Tech: Del Blanco al Negro sin pasar por el gris

Area de Negocio,

Ibercaja Gestión SGIIC, SAU.



23 de noviembre de 2026

2026: año de euforia y pánico

Del blanco al negro, del todo al nada…

Gráfico 1: Evolución de los índices tecnológicos en el año, 1-enero = 100
El mercado ha pasado del blanco al negro en cuestión de dos meses

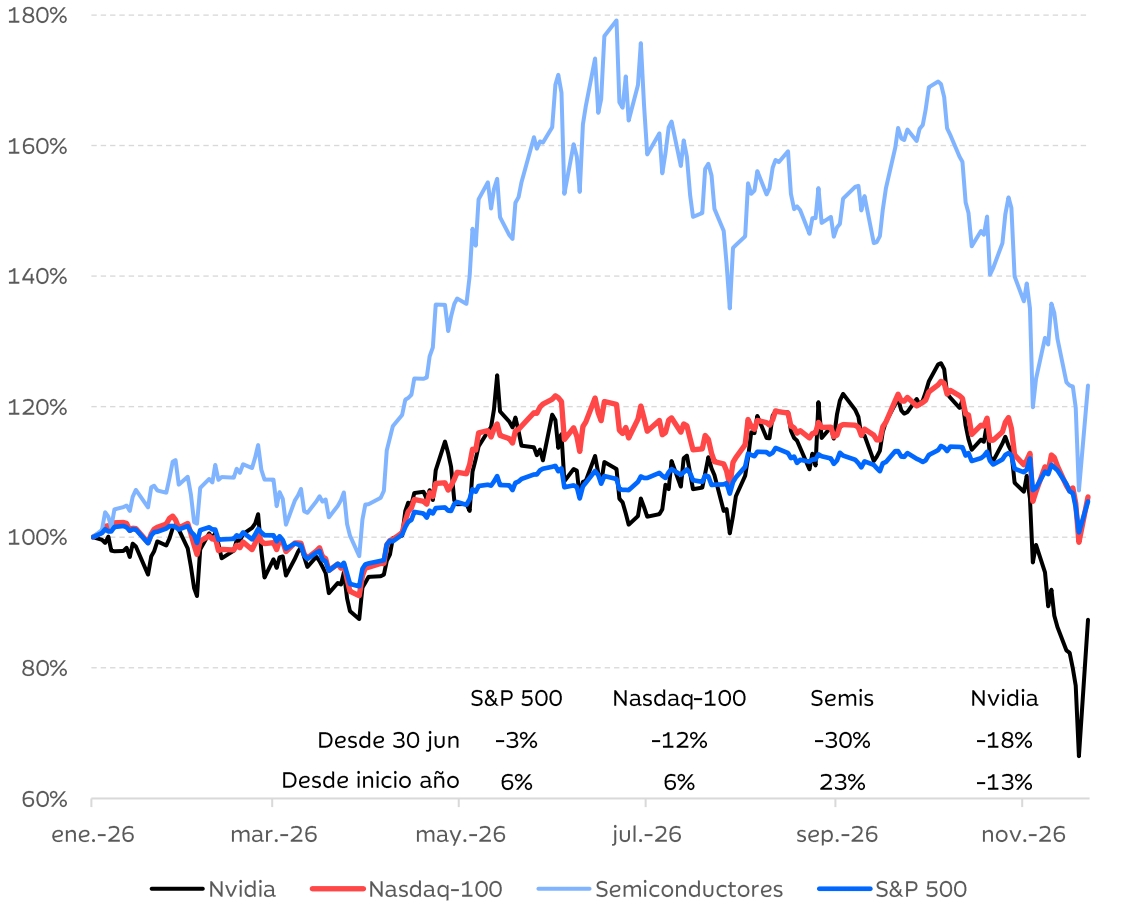
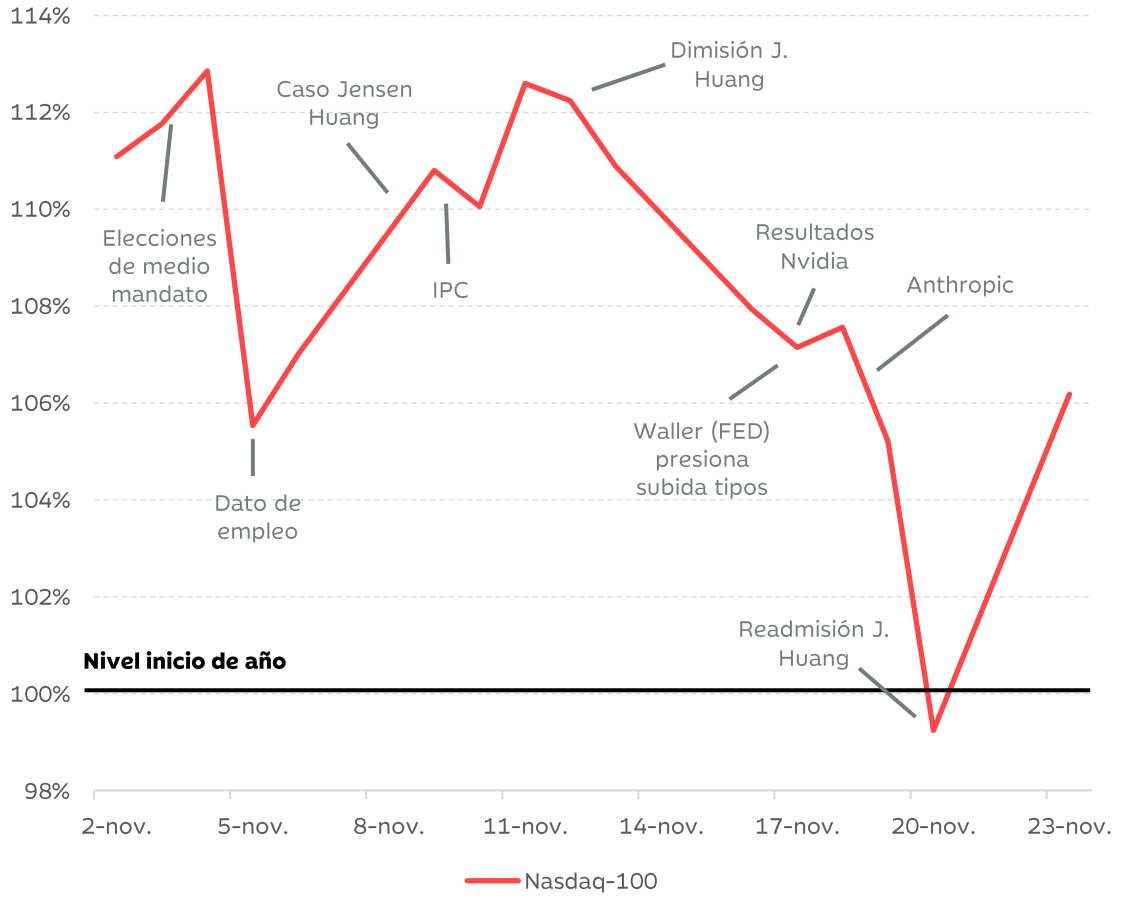


Gráfico 2: Evolución del Nasdaq-100 desde inicios de noviembre
El Nasdaq-100 ha llegado a caer a territorio negativo tras estar +23%



Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Ha pasado de todo en tecnología

Atención

Enero-Marzo: Empezábamos el año con pánico en Software (SaaSpocalypse), que hacía caer al principal índice del sector cerca de un 30% hasta tocar mínimos en abril. Las IA agéntica, las mejoras en los modelos y la posibilidad de generar software a un coste mucho menor aumentaban el riesgo de disrupción. Desde entonces, el mercado ha moderado sus expectativas y el índice ha remontado un 27%, aunque se queda -6,8% abajo YTD.

Marzo-Junio: A partir de marzo el sector tecnológico en general y el de semiconductores en particular empiezan un ascenso meteórico. Es el momento de los "picos y las palas" y el Nasdaq-100 sube un 32% en 2 meses y SOXX llega a doblar en el mismo periodo. Cuellos de botella, cadenas de suministro saturadas, una demanda infinita por la capacidad de cómputo... son narrativas que se instauran en el mercado e impulsan el movimiento.

Junio-Agosto: El mes de junio representa el máximo para semiconductores. A partir de aquí el índice corrige cerca de un 40%. Los analistas cambian sus estimaciones de demanda, el coste de financiación se encarece, las ventajas competitivas ya no parecen tales y las valoraciones dejan de ser racionales.

Agosto-Noviembre: El Nasdaq-100 logra superar el verano sin mayores dificultades y vuelve a máximos el 6 de octubre gracias a la contribución del Software. Tras este día las dudas se acrecientan: los costes de financiación de los *Neoclouds* empiezan a ser un problema, la victoria demócrata en las elecciones de medio mandato parece un hecho, la inflación sigue presionando al alza y la FED endurece su política y, finalmente, Jensen dimite y crea el caos en el sector.

¿Qué podemos esperar ahora? Tras la confirmación de la vuelta de Jensen la reacción ha sido inmediata: NVDA +31%, Nasdaq + 6,7%, SOXX +13,6%. Toda la industria de la IA ha rebotado con fuerza, pero todavía sigue lejos de los niveles alcanzados en junio y octubre. Si echamos la vista atrás, vemos como el año ha sido espectacular en términos de generación de beneficios.

El sector tecnológico ha obtenido en el tercer trimestre un crecimiento interanual de las ventas y del BPA del 24% y 44%, respectivamente. La fuerte inversión en IA ha transformado al sector: compañías que tradicionalmente generaban grandes excedentes de caja han pasado a consumirla, convirtiéndose en demandantes de capital. La fuerte inversión de hoy no se refleja en las cuentas de resultados como gasto, pero sí que contribuye a impulsar los ingresos, mejorando los márgenes en el corto plazo. Esto, unido al excepcional comportamiento de compañías cíclicas, cuyos márgenes operativos alcanzan el 70-80%, **ha contribuido a la expansión del margen del sector, algo que podría no ser sostenible** y que el mercado podría estar penalizando.

El sector sigue teniendo varios retos por delante, pero todo se reduce a si la monetización será suficiente. La exigencia es tal, que un breve –y puede que estacional- debilitamiento en septiembre causó caídas. La vuelta de Jensen a Nvidia debería servir para mitigar otro de los riesgos: su papel en la financiación de toda la cadena de suministro.

Con todo, y pese a la volatilidad y dificultad de hacer predicciones en el corto plazo, **acceder al sector a las valoraciones actuales nos parece una oportunidad;** más viendo como el mercado ha demostrado ser capaz de cambiar de sentimiento de un momento a otro.

Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión

4 preocupaciones en Inteligencia Artificial

Los miedos que han causado las correcciones en el último mes

01 MONETIZACIÓN

¿El crecimiento de ingresos compensará el coste de cómputo?

La prueba decisiva es convertir uso de modelos, cloud y agentes en ingresos recurrentes con margen. La salida a bolsa de Anthropic será un test público de cuánto está dispuesto a pagar el mercado por crecimiento rápido, pero todavía intensivo en cómputo y capital.

$16,3bn Ingresos de Anthropic en 1S26, frente a $1,16bn un año antes; la compañía seguía registrando pérdidas operativas.

Qué vigilar: ingresos por token, retención empresarial, margen bruto, coste de inferencia y conversión de contratos en caja.

Anthropic IPO | Pricing por token | Margen de inferencia

02 RETORNO Y FINANCIACIÓN

¿Quién soporta el riesgo si el capex tarda en generar caja?

CoreWeave concentra la inquietud: deuda elevada, FCF negativo y activos de rápida obsolescencia. El riesgo se extiende mediante bonos, crédito privado, leasing y SPVs respaldados por GPUs, contratos take-or-pay y garantías de proveedores.

$218bn Emisión de deuda de hyperscalers acumulada en 2026; el capex agregado se estimaba alrededor de $733bn.

Qué vigilar: CoreWeave, FCF después de capex, refinanciación, deuda/EBITDA, covenants y exposición fuera de balance.

CoreWeave | SPVs | Crédito privado | Financiación circular

03 REGULACIÓN Y POLÍTICA

¿Cambiarán los midterms el marco de los centros de datos?

Texas concentra gran parte de la capacidad prevista y del debate sobre quién paga la red. El resultado de los midterms puede modificar el equilibrio entre expansión, protección al consumidor y exigencias a los grandes centros de datos.

Texas El riesgo regulatorio se juega en conexión, generación, agua, permisos, fiscalidad y reparto del coste de infraestructura.

Qué vigilar: control político tras los midterms, decisiones de ERCOT y PUCT, permisos locales, incentivos fiscales y obligaciones de suministro.

Midterms | ERCOT | PUCT | Coste de red

04 LIDERAZGO Y FINANCIACIÓN

¿Qué se rompe si Jensen Huang sale y se cierra la financiación de los neoclouds?

La salida de Jensen Huang convertiría un riesgo personalista en un riesgo para toda la cadena de IA. NVIDIA no solo suministra GPUs: coordina la hoja de ruta tecnológica, asigna capacidad escasa y conecta fabricantes de chips, memoria, servidores, redes y centros de datos. A la vez, neoclouds como CoreWeave adelantan compras de infraestructura con deuda, leasing, crédito privado y contratos respaldados por GPUs. Si esa financiación se frena, la demanda puede caer antes de que los hiperescaladores absorban el exceso.

>$500bn Capitalización perdida por NVIDIA tras la dimisión de Jensen Huang, señal de cuánto liderazgo, confianza y poder de coordinación descontaba el mercado.

Qué vigilar: sucesión y retención de talento en NVIDIA, asignación de GPUs, pedidos de CoreWeave, acceso a deuda y leasing, coste de financiación, covenants, utilización de capacidad y continuidad de contratos take-or-pay.

Sucesión NVIDIA | CoreWeave | Neoclouds | Crédito privado | Cadena de suministro

Fuentes: Reuters, CoreWeave y Anthropic (oct.–nov. 2026); Fitch Ratings, CoreWeave (jul. 2026); UBS Asset Management, SPVs y financiación de cómputo (sep. 2026); Fitch Ratings, CoreWeave (jul. 2026); Fuentes sectoriales sobre la cadena de suministro de centros de datos. Cifras redondeadas; los perímetros de deuda y capex difieren según fuente.

Preocupación 1: Monetización y generación de ingresos

Pese a que la demanda sigue al alza, el precio de los tokens cae

Los ingresos de los proveedores de modelos tienen que crecer a un ritmo lo suficientemente elevado para justificar la inversión. La demanda de tokens de momento cumple, pero la *comoditización* de los modelos y la competencia añaden presión al precio/token, retrasando la monetización.

Gráfico 1: Uso de tokens por proveedor, datos indexados
Dos claros ganadores, aunque cambia según la fuente

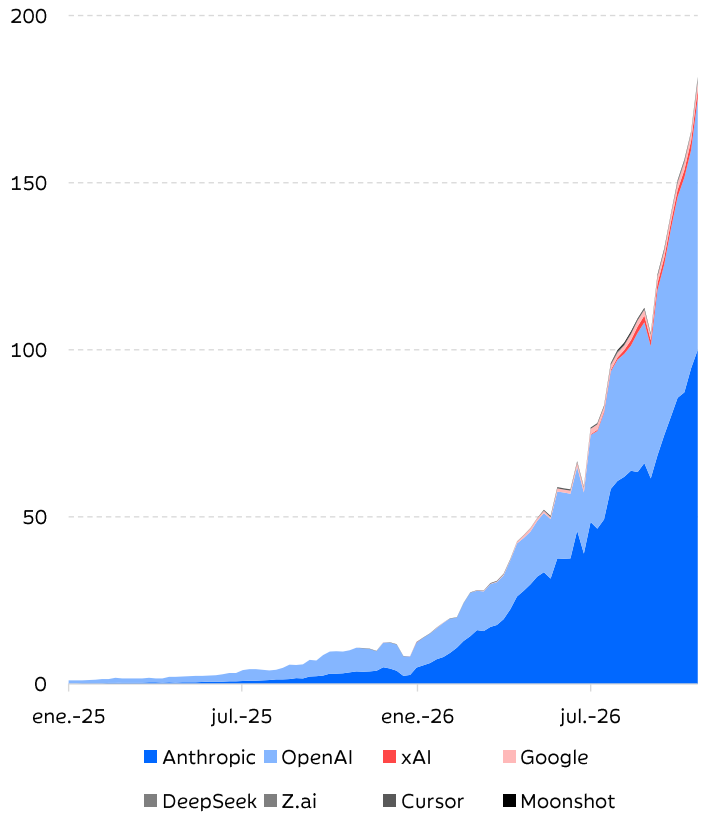


Gráfico 2: Coste por millón de tokens, datos en dólares
El coste de los tokens se ha reducido un 50-70%

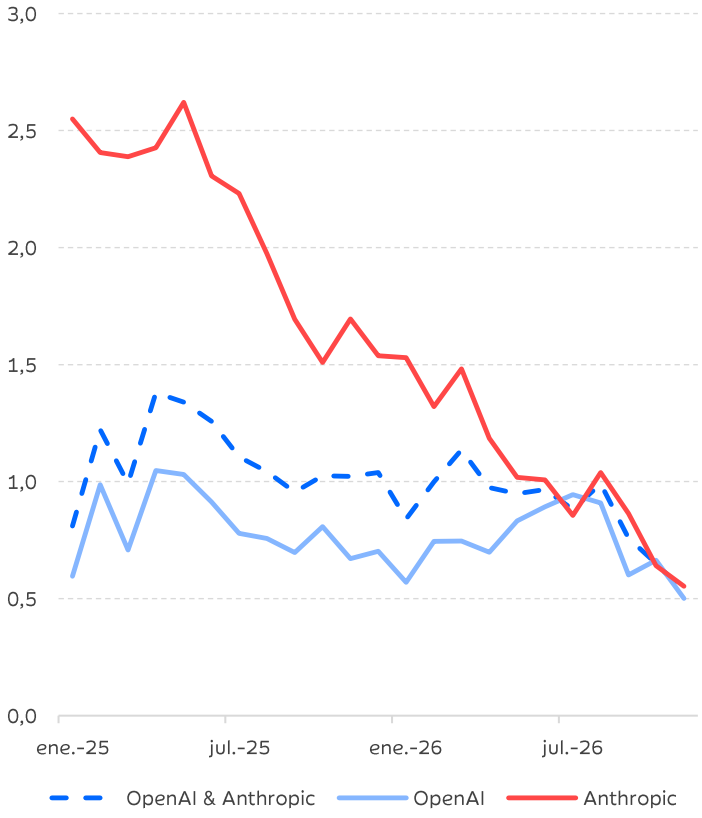
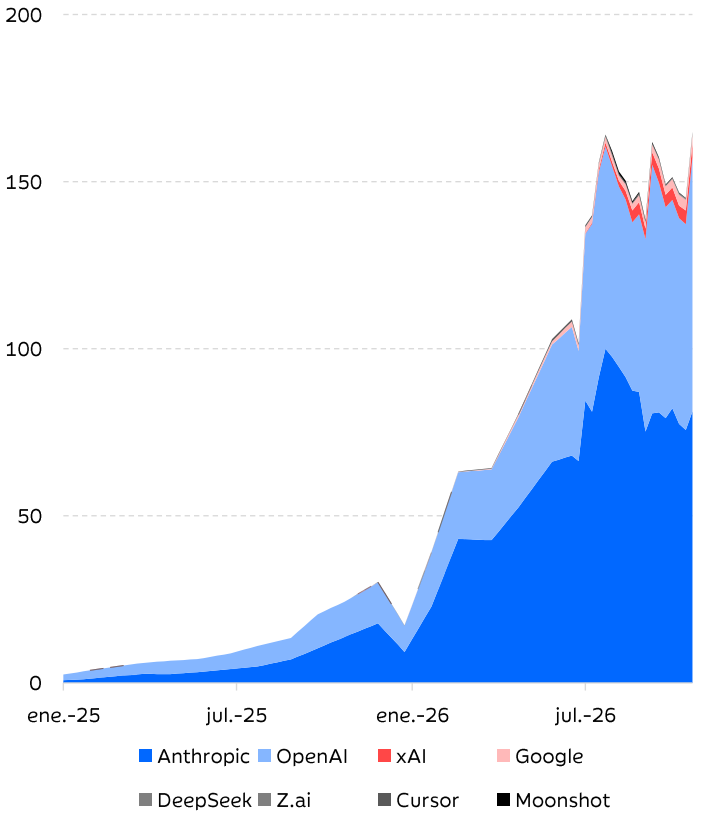


Gráfico 3: Gasto total por proveedor, datos indexados
La presión en precio/token y el uso responsable se notan



Fuentes: RampAI Index; Gráficos de Elaboración Propia, Ibercaja Gestión SGIIC.

Preocupación 2: ¿quién soporta la inversión?

Desde la inversión del ferrocarril o las puntocom no se iniciaba una revolución tan grande

Gráfico 1: CAPEX anual medio en EE. UU., datos como % del PIB
Super ciclo de inversión en centros de datos durante 2026-30E

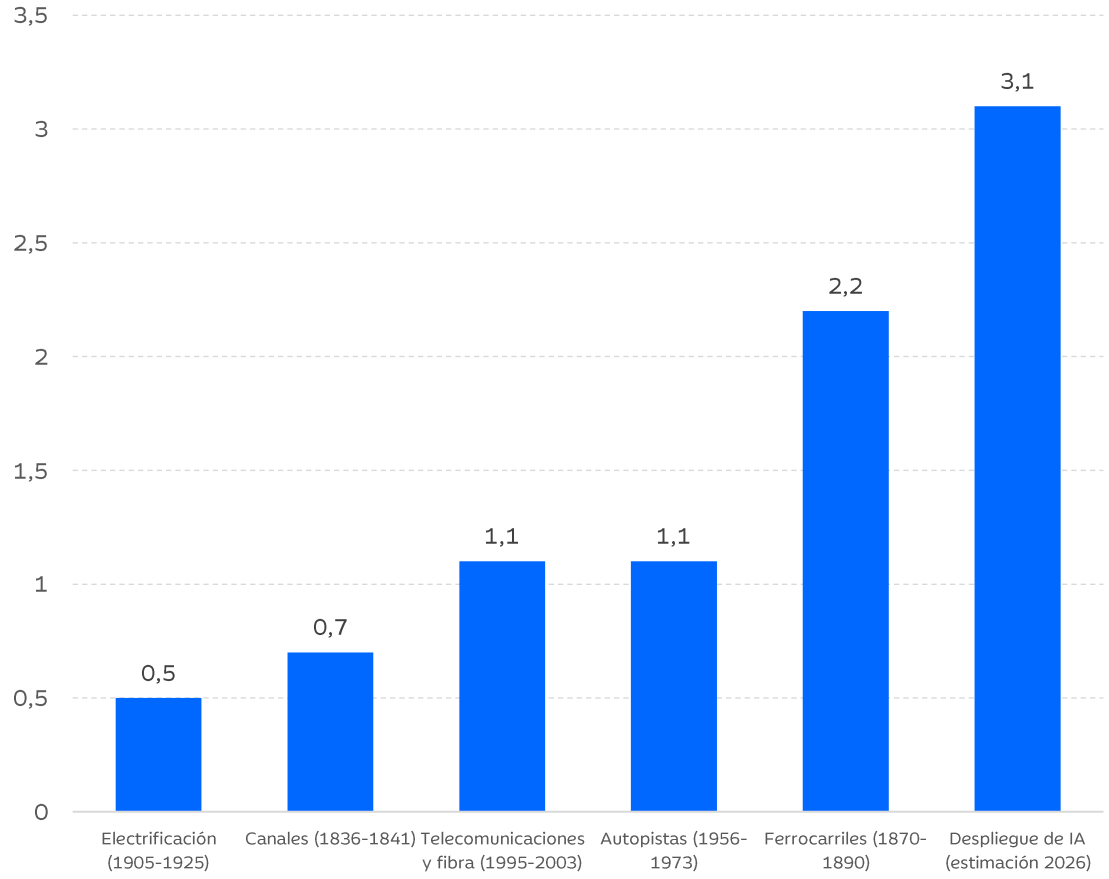
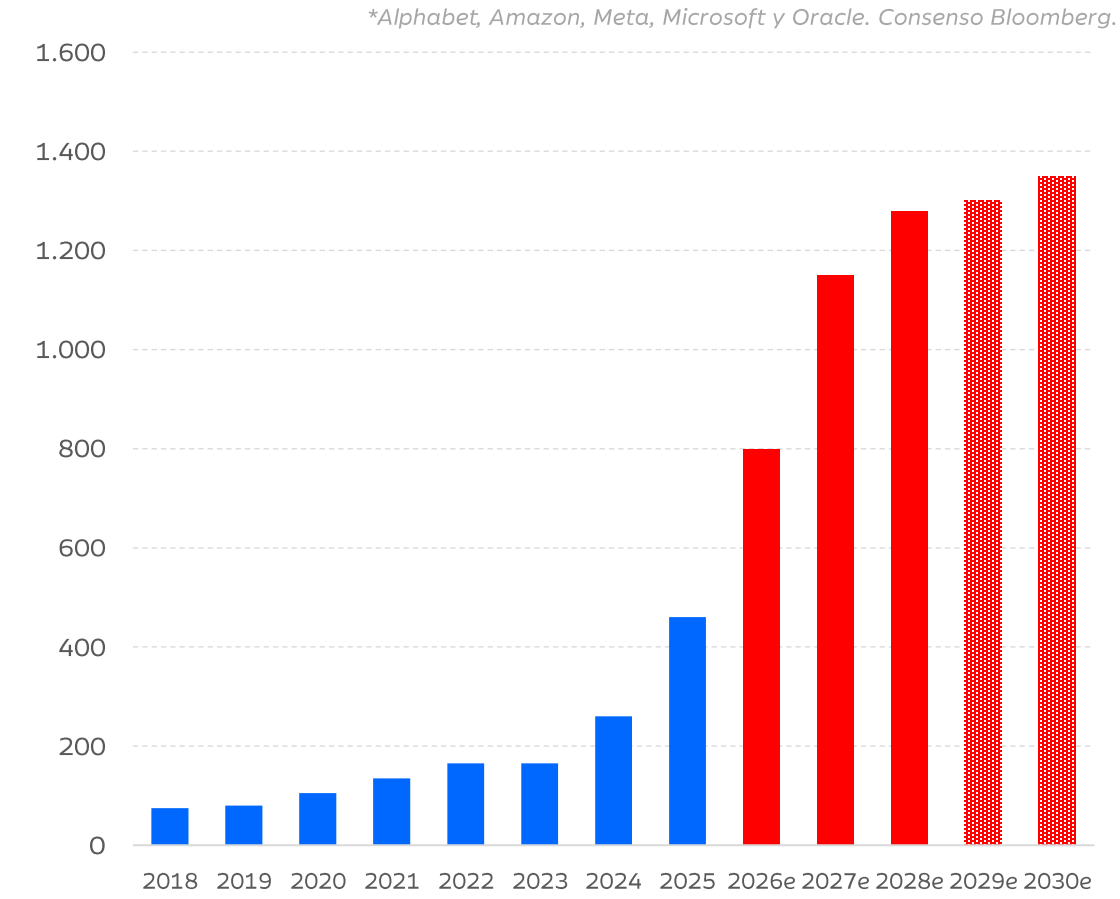


Gráfico 2: CAPEX de los hiperescaladores y Neoclouds esperado ($bn)
La expectativa es alta, pero se ha seguido revisando al alza

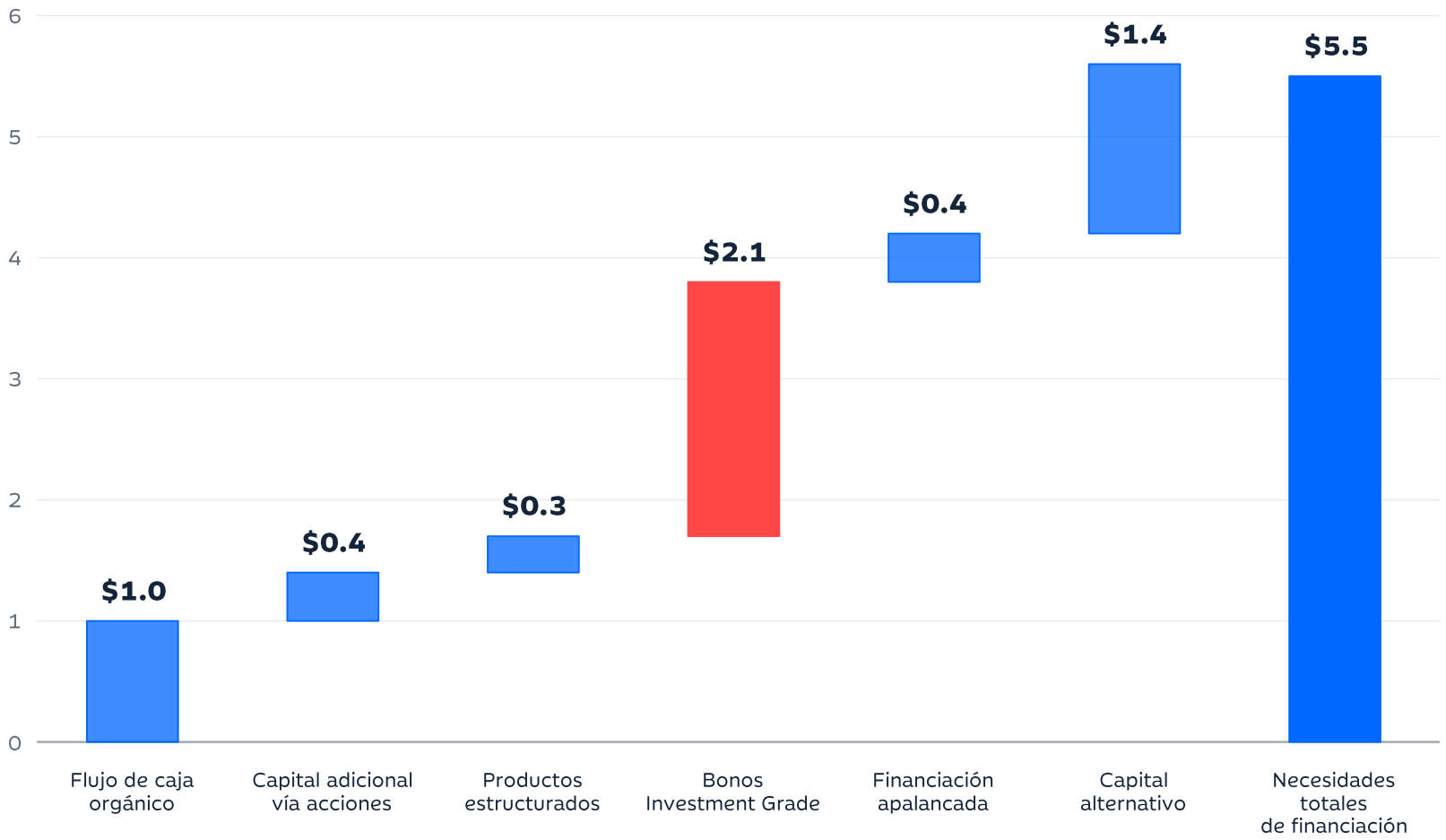


Fuentes: Van Nieuweburgh "Financing the AI buildout"; BofA; Bloomberg; Ibercaja Gestión.

Preocupación 2: ¿quién soporta la inversión?

Todo el capital disponible es necesario para llevar a cabo la inversión

Gráfico 1: Financiación de la inversión en Centros de Datos de los hiperescaladores, 2026-2030E ($tn)
El flujo de caja, la emisión de acciones y la deuda tienen que jugar un papel fundamental



Fuente: J.P. Morgan. Fuentes previstas de financiación del Capex en IA 2026 – 2030 (Trillones dólares).

DEUDA HIPERESCALADORES

$219bn

Hasta Sept 2026 (Se preve que representen 10% del mercado en 2026

CAPITAL HIPERESCALADORES

ALPHABET
$84.8bn Jun 2026

META
$97.5bn Oct 2026 37,5bn; resto principios 2027

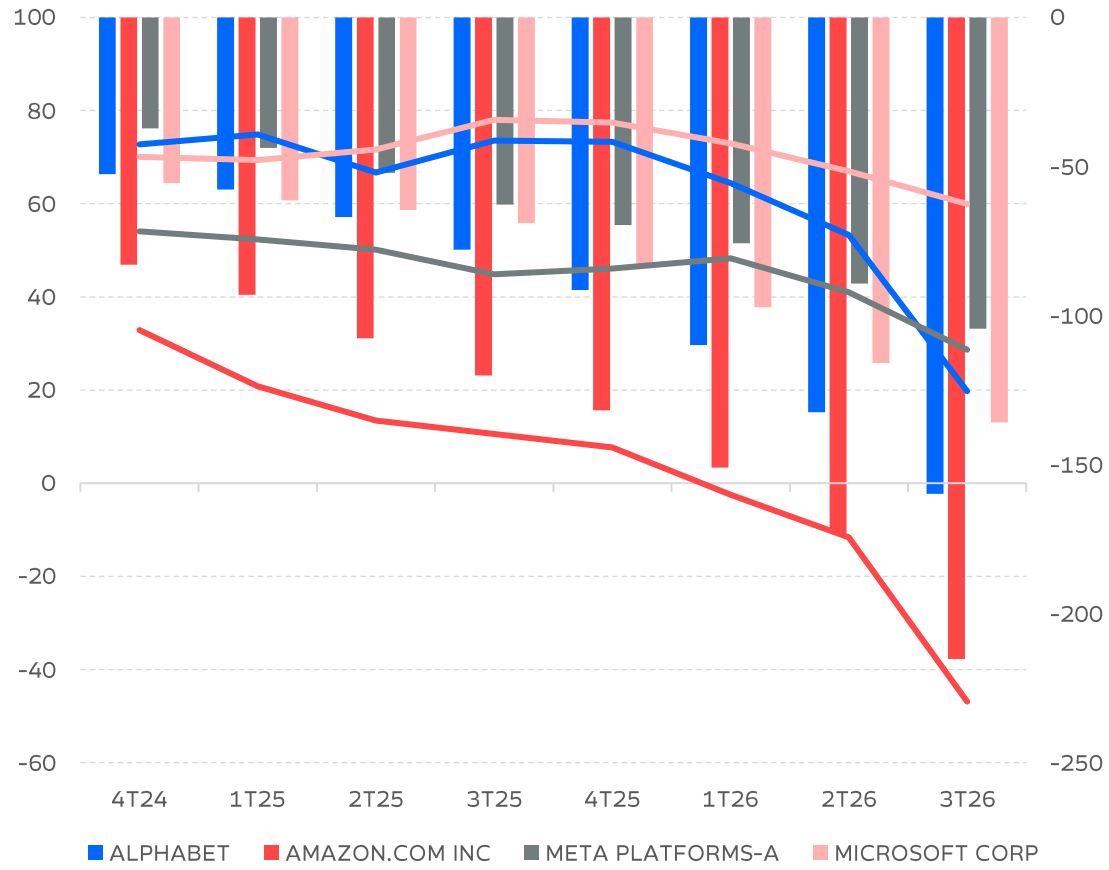
ANTHROPIC
~$100bn Nov 2026

OPENAI
$122bn Mar 2026 (mercado privado)

Preocupación 2: ¿quién soporta la inversión?

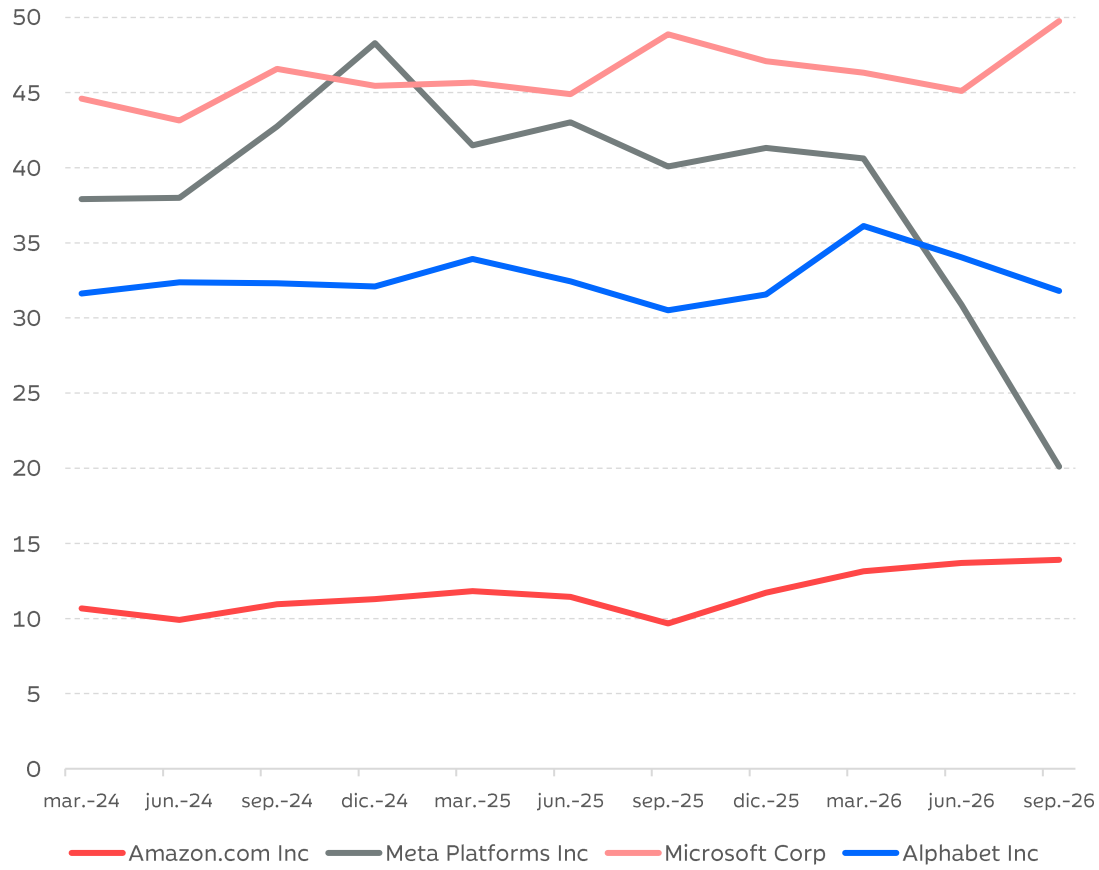
CAPEX Kill' El mercado no financiará negocios que no sean rentables: se necesitan más márgenes

Gráfico 1: Generación de FCF y CAPEX de los hiperescaladores
La generación de caja ya no es suficiente para financiar las inversiones



Acumulado 4 trimestres (Barras Capex eje dcha, Línea FCF)

Gráfico 2: Evolución del margen operativo de los hiperescaladores
El mercado asume que los márgenes se incrementarán



Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Preocupación 2: ¿quién soporta la inversión?

¡Se encarece el dinero! Coste de financiación para el deudor, alternativa de rentabilidad para el inversor

Gráfico 1: Tipos de interés reales y nominales a 10 años en EE. UU. (%)
La necesidad de movilizar ahorro eleva la remuneración del capital

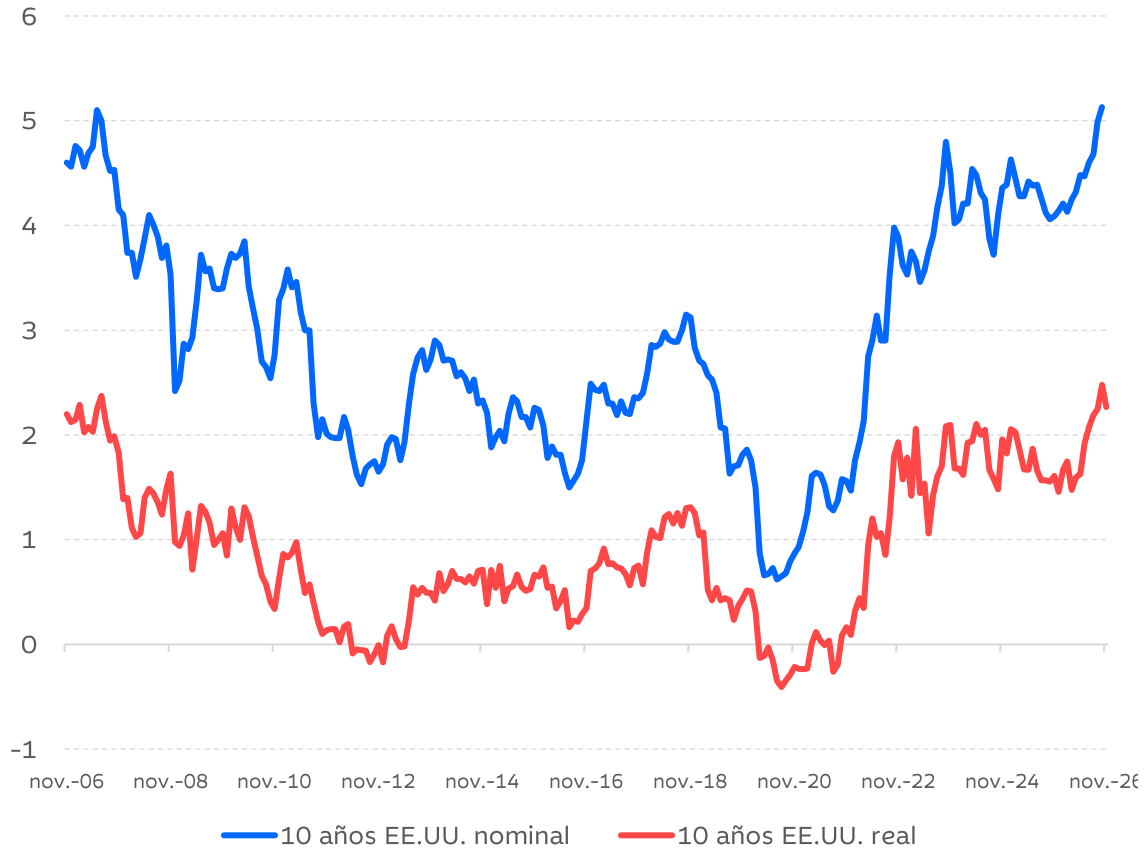
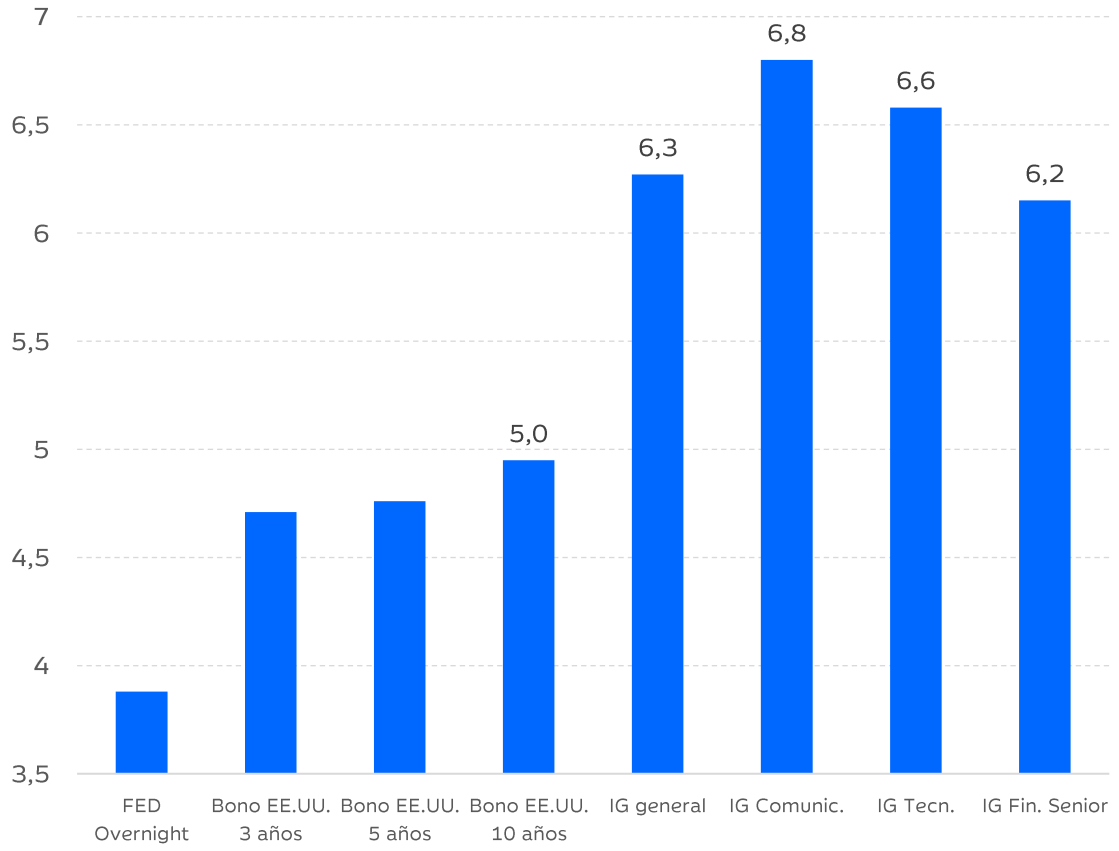


Gráfico 2: Clasificación de la deuda en función de la rentabilidad (%)
El coste de financiación ha subido de forma irremediable los últimos 12 meses



Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Preocupación 3: Marea azul en las midterms

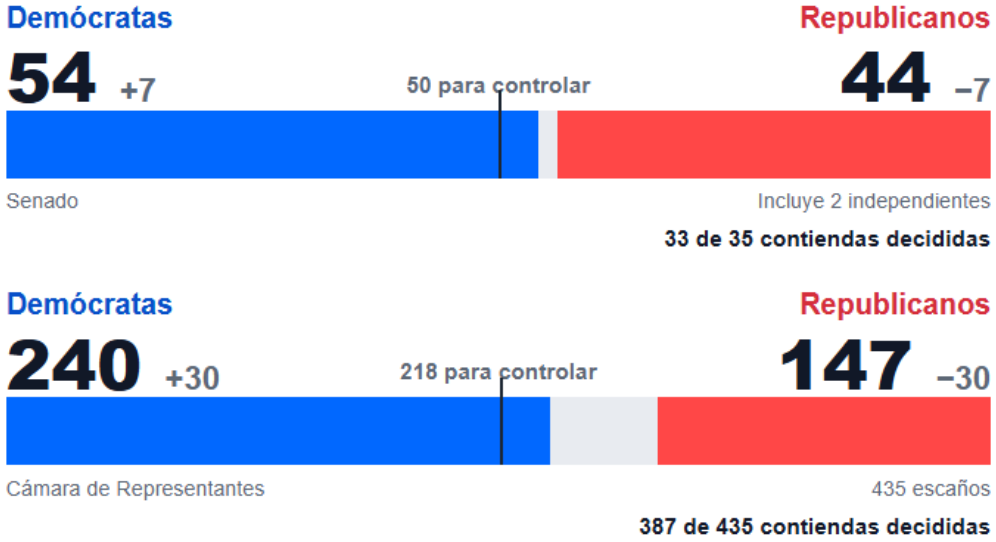
El partido demócrata arrasa y se hace con el control de la Cámara de Representantes y el Senado

La victoria demócrata en las elecciones de medio mandato ha sido clara y contundente. En las últimas semanas el mercado ya había empezado a descontar este resultado, pera la victoria de los demócratas ha sido más contundente de lo esperado y ha involucrado estados clave. Texas, Georgia u Ohio son fundamentales para el desarrollo de centros de datos y el mercado teme que la regulación demócrata frene las inversiones.

Atención

Resultado legislativo

ELECCIONES DE MEDIO MANDATO



Lectura: el resultado reduce el riesgo de un giro regulatorio republicano en el Congreso, aunque la ejecución de permisos, redes y generación sigue dependiendo en gran medida de los estados.

Despliegue de centros de datos en riesgo

TOP 10 ESTADOS

Capacidad prevista y consumo eléctrico asociado

Centros de datos y potencia requerida por fase de desarrollo

Estado	Total	Actual	Obras	Previsto	GW actual	GW obras	GW previsto	Senado	Gob.	Ganancia en midterms
Texas	561	314	73	174	10,5	19,5	73,7	Dem./Rep.	Dem.	Dem.
Virginia	591	298	81	212	9,0	8,3	23,3	Dem./Dem.	Dem.	
Utah	69	45	7	17	0,7	0,2	19,1	Rep./Rep.	Rep.	
Georgia	232	112	22	98	2,5	1,2	18,6	Dem./Dem.	Dem.	Dem.
Pensilvania	132	79	7	46	0,3	8,1	15,0	Dem./Rep.	Dem.	
Ohio	238	154	27	57	1,2	3,8	13,8	Dem./Rep.	Dem.	Dem.
Virginia Occidental	27	16	2	9	0,0	0,0	13,5	Rep./Rep.	Rep.	
Nuevo México	28	20	1	7	0,4	2,5	13,2	Dem./Dem.	Dem.	
Arizona	176	107	16	53	1,8	1,4	9,2	Dem./Dem.	Dem.	
Illinois	164	125	15	24	1,3	1,9	8,7	Dem./Dem.	Dem.	

Demócrata · Republicano · Potencia requerida · Máxima exposición

Fuentes: Resultados electorales; US Data Center Map; Ibercaja Gestión.

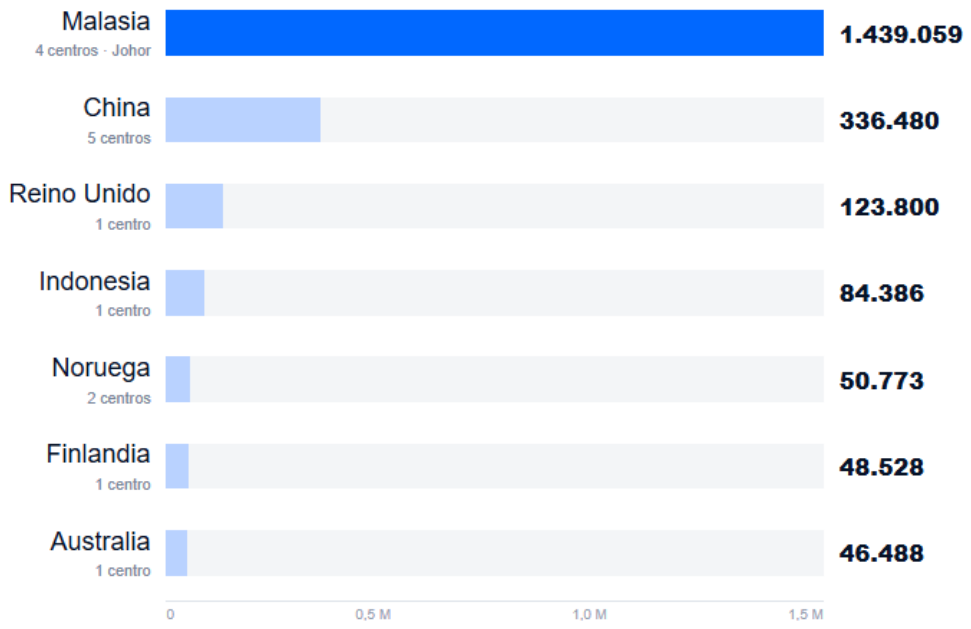
Preocupación 4: Caso Jensen Huang

Restricciones adicionales a la exportación de chips siembran las dudas sobre la demanda y la financiación intrasectorial

La exposición no termina en las ventas de GPUs. Los controles a Malasia y China pueden afectar capacidad ya desplegada, mientras los compromisos de suministro, garantías e inversiones transmiten cualquier frenazo a fabricantes, centros de datos y neoclouds.

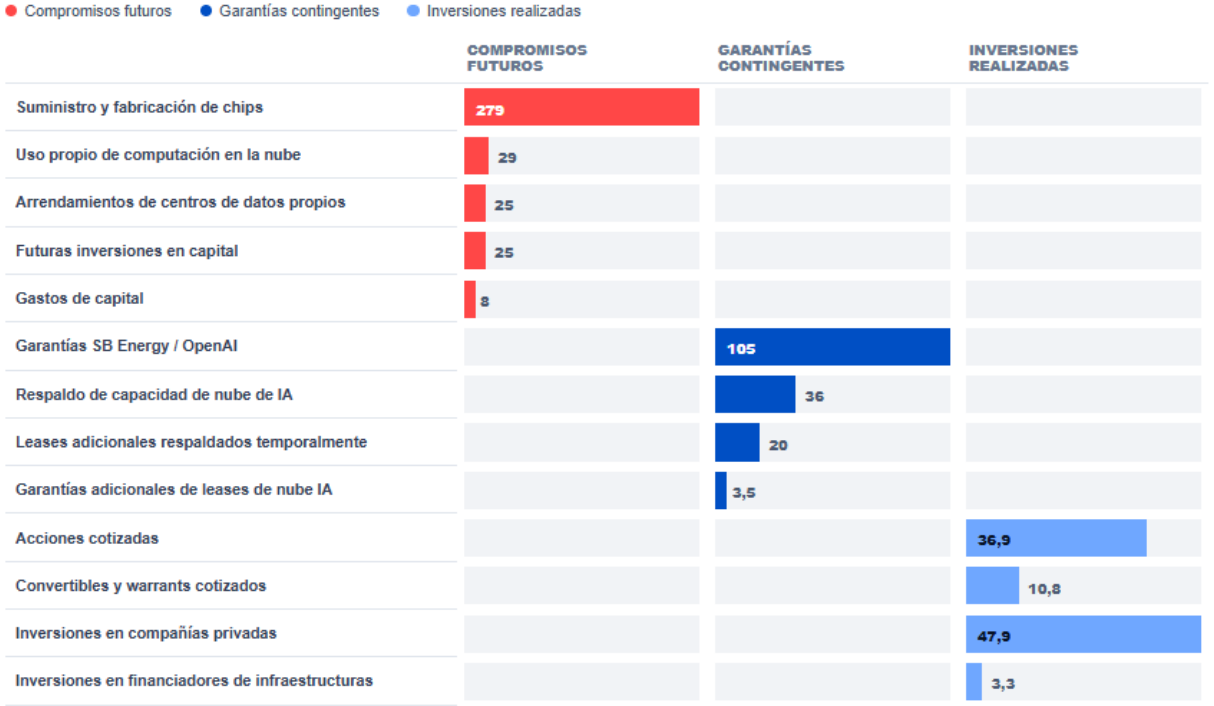
Capacidad de centros de datos potencialmente expuesta

Capacidad indicada en el gráfico original · escala relativa sobre el máximo de Malasia



La red de compromisos de NVIDIA en el ecosistema de IA

Compromisos futuros, garantías contingentes e inversiones realizadas · USD miles de millones



Fuentes: Ibercaja Gestión.

Valoración en mínimos

Los beneficios no ceden y eso hace que las valoraciones continúen cayendo

Gráfico 1: Valoración de Nvidia y P&G, ratio P/E 12m forward
El mercado ya paga más veces los beneficios de P&G que de Nvidia

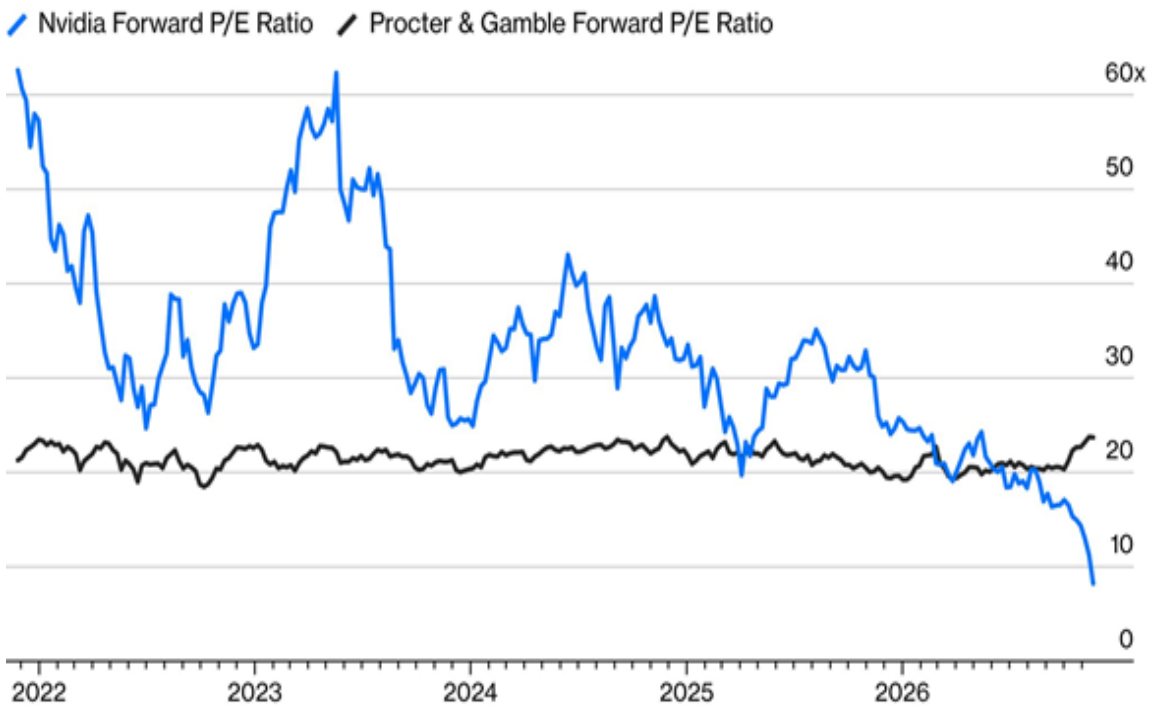
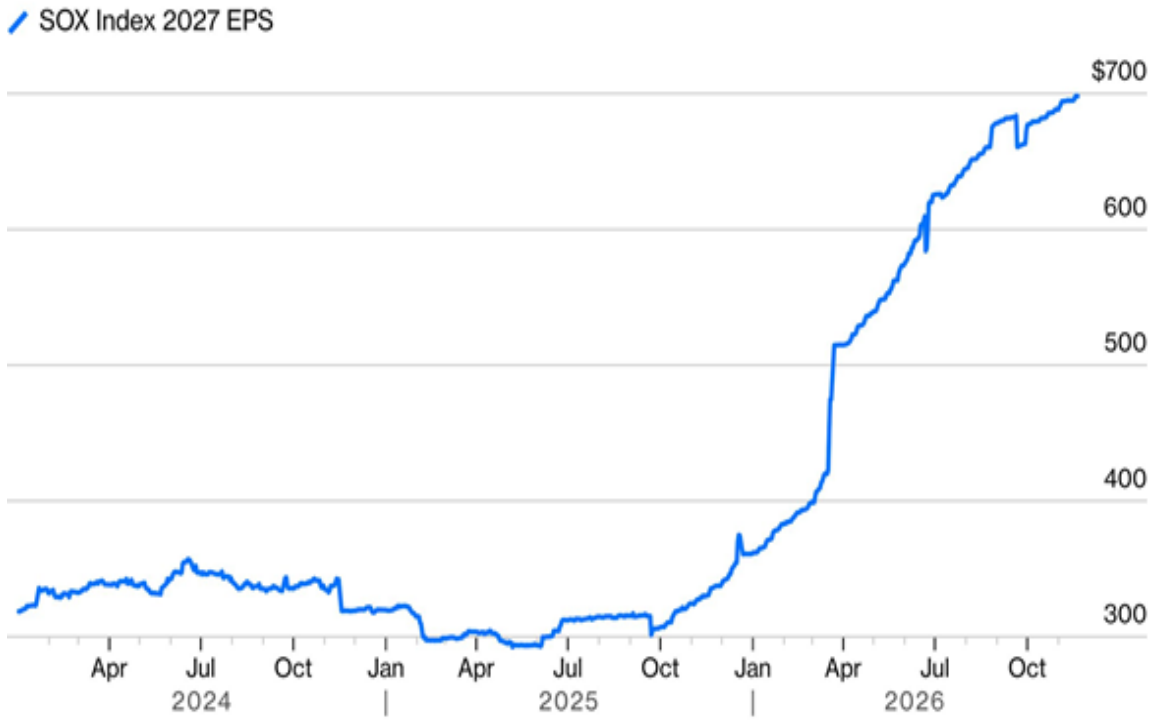


Gráfico 2: Estimación de BPA del índice de semiconductores (SOXX)
No se han producido revisiones a la baja para el BPA de 2027



Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Las valoraciones han caído demasiado en el año

Si sigue el crecimiento las valoraciones son muy atractivas

Tabla 1: Cambio en la valoración (P/E) de distintos sectores y agrupaciones de compañías
La caída del múltiplo en tecnología este año ha sido generalizada y en algunos sectores ha corregido >50%

	PER NTM may 26	PER NTM nov 26	Variación
Hyperscalers	22,2x	19,2x	-14%
Semiconductores	23,8x	11,5x	-52%
Unidades de procesamiento (GPU/TPU/ASIC/NPU)	27,6x	13,9x	-50%
Memoria (HBM/DRAM/NAND)	8,0x	3,2x	-60%
Energía y suministro eléctrico	29,0x	18,4x	-37%
Redes e interconexiones (intra-cluster)	25,7x	19,4x	-25%
Equipamiento y materiales	35,5x	17,3x	-51%
Infraestructura de centros de datos	32,1x	21,0x	-35%
Fabricación de servidores e integración de sistemas	17,5x	9,1x	-48%
Hardware de almacenamiento	21,8x	9,0x	-59%
Cadena de valor IA (total)	24,3x	15,9x	-35%
S&P 500	21,2x	17,9x	-16%

Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión. Datos a 13 de noviembre.

Aviso Legal

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, y ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciban. Por tanto, la información contenida en el presente documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones ni debe entenderse como recomendación, consejo o sugerencia de estrategia de inversión y no deberá ser interpretado en ningún caso como una oferta de venta o de compra de valores o de instrumentos financieros relacionados, ni de realización de operaciones financieras por parte de Ibercaja.

Cualquier decisión de inversión, desinversión o cualquier otra estrategia que se adopte en relación con instrumentos financieros que se citen en este documento serán por decisión propia y bajo la exclusiva responsabilidad del inversor, y en consecuencia Ibercaja no se hará responsable, en ningún caso, de las pérdidas que se pudiesen realizar en tales casos.

El presente documento se ha elaborado a través de fuentes externas de información, cuyo origen, veracidad y exactitud no han sido verificados por Ibercaja. Asimismo, y por esa misma razón, las informaciones y opiniones aquí publicadas no deben considerarse como exactas y totalmente ciertas, estando sujetas a posibles cambios sin notificación previa y sin que Ibercaja esté obligada a actualizar o modificar este documento, aunque las circunstancias de mercado cambiasen dichas opiniones o informaciones.

Este documento tiene carácter confidencial, por lo que no podrá ser distribuido, reproducido o publicado sin la autorización expresa de Ibercaja.

150 | Ibercaja