a largo plazo de China — y aun así perder dinero en el H2 si el bono a 10 años de EE.UU. sube al 5,5%+. Un movimiento desordenado de los tipos desencadenaría ventas forzadas en EM, ajustaría la liquidez del dólar globalmente, y haría que el descuento de valoración del 40-50% en la IA china pareciera irrelevante a corto plazo. Este es el riesgo de cola que debe cubrirse, no ignorarse.
3. **El primer discurso del nuevo presidente de la Fed es el mayor catalizador individual del Q3.** No conocemos aún los instintos de política de esta persona. Los mercados escucharán con atención extraordinaria cada palabra, tono y encuadre del primer discurso público. Una señal hawkish en julio podría revalorizar a la baja todo el espacio EM. Una señal dovish podría ser el catalizador que desencadene la revaloración de China de 20x a 25x. Este es un evento binario que requiere opcionalidad de posicionamiento en lugar de convicción.
4. **Construir posiciones en tramos durante la debilidad estacional.** Para los inversores con una tesis de 12-18 meses en China, la debilidad estacional de agosto-octubre es una oportunidad, no una amenaza. Si el caso estructural está intacto — cobre recuperándose, beneficios creciendo, IA con un 40% de descuento — entonces una caída del 10-15% impulsada por ruido estacional y macro es la ventana de entrada correcta. Construiríamos posiciones en tres tramos: primero a niveles actuales, segundo si llega la debilidad estacional de agosto (como es históricamente esperable), y tercero con una señal dovish confirmada de la Fed.

5. **El dato de IPC de junio es el punto de decisión binario.** Todo en el H2 2026 depende de este número. Si el IPC de junio llega por debajo del 4,0%, la narrativa gira hacia un recorte de la Fed en septiembre, el sentimiento EM se recupera, y el punto de inflexión del cobre se amplifica por los flujos de capital. Si el IPC de junio llega por encima del 4,2%, el escenario de estanflación se convierte en el caso base y todos los activos de riesgo enfrentan una represión brutal de precios. Vigilar la publicación — será la señal más clara que hemos tenido en todo el año.

En resumen

El segundo semestre de 2026 estará definido por cinco fuerzas: un nuevo presidente de la Fed con una postura política desconocida, una inflación que se niega a bajar, el riesgo siempre presente de un spike disruptivo de tipos, puntos de conflicto geopolítico en múltiples frentes, y la volatilidad estacional de agosto-octubre que sorprende a los inversores cada año. Para China específicamente, dos poderosos vientos de cola atraviesan todo este ruido: el cobre alcanza un punto de inflexión mayor que históricamente señala una recuperación industrial genuina, y el descuento en IA sigue siendo una de las oportunidades más asimétricas en los mercados globales.

La estrategia no es convicción — es opcionalidad. Construir posiciones en tramos. Cubrir el riesgo de cola del spike de tipos. Vigilar la ratio cobre/oro semanalmente. Y tratar el primer discurso del nuevo presidente de la Fed como el evento macro más importante del Q3.

Desde Asimov, seguimos siendo estructuralmente alcistas en China — pero tácticamente pacientes.

El verano pondrá a prueba esa paciencia. Como siempre lo hace.