

Informe Trimestral

Edición Q2 2026 · FV Frankfurter Vermögen AG

Evolución del mercado

Los mercados bursátiles mundiales registraron en general una buena evolución en el segundo trimestre. Con una subida de alrededor del 22 %, el Nasdaq fue el índice más destacado, seguido del índice general estadounidense S&P 500, con un avance de en torno al 15 %. También el mercado bursátil chino se comportó notablemente bien: el índice de referencia CSI 300 avanzó —igualmente impulsado por la tendencia de la IA— alrededor de un 12 %, superando incluso a las bolsas europeas. No obstante, algunos valores de gran peso cedieron, ya que los participantes del mercado cuestionaban cada vez más los elevados gastos de inversión en IA. Los mercados europeos no lograron seguir del todo la sobresaliente evolución de las bolsas estadounidenses, dado que las empresas tecnológicas tienen un peso claramente menor en los índices europeos que en EE. UU. Aun así, el Euro Stoxx 50 y el DAX evolucionaron de forma sólida, con una subida de en torno al 10 % cada uno. También en este caso el avance se sustentó en parte en valores tecnológicos de primer nivel.

Observaciones preliminares

El comportamiento del mercado en los últimos meses estuvo de nuevo fuertemente marcado por los temas de IA, ante todo por la cuestión de si las elevadas valoraciones están justificadas y si las cuantiosas inversiones son sostenibles. Incluso el elevado y creciente déficit presupuestario estadounidense pasó a un segundo plano. A continuación abordamos sucesivamente EE. UU., China y las perspectivas para el sector de los semiconductores.

Al cierre del trimestre, la salida a bolsa de SpaceX acaparó la atención de los mercados, ya que puede considerarse también un globo sonda para las previstas salidas a bolsa de Anthropic y OpenAI. Otro foco de los mercados fue el conflicto de Oriente Próximo, dado que el aumento de los precios de la energía y, en su estela, el repunte de las tasas de inflación están provocando un cambio de percepción respecto al relato, hasta ahora vigente, de bajadas de tipos por parte de los bancos centrales. El BCE ya reaccionó ante la nueva situación y subió los tipos en junio en 25 puntos básicos. Es probable que el factor determinante no fuera tanto el temor a una creciente presión inflacionista, sino más bien el afán por preservar su credibilidad (que se había resentido tras una actuación titubeante durante la pandemia).

En un dilema similar se encuentra también el banco central estadounidense. Ante una presión inflacionista creciente y una economía todavía robusta, debería subir los tipos (por ello los mercados ya han descontado una subida), pero unos tipos más altos gravarían adicionalmente las cuentas públicas estadounidenses, ya que alrededor de un tercio de la deuda pública debe refinanciarse en el plazo de un año.

Con el aumento de la presión inflacionista, los datos macroeconómicos volvieron a situarse en el punto de mira de los mercados, pues anteriormente la atención se centraba sobre todo en los conflictos geopolíticos y en los temas de IA. En este documento también nosotros prestaremos mayor atención a los temas macroeconómicos, comenzando por la economía estadounidense, que concentra en torno al 25 % de la potencia económica mundial.

EE. UU.

Sector tecnológico

La economía estadounidense se distinguió durante mucho tiempo por una elevada resiliencia, sostenida por un sector tecnológico dinámico y por un consumidor que, pese a la subida de los precios, apenas modificó

aparentemente su comportamiento de gasto. Sin embargo, si se examinan con más detalle los motores del crecimiento, se advierte que la sostenibilidad de dicho crecimiento es menos sólida de lo que parece.

Fijémonos primero en el sector tecnológico: muchas empresas de IA se benefician, directa o indirectamente, de la demanda exponencialmente creciente de tokens, es decir, del componente básico de la IA generativa. Mientras que en un primer momento el protagonismo lo tenía el entrenamiento de las redes neuronales a partir de millones o miles de millones de datos de entrenamiento, el crecimiento se ha desplazado hacia la inferencia. Con ello se hace referencia a que un modelo ya entrenado es utilizado por los usuarios para consultas concretas con el fin de obtener resultados. Cada vez que un usuario dirige una entrada o pregunta a la IA (a menudo denominada «prompt») se consumen tokens, tanto para procesar la entrada como, en mayor medida aún, para generar la respuesta. Con el creciente empleo de agentes, este consumo se ha disparado, ya que los agentes generan de forma autónoma nuevas consultas. Esta reorientación aceleró la demanda de semiconductores especializados y propició un fuerte avance de las empresas que fabrican tecnologías clave.

Los elevados ingresos generados en el sector tecnológico agudizaron las diferencias en la evolución de las rentas, hasta el punto de que en EE. UU. se habla de una economía en forma de K, en la que la rama superior de la K concentra la mayor parte de los ingresos y del gasto, mientras que a la rama inferior solo le corresponde una pequeña parte. Esta tesis es en parte controvertida; lo que no se discute, sin embargo, es que el 1 % de los contribuyentes con mayores rentas soporta el 40 % del total del impuesto sobre la renta. Esta evolución es preocupante: si en algún momento se debilita el crecimiento de las empresas tecnológicas, las cuentas públicas estadounidenses se verían en una situación aún más delicada.

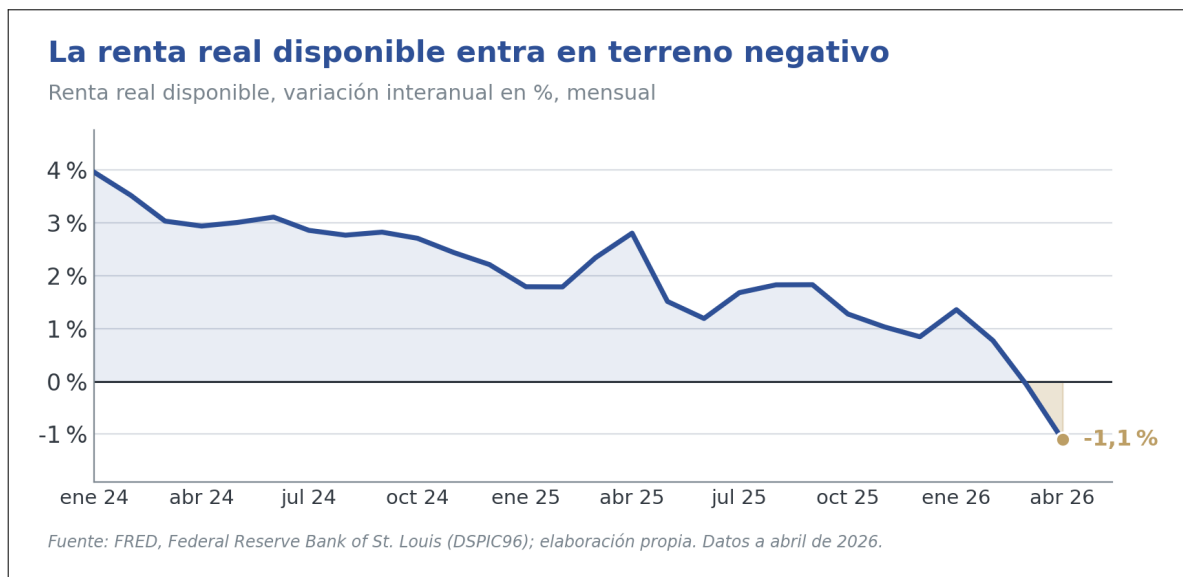
El consumidor

Un mercado laboral en general estable actuó hasta ahora también como soporte del robusto comportamiento de gasto del consumidor estadounidense. No obstante, cada vez hay más indicios de que la capacidad financiera del consumidor se está debilitando. Las señales más claras las observamos en el descenso de la tasa de ahorro (véase el gráfico siguiente), que apunta a que los consumidores tienen que recurrir a sus ahorros para mantener su nivel de gasto.



De cara al comportamiento de gasto futuro, resulta especialmente preocupante el descenso de la renta real disponible (véase el gráfico siguiente). Como documenta el gráfico, las rentas crecieron durante mucho tiempo a una tasa positiva, pero desde hace dos meses esta tendencia se ha vuelto negativa. Dado que en torno a dos tercios del producto interior recaen sobre el consumidor privado, esta evolución reviste gran

importancia. Si el consumidor se ve obligado a restringir su gasto, un debilitamiento podría acabar repercutiendo también en el sector tecnológico.



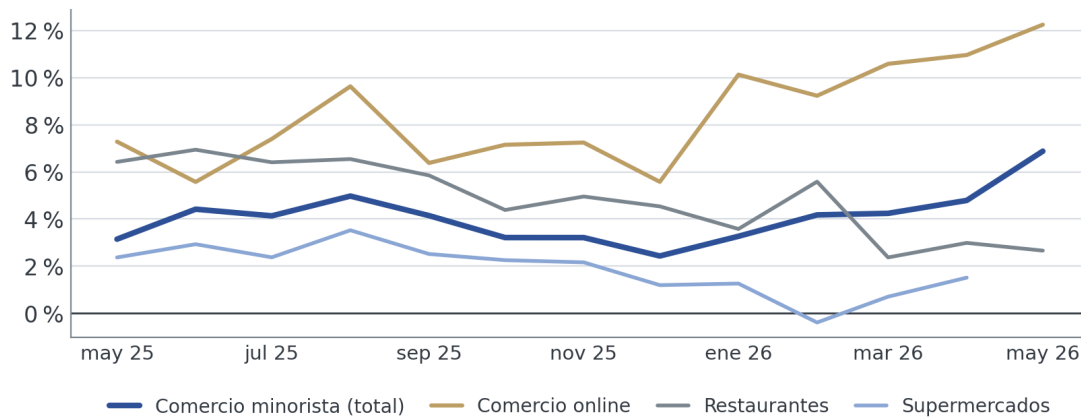
Lo estrechamente entrelazadas que están ya ambas esferas lo ilustra la reciente caída de en torno al 6 % de la acción de Apple: el detonante fue una subida de precios en varias líneas de producto que Apple justificó expresamente por la escasez de chips de memoria provocada por la IA. Dado que la industria de semiconductores destina su capacidad prioritariamente a la memoria para centros de datos de IA, los costes de los componentes suben con tal intensidad que deben trasladarse al cliente final. El mercado reaccionó de inmediato con el temor a un retroceso de la demanda. El auge de la IA repercute así, a través del cuello de botella de la memoria, directamente sobre el consumidor.

En última instancia, son los usuarios de las aplicaciones de IA quienes hacen posible el enorme crecimiento del sector. A favor de un crecimiento estructuralmente robusto y sostenido habla el hecho de que en la demanda de tokens se superponen varias tendencias: no solo surgen nuevas aplicaciones con una demanda creciente por parte de los clientes (conducción autónoma, robots humanoides, espacio, etc.), sino que también aumenta la intensidad de uso a raíz del avance de la Agentic AI y la physical AI. De esta superposición se alimenta el crecimiento exponencial que venimos observando desde hace algunos años. No obstante, hay que tener en cuenta que el crecimiento choca con límites físicos, ya que el consumo energético, la producción y la refrigeración no pueden crecer al mismo ritmo. Ello podría limitar un crecimiento potencialmente exponencial.

Los mercados no parecen estar tematizando actualmente el riesgo de una desaceleración económica, pues solo así se explica el avance de las bolsas tras un aumento de las ventas minoristas muy superior al esperado (véase el gráfico siguiente). Con frecuencia se pasa por alto, sin embargo, que este incremento está impulsado en gran medida por factores nominales —es decir, refleja sobre todo la inflación— y se sustenta en buena parte en el pujante comercio online basado en descuentos (Non-Store Retailers), así como en un uso creciente de las tarjetas de crédito. El consumidor estadounidense medio consume así cada vez más a costa de su sustancia patrimonial, lo que cuestiona a largo plazo la sostenibilidad de la subida bursátil de este año. Esta tesis se ve respaldada por los datos detallados de las ventas minoristas, que muestran que precisamente el gasto en consumo diario, especialmente sensible a la renta, sufrió un retroceso en términos reales.

Comercio minorista de EE. UU.: sobre todo online

Posiciones seleccionadas, variación interanual en %, mensual

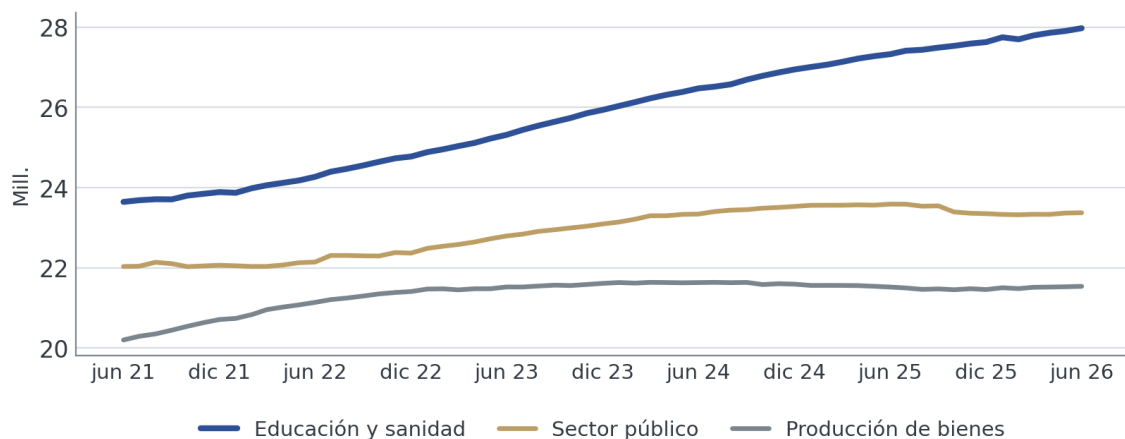


Fuente: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (RSAFS, RSNSR, RSFSDP, MRTSSM4451USS); elaboración propia. Datos a mayo de 2026.

Tampoco el mercado laboral se encuentra en una situación tan sólida como podría sugerir la mera observación de la tasa de desempleo. Bajo la superficie observamos un desplazamiento paulatino de la estructura del empleo: mientras que los puestos productivos en la industria manufacturera tienden a estancarse o registran un menor crecimiento, el empleo se sostiene cada vez más en puestos del sector público, así como del sector sanitario y de los servicios sociales (véase el gráfico siguiente).

Empleo: la educación y la sanidad impulsan el crecimiento

Empleo en EE. UU. por sector, en millones, desestacionalizado, mensual



Fuente: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (USEHS, USGOVT, USGOOD); elaboración propia. Datos a junio de 2026.

Un indicio claro del incipiente giro defensivo de las empresas es, además, el retroceso del trabajo temporal. Como este se considera históricamente un indicador adelantado fiable, la reducción de las relaciones laborales flexibles apunta a que el sector privado ya está recortando capacidades, mucho antes de que ello se refleje en las cifras oficiales de despidos de empleados fijos. También el número de nuevos puestos creados en junio, inferior al esperado, así como las notables revisiones a la baja de los meses anteriores, apuntan a un debilitamiento gradual de la dinámica del empleo. Al mismo tiempo, la tasa de actividad (Labor Force Participation Rate) descendió 0,3 puntos porcentuales. En términos aritméticos, esto equivale a unas 800.000 personas que dejan de formar parte de la población activa. El descenso de la tasa de desempleo se debe, por tanto, al menos en parte, a que menos personas participan activamente en el mercado laboral, y

no exclusivamente a una evolución más fuerte del empleo. Es previsible que esta evolución confirme, de momento, la actitud expectante del banco central estadounidense.

No obstante, es prematuro hablar de una debilidad generalizada del mercado laboral, ya que en particular el escaso aumento en la industria manufacturera refleja también el cambio estructural hacia una producción industrial más automatizada e intensiva en tecnología.

China

La fragmentación de la economía en EE. UU. —un sector tecnológico fuerte junto a un consumo privado débil— puede observarse, de forma más atenuada, también en China. Ello se puso especialmente de manifiesto en las débiles cifras del comercio minorista, que en mayo cayó un 0,6 % interanual, registrando así el primer retroceso desde diciembre de 2022. Frente a ello, el Gobierno fomenta de forma selectiva las inversiones en el sector tecnológico, con el fin de lograr avances estratégicos en la competencia global por el liderazgo en innovación frente a EE. UU.

Muchos analistas señalan que la persistentemente baja propensión al consumo es reflejo de las lagunas de la red de protección social. Sin embargo, esta tesis debe matizarse. Un estudio del Peterson Institute for International Economics¹, que ha analizado esta cuestión, expone que China, en gasto social, se sitúa por detrás de los países de renta media-alta de la OCDE, con un 9,1 % del PIB, pero se aproxima a países como México o Turquía. El estudio muestra además que el gasto social chino creció entre 2010 y 2023 un 16 % anual, es decir, de forma claramente más dinámica que el ya de por sí fuerte crecimiento del PIB. El gasto en pensiones aumentó en el mismo periodo un 15 % anual.

A pesar de estos avances, China se enfrenta a enormes retos demográficos. La tasa de dependencia de mayores (relación entre las personas de más de 65 años y la población en edad de trabajar, de 15 a 64 años) podría aumentar desde alrededor del 20 % en 2021 hasta cerca del 25 % en 2030. A modo de comparación: en la Unión Europea esa misma tasa es claramente más elevada y crece desde en torno al 33 % (2021) hasta casi el 40 % (2030). China envejece, por tanto, partiendo de un nivel más bajo; lo verdaderamente llamativo, sin embargo, es la velocidad: mientras que la tasa apenas se movió durante décadas, en China se duplica aproximadamente en torno a un decenio y medio, un ritmo para el que Europa necesita mucho más tiempo.

Aun así, como gestores de patrimonio invertimos también en empresas chinas seleccionadas que cuentan con un rasgo diferenciador. Es el caso, por ejemplo, de CATL, el mayor fabricante de baterías del mundo. Precisamente porque CATL dispone de una ventaja en escala y tecnología, la empresa se sustrae a la presión sobre los márgenes del sector: no solo se beneficia de su posición de liderazgo en baterías para vehículos eléctricos —donde le favorecen las economías de escala—, sino que además ha sido el primer gran fabricante en pasar a la producción en serie de una nueva generación de baterías. Nos referimos a las baterías de iones de sodio, que se caracterizan por unos costes menores, un mejor rendimiento en frío, mayor seguridad y más ciclos de carga, con la contrapartida de una menor densidad energética. Por ello resultan idóneas para el almacenamiento estacionario y, cada vez más, también para vehículos de gama de entrada y de regiones frías. Con precios en descenso continuo, la rentabilidad del almacenamiento en baterías se extiende además a duraciones cada vez más largas, desplazando allí de forma creciente a alternativas más caras como el hidrógeno, que hasta ahora cubría sobre todo el almacenamiento a largo plazo y estacional.

Como se describió al principio, el Gobierno chino impulsa el desarrollo de un sector industrial fuerte. Gracias a su marcado enfoque en la industria y en los servicios de ingeniería, las empresas chinas han asumido el liderazgo mundial del mercado en numerosos sectores; al mismo tiempo, sin embargo, este planteamiento ha propiciado también la acumulación de un exceso de capacidad. Ello se aprecia con especial claridad en la

¹Does a Weak Social Safety Net Hold Back Private Consumption in China?, Nicholas R. Lardy, Peterson Institute for International Economics. Diciembre de 2025.

producción de automóviles, donde las empresas chinas luchan con márgenes de ventas decrecientes. Recientemente se sumó, en el primer trimestre de 2026, un descenso de las ventas de más del 20 % interanual, después de que el Estado redujera las subvenciones y prohibiera las ventas por debajo del coste de producción.

Una voluntad política decidida de avanzar hacia una protección social más amplia y completa no se vislumbra, sin embargo. El presidente Xi Jinping ya subrayó en 2021 que, si bien el Gobierno debía garantizar las necesidades básicas («basic needs»), había que guardarse de «garantías excesivas para no caer en la trampa de un «asistencialismo» que fomente la pereza».² En este contexto, cabe suponer que las prioridades de la cúpula de Pekín seguirán centrándose en el futuro, ante todo, en la subvención y la expansión del sector tecnológico. El mundo no puede, por tanto, contar con impulsos coyunturales procedentes de China.

Perspectivas

Al comienzo de este informe advertimos de los riesgos que pueden derivarse de la valoración, el endeudamiento y una desaceleración económica. Aun cuando, por estos u otros factores, se produjera una corrección del mercado, no debemos pasar por alto que, junto a los riesgos a corto plazo, se abren también oportunidades extraordinarias a largo plazo. Si llevamos hasta sus últimas consecuencias la evolución del sector tecnológico, se despliega un enorme potencial de nuevas aplicaciones. Entre ellas se cuentan la comercialización del espacio, el próximo estándar 6G y la tendencia a una mayor integración de la IA en el mundo físico («Physical AI»). Algunas de estas innovaciones se traducen de forma inmediata en incrementos perceptibles de productividad en el conjunto de la economía; otras dan lugar a productos de consumo completamente nuevos.

Dentro del sector tecnológico dirigimos la mirada especialmente a los semiconductores: a diferencia de fases de mercado anteriores, cuando el sector de los semiconductores tenía un marcado carácter cíclico, observamos actualmente una demanda estructural robusta. Esta se ve impulsada sobre todo por el fulgurante avance de la inteligencia artificial —en particular en el ámbito de la inferencia— y por nuevas aplicaciones. Una demanda potencialmente exponencial creciente se topa aquí con una oferta por naturaleza escasa, ya que las capacidades físicas de producción solo pueden crecer de forma lineal. No obstante, existen también argumentos que ponen en duda un aumento sostenido de la demanda de los componentes clave de la IA. Los escépticos señalan, por un lado, que muchas empresas ya se han abastecido anticipándose a un fuerte crecimiento, lo que adelanta demanda futura y podría provocar un debilitamiento transitorio. Por otro lado, algoritmos más eficientes y un hardware más potente podrían reducir la necesidad por tarea de cálculo. A favor del mantenimiento de esta elevada demanda estructural habla el hecho de que el potencial de nuevas aplicaciones antes descrito conduce a una necesidad duradera de semiconductores. En la selección de valores dentro de este sector nos guiamos por la idea de invertir de forma selectiva en aquellos títulos que se benefician simultáneamente de varias tendencias y que disponen de un elevado rasgo diferenciador dentro de la cadena de valor (un «foso defensivo» o moat).

En julio de 2026

Uwe Eilers
Dirección

Jürgen Brückner
Gestión de carteras

²Citado según el estudio de Nicholas R. Lardy: Does a Weak Social Safety Net Hold Back Private Consumption in China?, Peterson Institute for International Economics, diciembre de 2025.