

Transformaciones Silenciosas:

Cómo está cambiando el
entorno económico y financiero

Jesús Sánchez-Quñones

Consejero Director General de Renta 4

El mundo ha cambiado

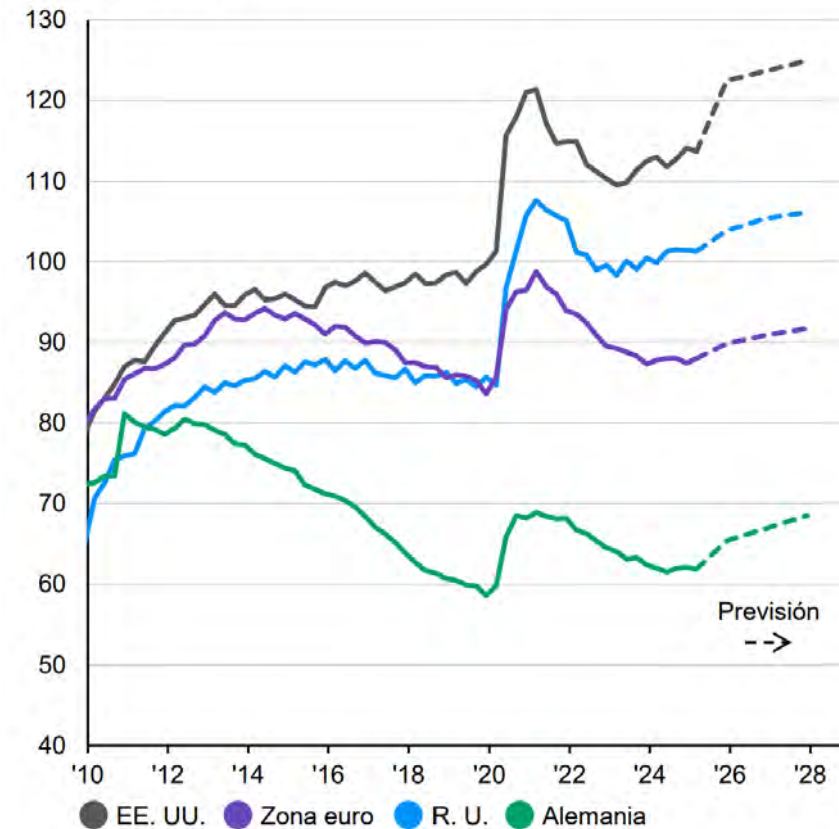
ANTES	AHORA
Orden Global Interconectado	Nueva Era de Competición
Geopolítica Cooperativa	Geopolítica de Bloques y Rivales
Paz y Estabilidad Relativa	Inestabilidad y Conflicto Permanente
Hegemonía de Normas Occidentales	Cuestionamiento del Orden Liberal por los no occidentales
Multilateralismo como Norma	Auge del Bilateralismo y el Aislacionismo
Economía de Eficiencia	Economía de Seguridad
Globalización Extrema (" <i>Just-in-Time</i> ")	Desglobalización Selectiva (" <i>Just-in-Case</i> ")
Cadenas de Suministro Optimizadas	Cadenas de Suministro Resilientes (<i>Nearshoring</i>)
Costes Mínimos como Prioridad	Seguridad y Autonomía como Prioridad
Seguridad y Confianza	Defensa y Desconfianza
Bajos Presupuestos de Defensa (<i>Dividendos de la Paz</i>)	Aumento del Gasto Militar
Confianza y Diálogo entre Potencias	Desconfianza Estructural y Guerra Híbrida
Cooperación en Seguridad	Esferas de Influencia y Confrontación
Interdependencia Energética	La Energía como Arma Estratégica
Liderazgo Unipolar/Multipolar Occidental	Ascenso del "Sur Global" como Contrapeso

Cosas que no cambian

Incremento de la deuda pública a nivel global

Deuda pública

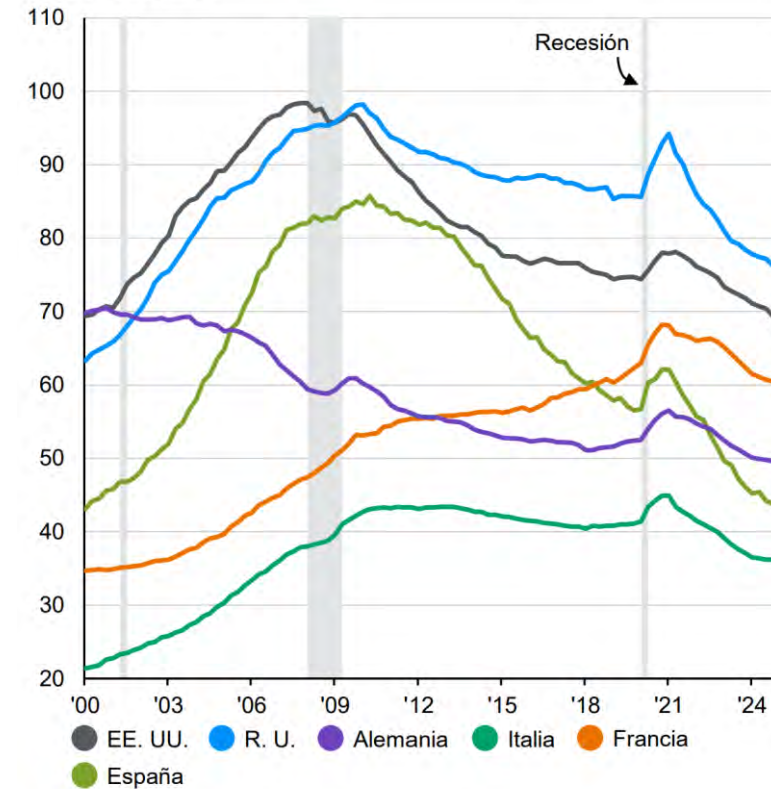
% del PIB nominal



Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Eurostat, FMI, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La deuda representa el valor nominal de la deuda bruta. Las líneas punteadas representan las previsiones del FMI

Deuda de los hogares

% del PIB nominal

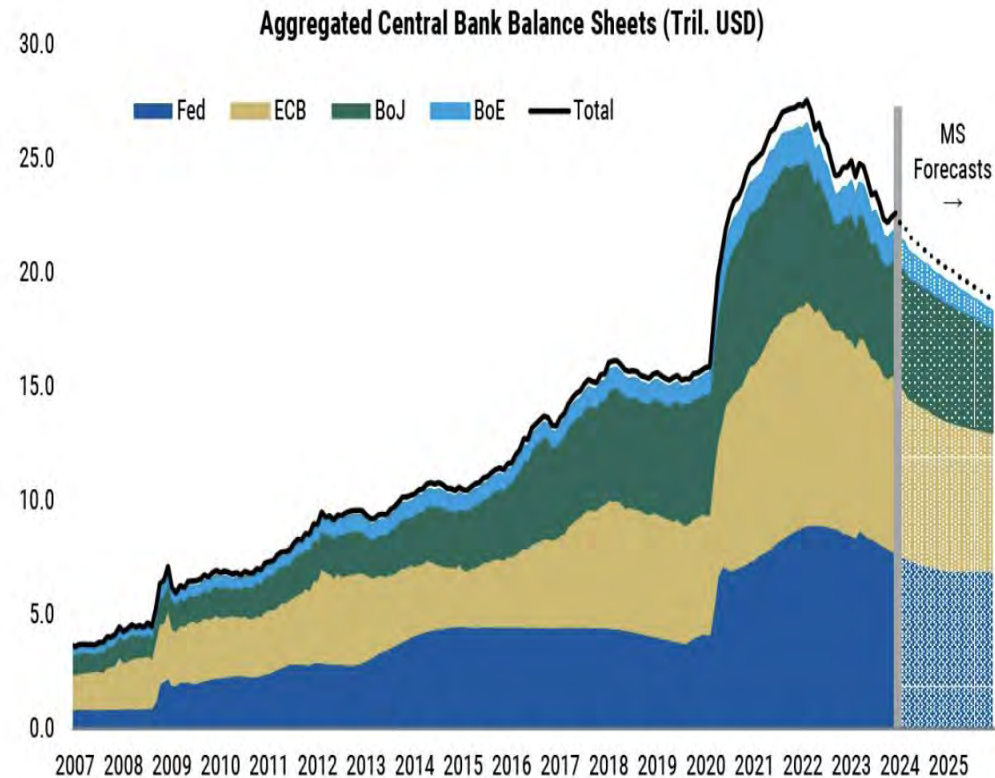


Banco de Pagos Internacionales, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Guide to the Markets - EMEA. Datos a 30 de septiembre de 2025.

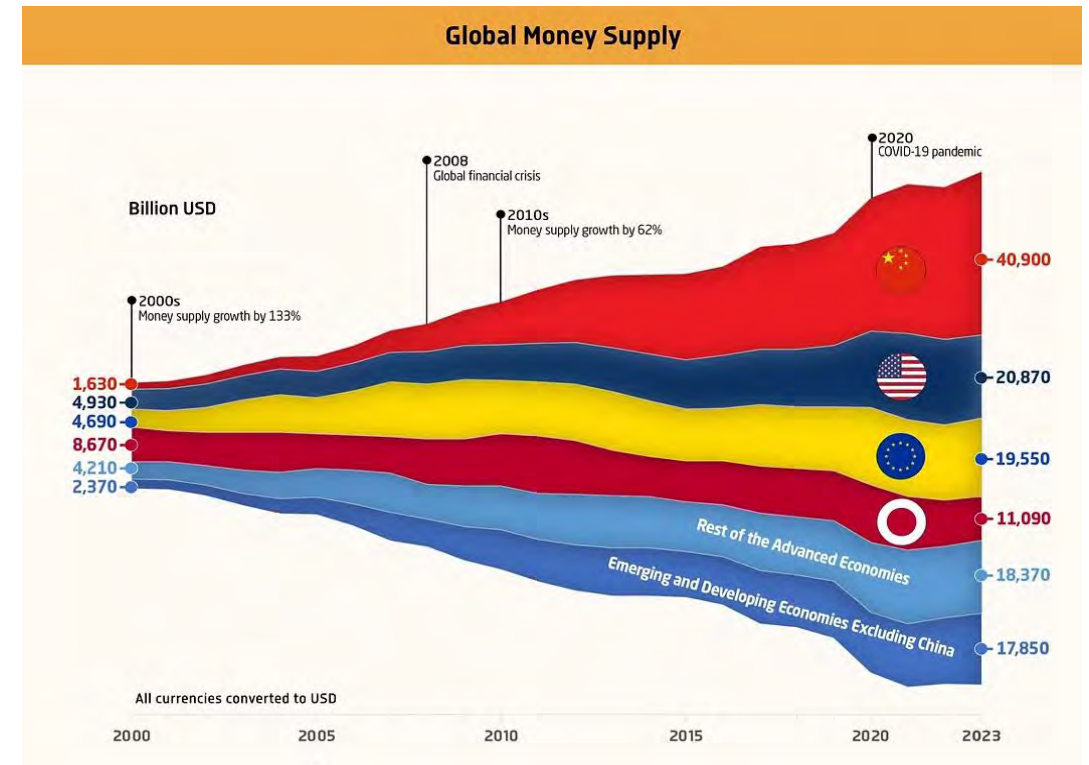
Cosas que no cambian

Apoyo de los bancos centrales e hiperliquidez

Balance BC de 5tn\$ a 25 tn\$

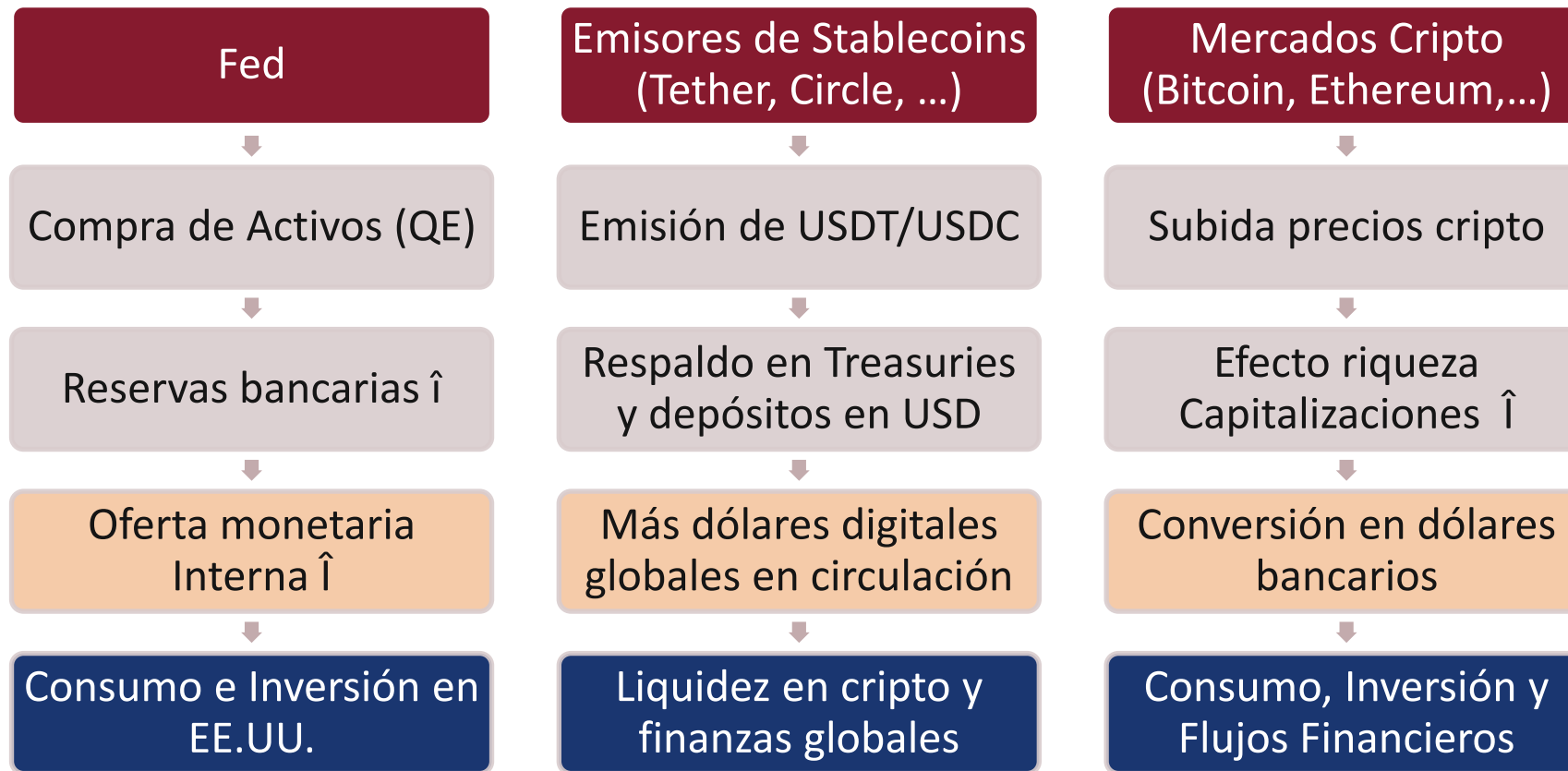


Oferta total de liquidez super expansiva



Hiper-Liquidez a futuro

Canales de Expansión de la Liquidez relacionadas con Cripto y el USD



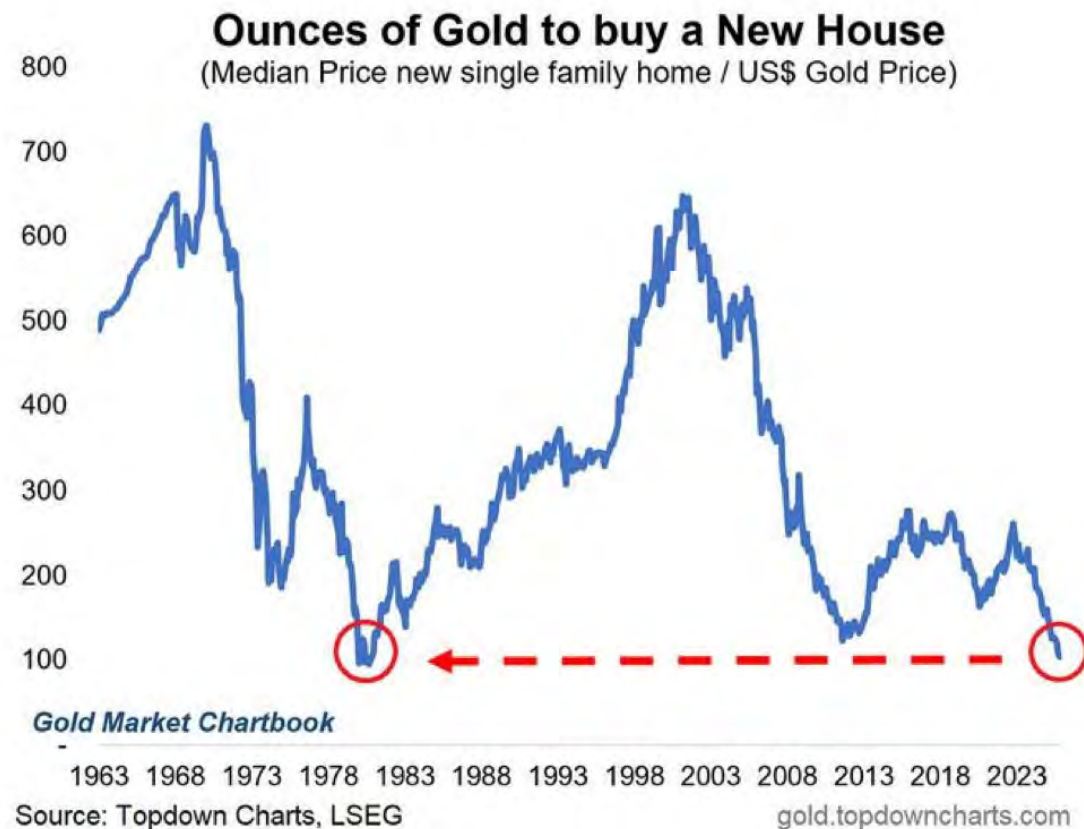
Capitalización mercados
cripto. \$3,25 *Trillion* en 2024



Miedo a la pérdida de valor dinero fiat

Subida de precios de activos reales

S&P/ Oro spot



Oferta y Demanda de Ahorro

Fin del Exceso de Ahorro Global
(Savings Glut)



El saldo comercial positivo de China y EM era una fuente de ahorro para las economías desarrolladas.

La situación ha cambiado, China y EM ya no generan tanto saldo exterior y además deben invertir en ellas mismas.

Los “baby boomers” se están jubilando y ya no ahorran. Sus herederos no tienen la misma capacidad de ahorro.

“Capex Revolution”



Inversión en la Transición Energética

Inversión en IA: Semiconductores, Inteligencia Artificial

Inversión en Defensa

Déficits públicos

Incertidumbre Geopolítica: Acercamiento de producción y cadenas de producción. (*on-shoring, friend-shoring*)



La economía aguanta, pese a los agoreros

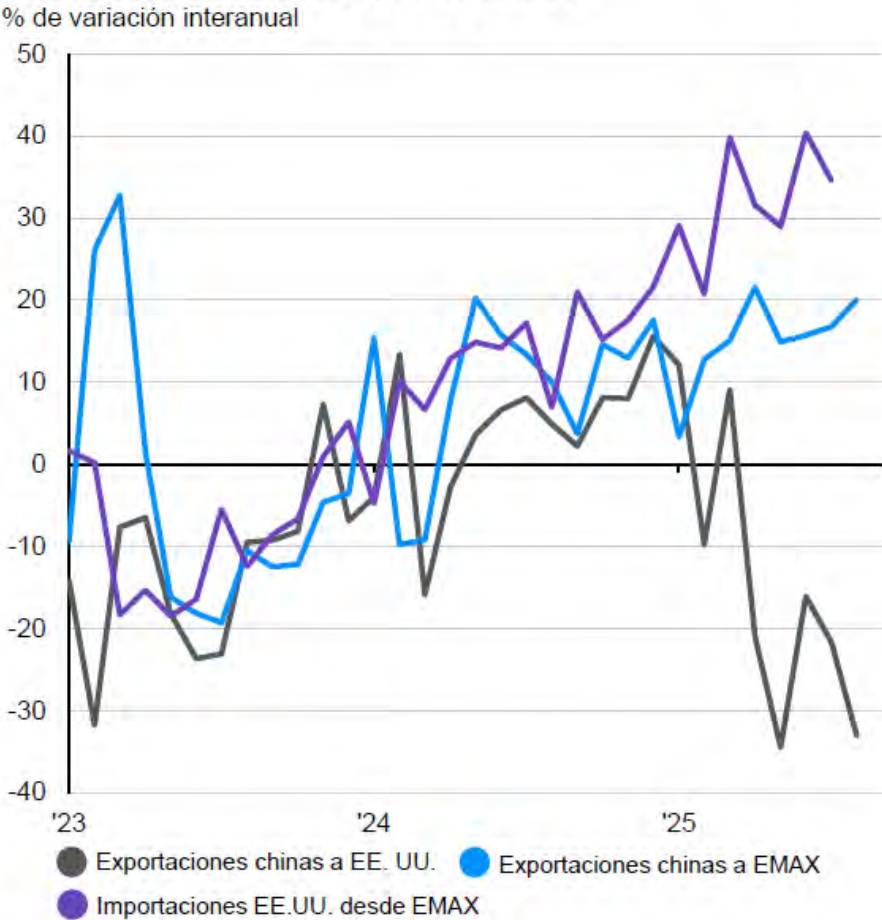
Previsiones Económicas (YoY)

Región/País	2024	Proyecciones 2025	Proyecciones 2026	Diferencia vs. Abril 2025 (2025)	Diferencia vs. Abril 2025 (2026)
PIB Mundial	3.3	3.0	3.1	0.2	0.1
Economías Avanzadas	1.8	1.5	1.6	0.1	0.1
Estados Unidos	2.8	1.9	2.0	0.1	0.3
Zona Euro	0.9	1.0	1.2	0.2	0.0
Alemania	-0.2	0.1	0.9	0.1	0.0
Francia	1.1	0.6	1.0	0.0	0.0
Italia	0.7	0.5	0.8	0.1	0.0
España	3.2	2.5	1.8	0.0	0.0
Japón	0.2	0.7	0.5	0.1	-0.1
Reino Unido	1.1	1.2	1.4	0.1	0.0
Mercados Emergentes y en Desarrollo	4.3	4.1	4.0	0.4	0.1
China	5.0	4.8	4.2	0.8	0.2
India	6.5	6.4	6.4	0.2	0.1
Rusia	4.3	0.9	1.0	-0.6	0.1

Fuente: FMI

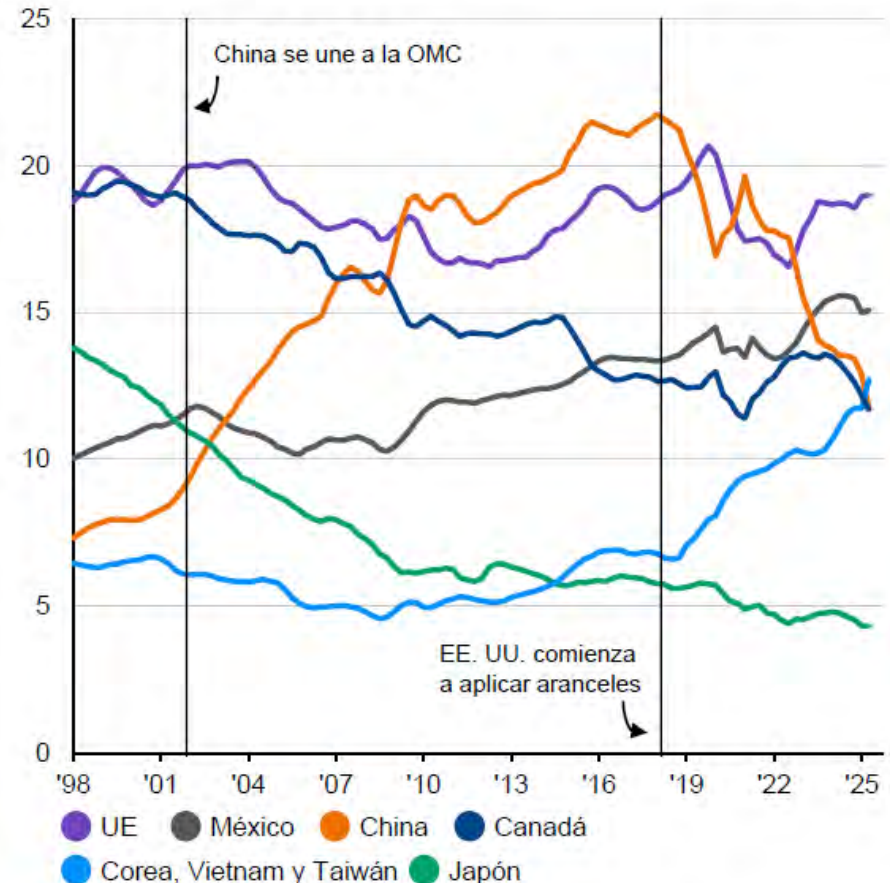
Los aranceles triangulan el comercio China – EE. UU.

Exportaciones chinas a países EMAX e importaciones estadounidenses desde países EMAX



Cuota de importaciones de EE. UU.

% del total de importaciones de bienes y servicios, media móvil de cuatro trimestres



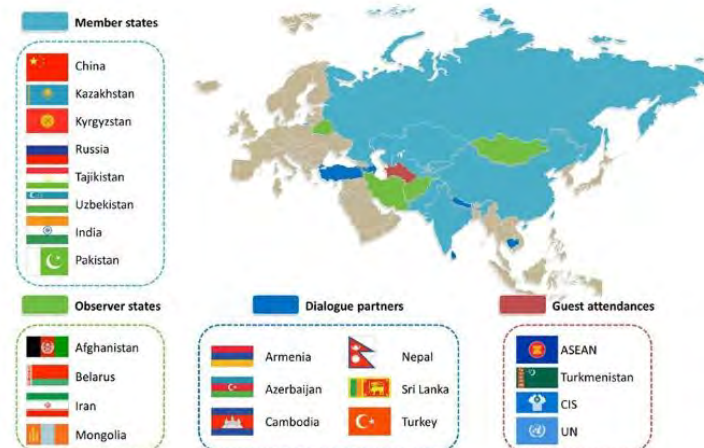
Fuente: (Izda.) Aduana de China, LSEG Datastream, Oficina del Censo de EE. UU., J.P. Morgan Asset Management. EMAX incluye Brunéi, India, Indonesia, Laos, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam. (Dcha.) LSEG Datastream, Oficina del Censo de EE. UU., J.P. Morgan Asset Management. OMC son las siglas de la Organización Mundial del Comercio. *Guide to the Markets - EMEA*. Datos a 31 de agosto de 2025.

Economía de Bloques

Regionalización (Global South)

1. BRICS+ Nuevas Incorporaciones
2. SCO (Shanghai Cooperation Organization)
3. EAEU (Unión Económica Euroasiática)
4. OPEP +

THE SHANGHAI COOPERATION ORGANISATION



Eurasian Economic Union (EAEU) nations



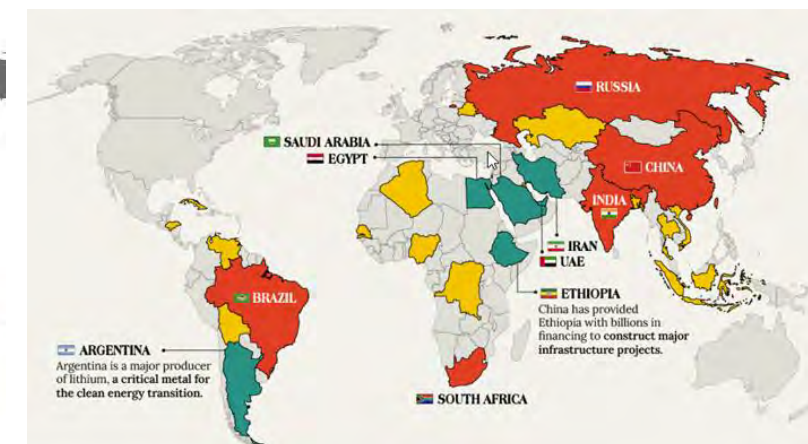
Belt & Road Initiative



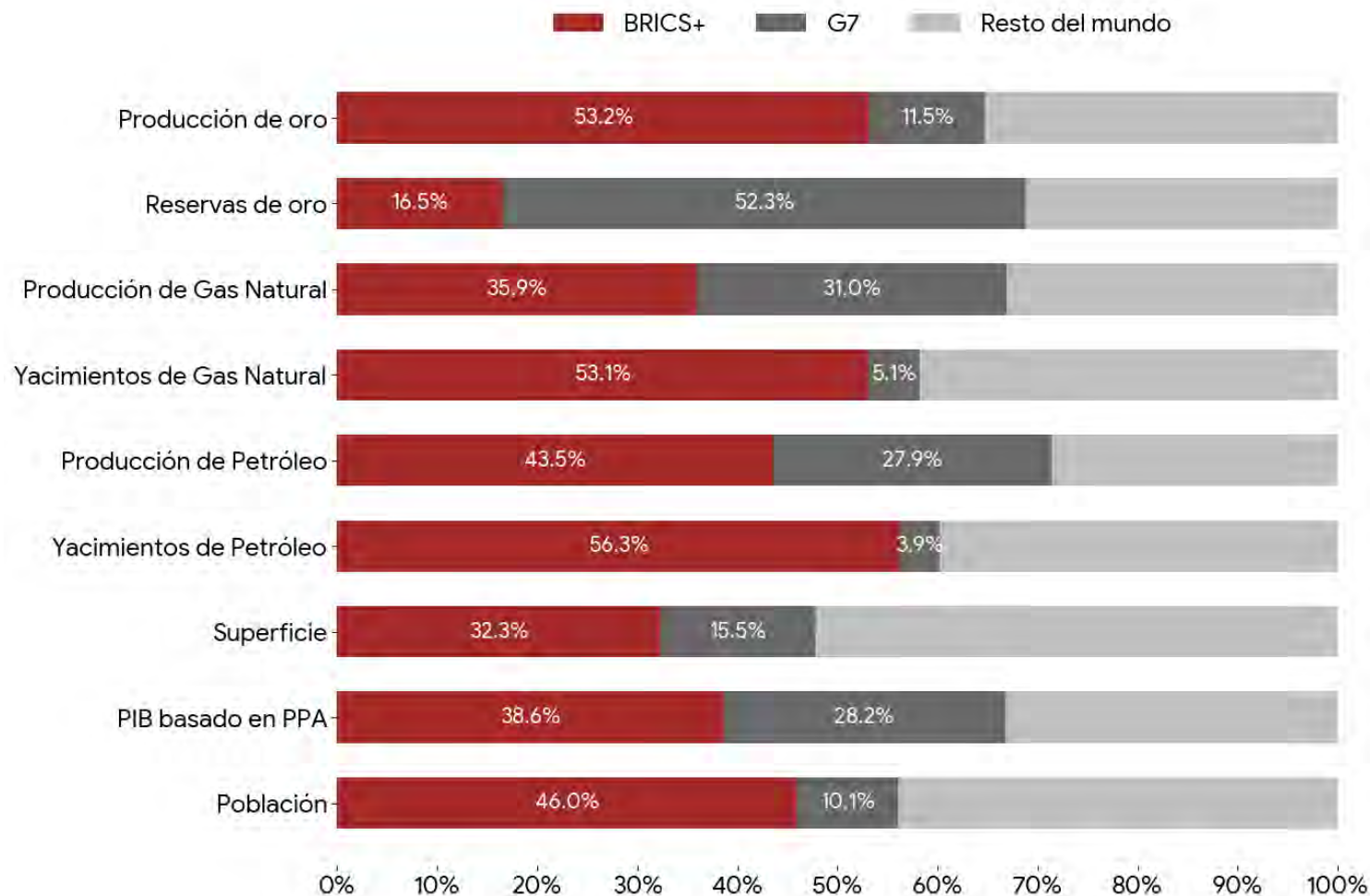
OPEP+



BRICS+

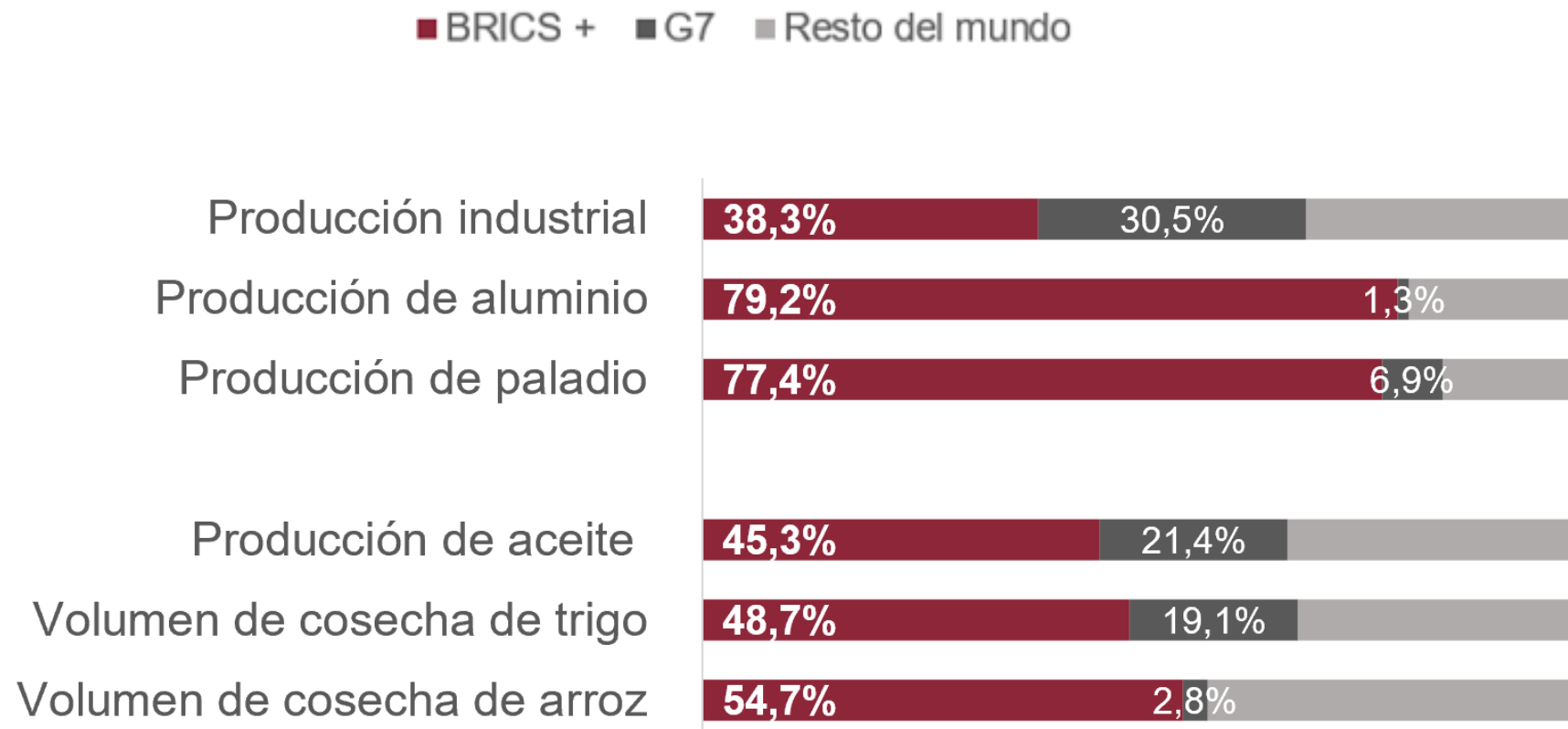


Países BRICS+ Vs G7 y economía global



PPA: Paridad Poder Adquisitivo
Fuente: FMI, ONU, OPEC, Banco Mundial, World Gold Council, EIA (Datos de 2023-2025)

Países BRICS+ Vs G7 y economía global

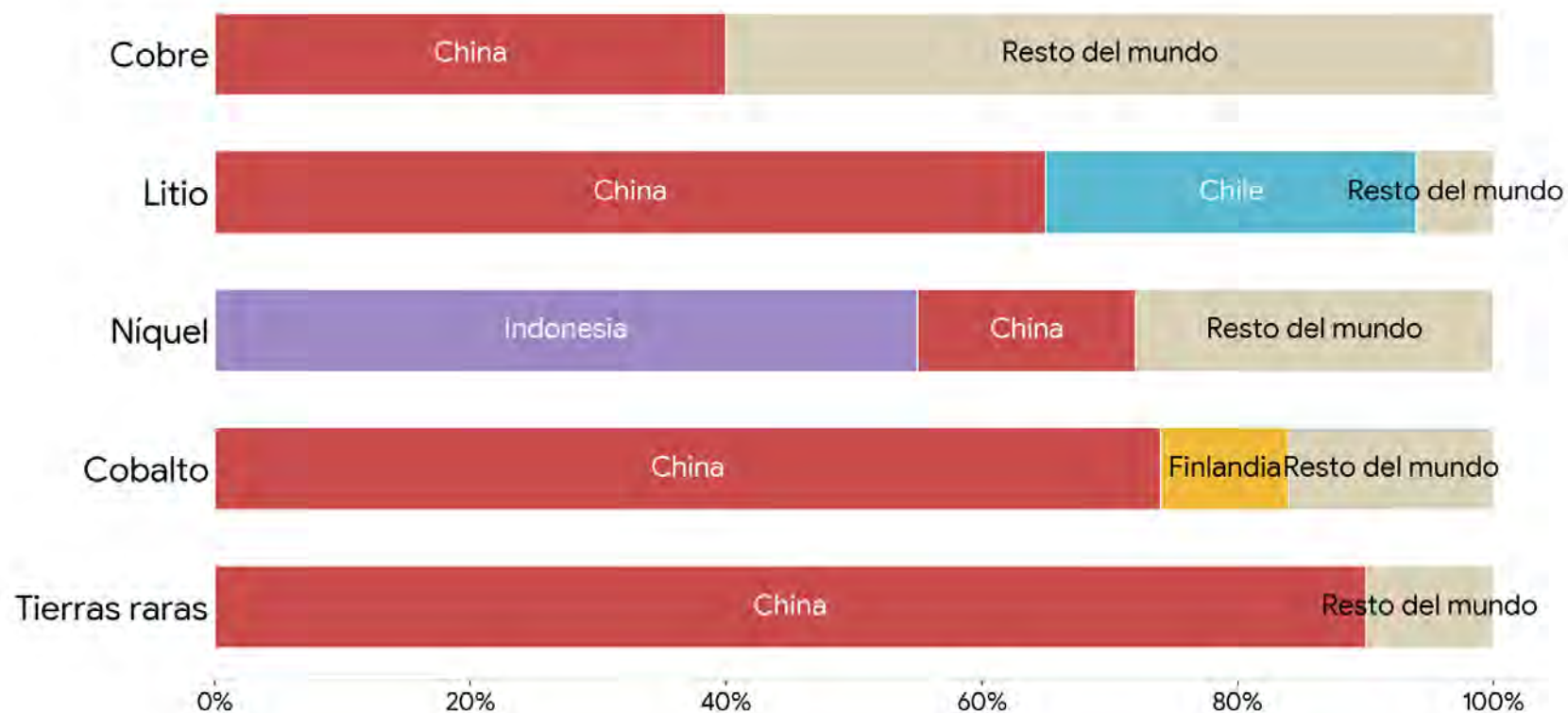


Fuente: FMI, ONU, OPEC, Banco Mundial, FAO, World Gold Council, WIPO, EIA

Dependencia de MMPP esenciales de BRICS+ y Sur Global

CUOTA DE VOLUMEN PROCESADO POR PAÍS DE DISTINTOS MINERALES, 2022-2024

Share of processing volume by country for selected minerals, 2022-2024



Fuentes: African Mining Indaba (2023) para cobre y níquel; FuelsEurope (2022) para varios minerales; EVBoosters (2024) para litio, cobalto y tierras raras.

BRICS+ Sur Global, el oro y la desdolarización



Métodos para reducir su dependencia del dólar:

Aumento de las reservas de oro:

- activo físico y tangible
- no está controlado por ningún país
- no puede ser congelado, ni devaluado por sanciones

Fomento del comercio bilateral en monedas locales:

- **Rusia - China** → comercio bilateral en **yuanes y rublos**.
- **India - Emiratos Árabes Unidos** marco para comerciar en **sus monedas locales**.

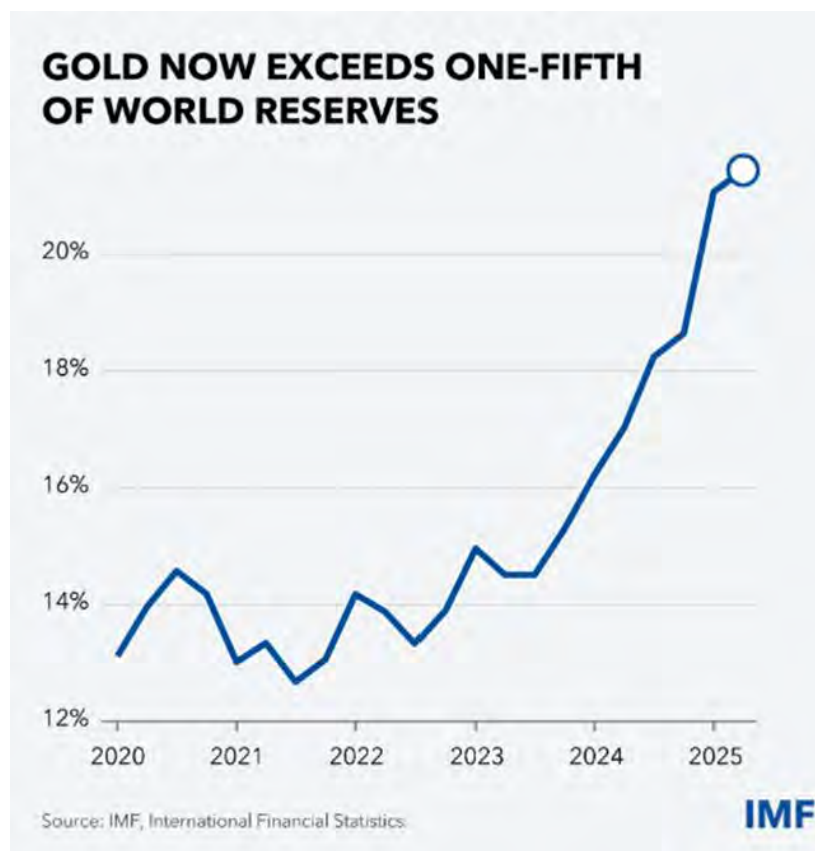
Diversificación de las reservas de divisas extranjeras:

- Aumentando proporción de otras monedas: **euro, el renminbi chino y el yen japonés**.

Desarrollo de sistemas de pago alternativos a SWIFT, la red global de mensajería financiera dominada por el dólar:

- **China** ha desarrollado el **Sistema de Pagos Interbancarios Transfronterizos (CIPS)**.
- **Rusia** tiene el **Sistema de Transferencia de Mensajes Financieros (SPFS)**.
- **India** cuenta con el **Sistema Estructurado de Mensajería Financiera (SFMS)**.

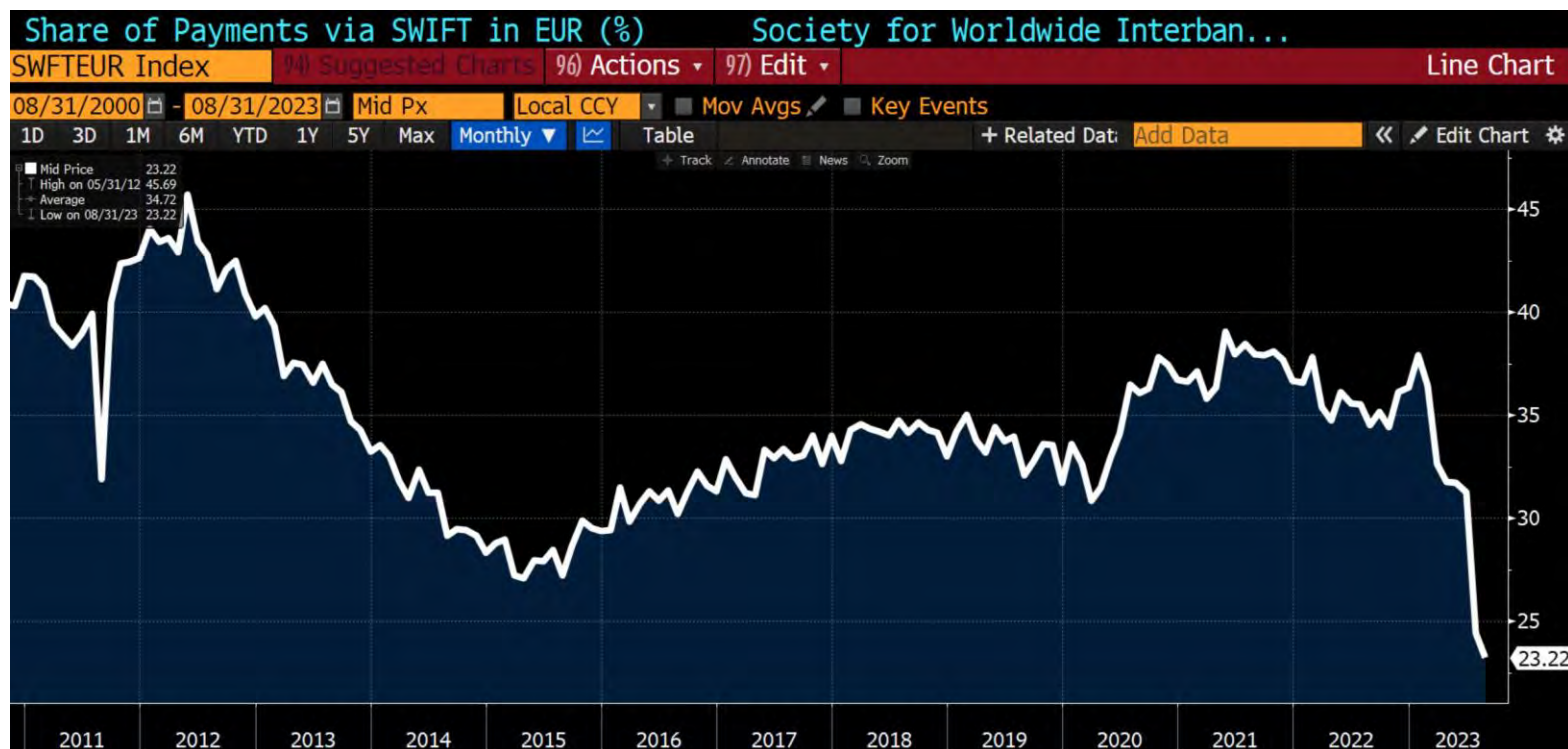
Oro y Bancos Centrales



Fuente: Datos FMI y World Gold Council

Más des-eurización que des-dolarización

Porcentaje de pagos en Euros vía SWIFT



La **cuota del euro** en los pagos globales de SWIFT ha caído al **23%**, desde el **38%** al comienzo del año.

¿Están los sistemas **SPFS** de **#Rusia** y **CIPS** de **#China** devorando al euro?

No hay alternativa al US\$

King Dollar Still Reigns Over Global FX Markets



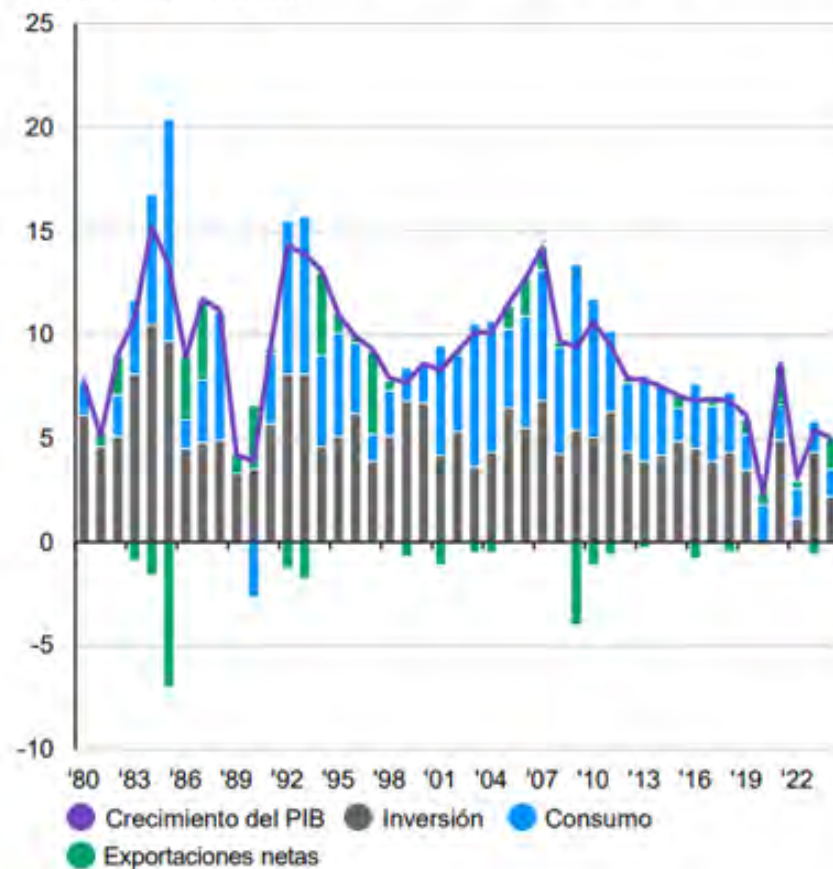
© BCO Research 2025

The latest BIS Triennial Central Bank Survey reaffirms the US dollar's dominance in global FX markets, highlighting the structural challenges of truly moving away from the USD-centric financial system.

Difícil situación de China

Contribución al crecimiento del PIB real de China

% de variación interanual



Inversión en activos fijos en China por sector

% de variación interanual

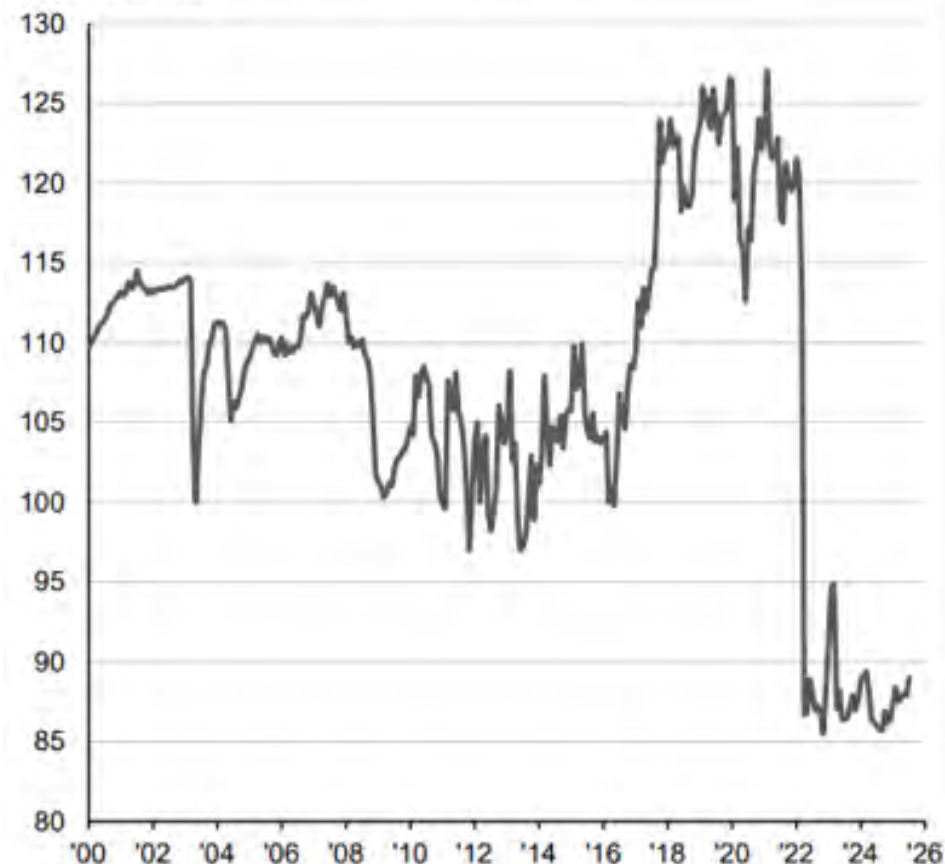


Fuente: (Todos los gráficos) LSEG Datastream, Oficina Nacional de Estadísticas de China, J.P. Morgan Asset Management. *Guide to the Markets - EMEA*.
Datos a 31 de agosto de 2025.

Difícil situación de China

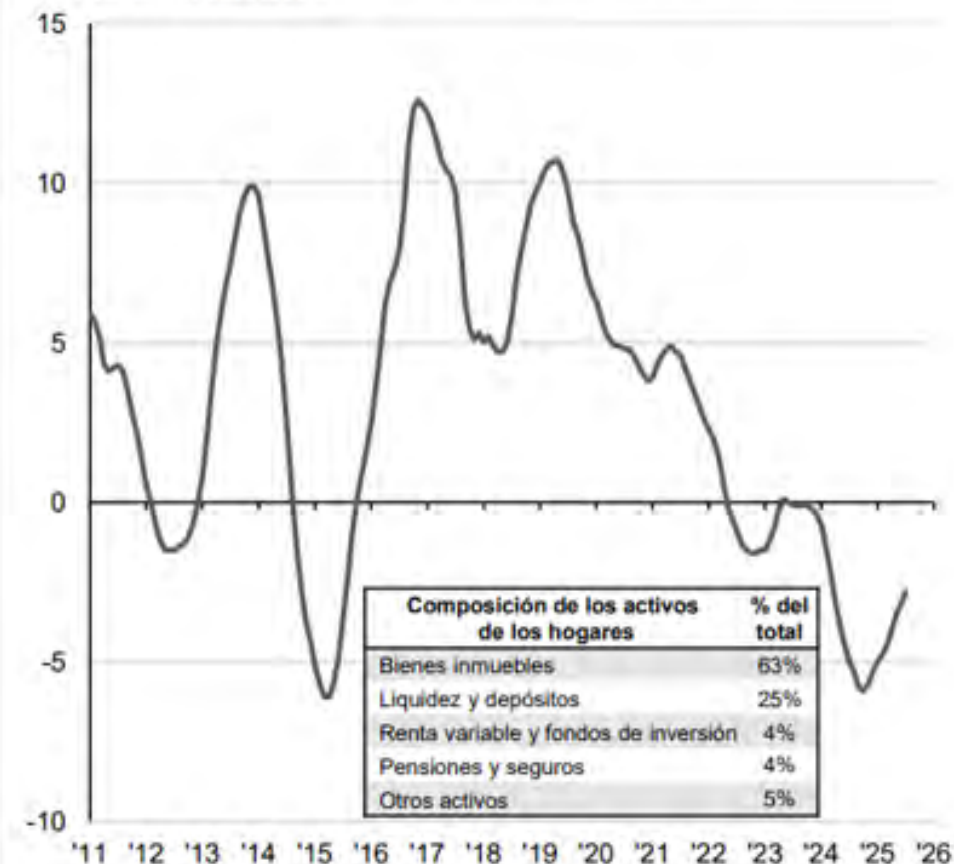
Confianza de los consumidores chinos

Nivel del índice



Precios de viviendas de obra nueva en China

% de variación interanual



Fuente: (Izda.) LSEG Datastream, Oficina Nacional de Estadísticas de China, J.P. Morgan Asset Management, (Dcha.) CEIC, Goldman Sachs Investment Research, LSEG Datastream, Oficina Nacional de Estadísticas de China, NIFD, Wind, J.P. Morgan Asset Management. El índice muestra la variación interanual de los precios de la vivienda nueva en 70 ciudades chinas medianas y grandes. *Guide to the Markets - EMEA*. Datos a 31 de agosto de 2025.

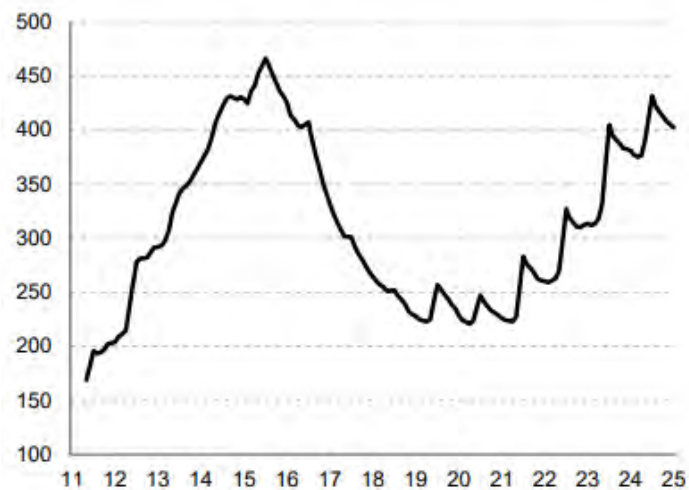
Difícil situación de China. Necesidad de exportar

Transacciones de vivienda (% interanual y contribuciones)



Fuente: Afi, NBS.

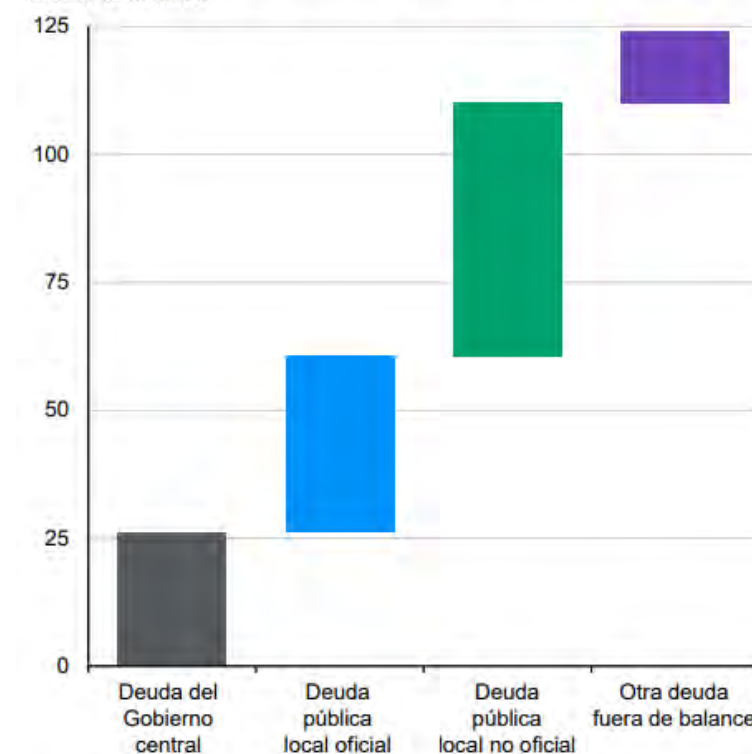
Inventario de vivienda terminada sin vender (miles de m2)



Fuente: Afi, BIS

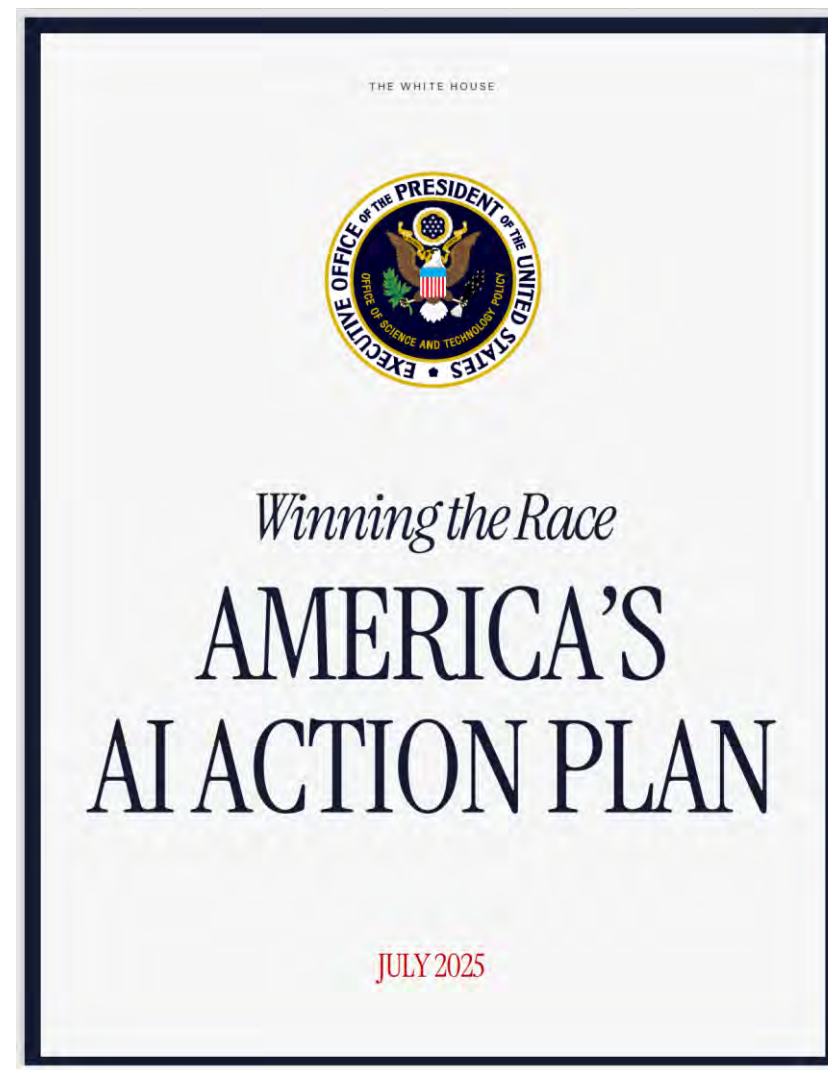
En deflación: IPC - 0,3%

Desglose de la deuda pública general de China
% del PIB nominal



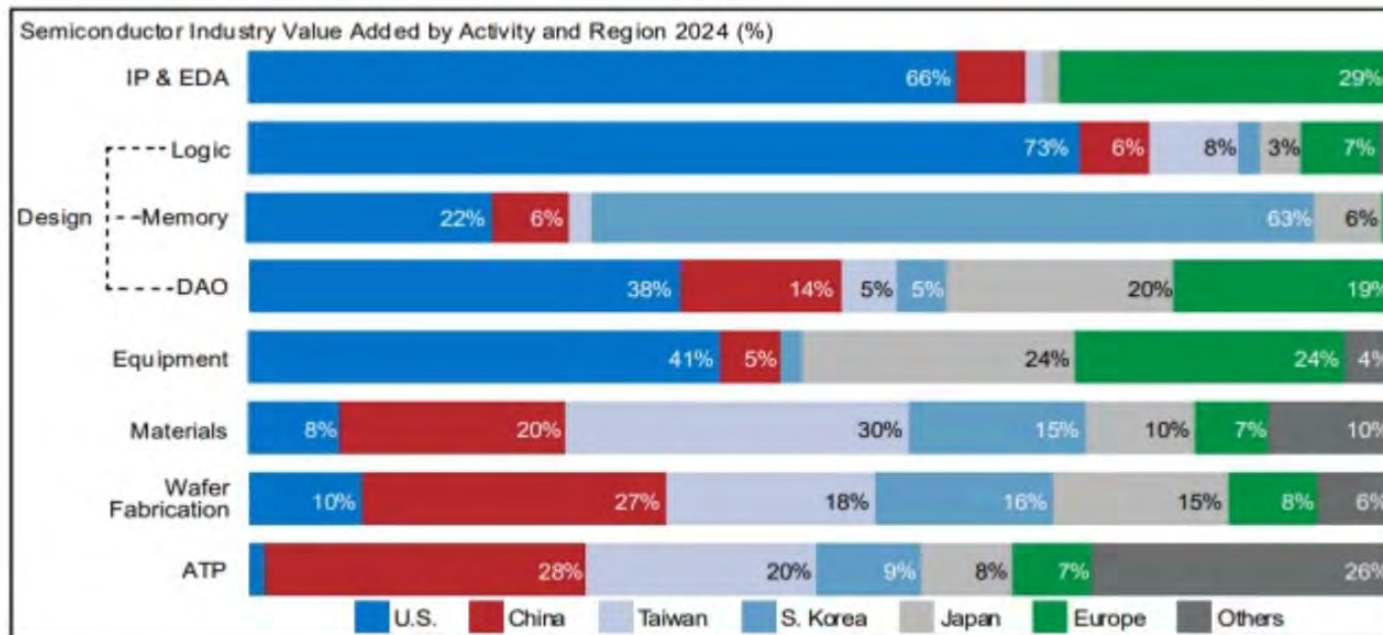
FMI, J.P. Morgan AM Datos a 30 de septiembre 2025

IA: la siguiente gran batalla



Guerra tecnológica. Imposible desglobalización total

Componentes industria semiconductores por regiones

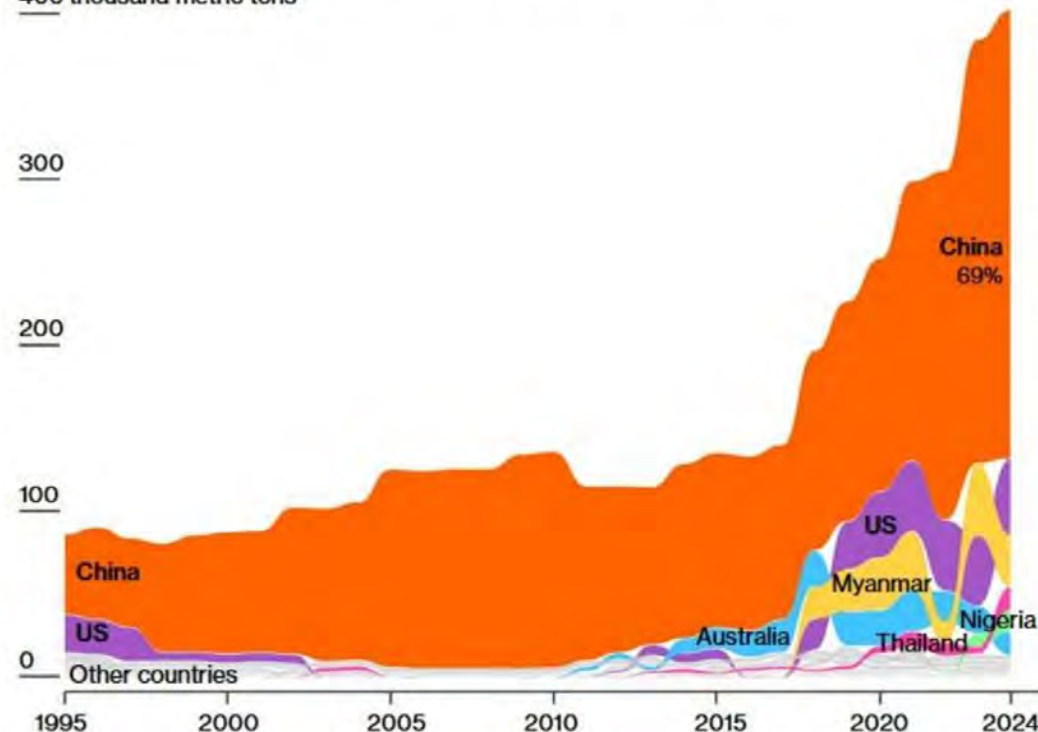


Source: Alpine Macro, IPnest; Wolfe Research, Gartner, SEMI, BCG analysis

China Dominates Mined Production of Rare Earths

It was responsible for almost 70% of global output in 2024

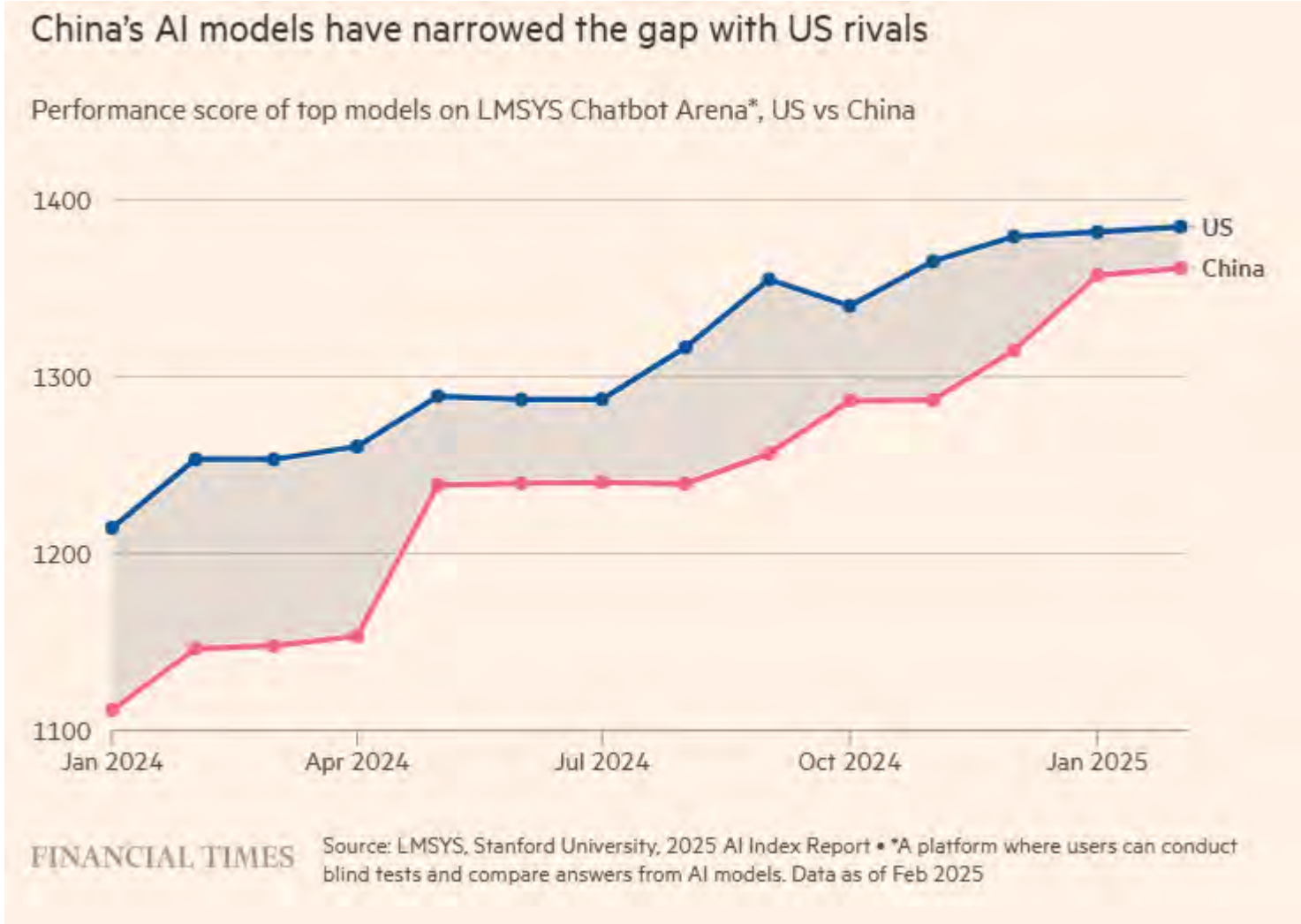
400 thousand metric tons



Source: US Geological Survey

Riesgo de Cuellos de botella en las cadenas de producción

Guerra tecnológica EE.UU. vs China



IA Plan de actuación



Diplomacia de la IA



Rechazo normas organismos multilaterales influenciados por China

Problema energético de la IA



Departamento de Energía de EE.UU.:

Los centros de datos estadounidenses usarán entre **325.000 y 580.000 GWh de energía por año para 2028.**

Equivale aproximadamente al consumo eléctrico de **~40 millones de hogares**, solo para centros de datos.



Actualmente, **la energía nuclear se considera la única solución** a la inminente escasez energética.

La central nuclear promedio puede producir **8.000 GWh por año.**

Se **necesitarían ~73 nuevas plantas nucleares** para abastecer centros de datos que consuman 580.000 GWh.



EE. UU. solo ha añadido 2 reactores nucleares desde 1995 y se tarda más de 10 años en construir uno.

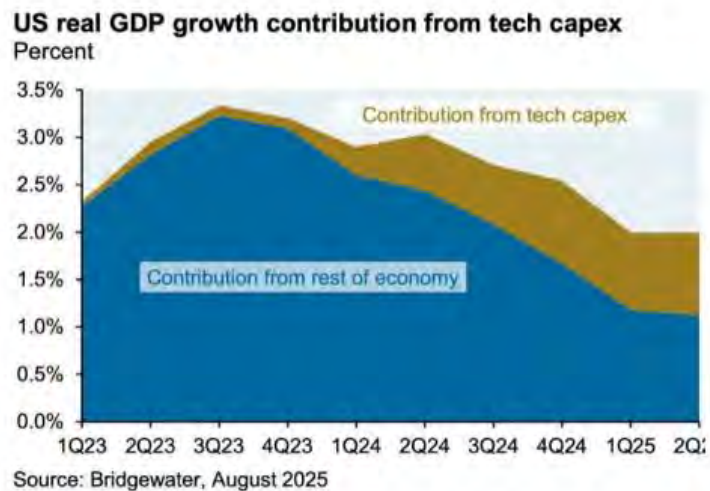
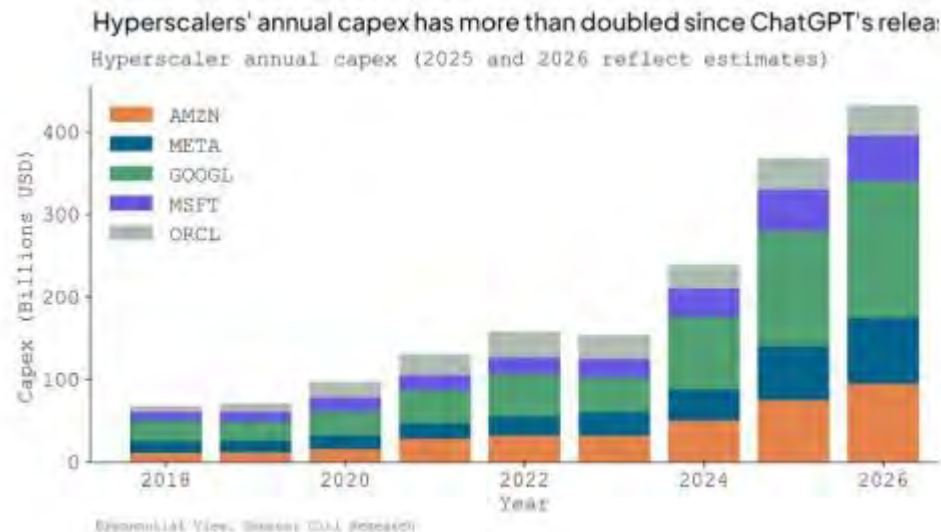
Alcanzar la capacidad energética necesaria para 2028 parece casi imposible con el ritmo actual.

Algo tiene que cambiar.

Ecosistema de la IA

NVIDIA	Microsoft	Open AI	Otros GIGANTES
Hardware y Chips - invierte en OpenAI <i>Infraestructura para centros de datos.</i> - se asocia con Intel <i>Fabricación de CPUs y fortalecer la cadena de suministro.</i> - invierte en xAI <i>Financiación de la startup de IA de Elon Musk.</i> - se asocia con Firebird <i>Construcción de una fábrica de IA en Armenia.</i>	Cloud y Software - invierte miles de millones en OpenAI (27%) <i>Alianza estratégica para potenciar su nube Azure.</i> - invierte en G42 <i>Expansión de capacidades de IA en los Emiratos Árabes Unidos.</i> - invierte en Nebius Group NV <i>Asegurar acceso a una gran cantidad de chips NVIDIA.</i>	Investigación y mercados - recibe inversión de Microsoft y NVIDIA - se asocia con AMD <i>Diversificar su suministro de chips de IA.</i> - se asocia con Oracle <i>Obtener potencia de computación masiva en la nube.</i> - se asocia con Sur Energy <i>Construir un mega centro de datos en Argentina.</i>	Google --> se asocia con Meta <i>Interacción: Acuerdo de computación en la nube.</i> Meta --> se asocia con CoreWeave <i>Interacción: Contratación de potencia informática para entrenar modelos de IA.</i> Oracle --> en conversaciones con Meta <i>Interacción: Potencial acuerdo masivo de computación en la nube.</i>

Inversión en IA

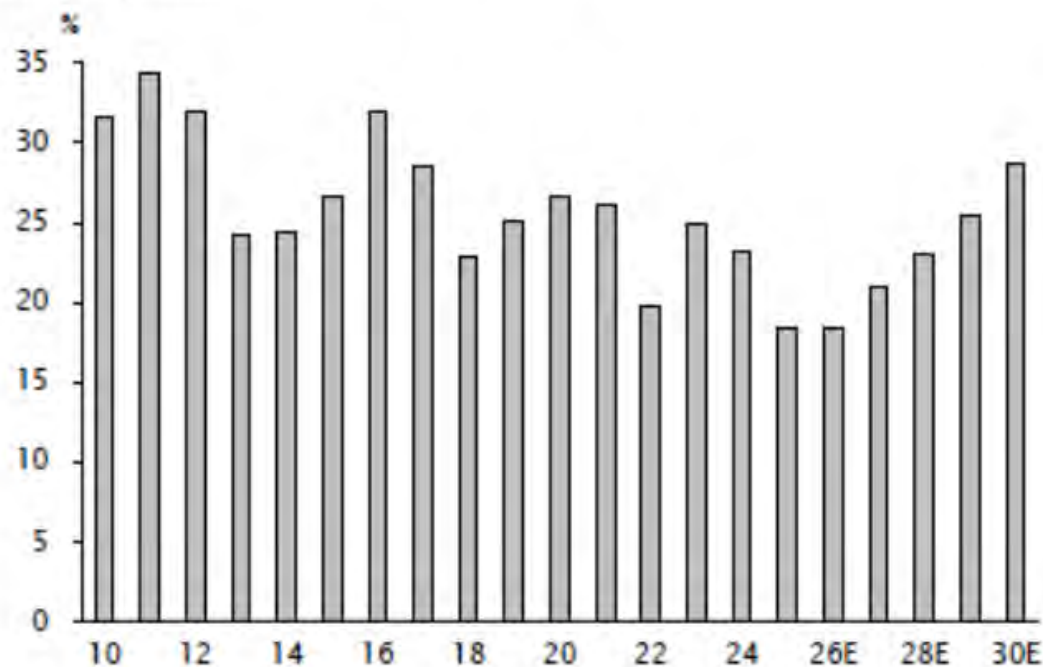


- EE.UU. inversión de \$500B en 2026 – 2027
- Se necesitan \$2T de ingresos en 2028 para financiar la inversión (Bain)
- 60% del coste de los Data Center son los chips (GPU).
Resto “cooling” y energía / construcción
- ¿Amortización en 3 años?, NO en 6.
- En EE.UU. se usan SPV para financiar y construir DC.
- VC en IA → \$161B en 10 compañías → valoración \$1T
- ¿Cuellos de botella en las cadenas de suministro?
- Ningún país controla toda la cadena de suministro de la IA

Elevados márgenes, pero ...

Elevado Margen de FCF de los Hiperescaladores
Microsoft, Alphabet, Meta, Amazon /AWS)

The Hyperscalers¹-- Free Cash Flow Margins²
2010 Through 2030E

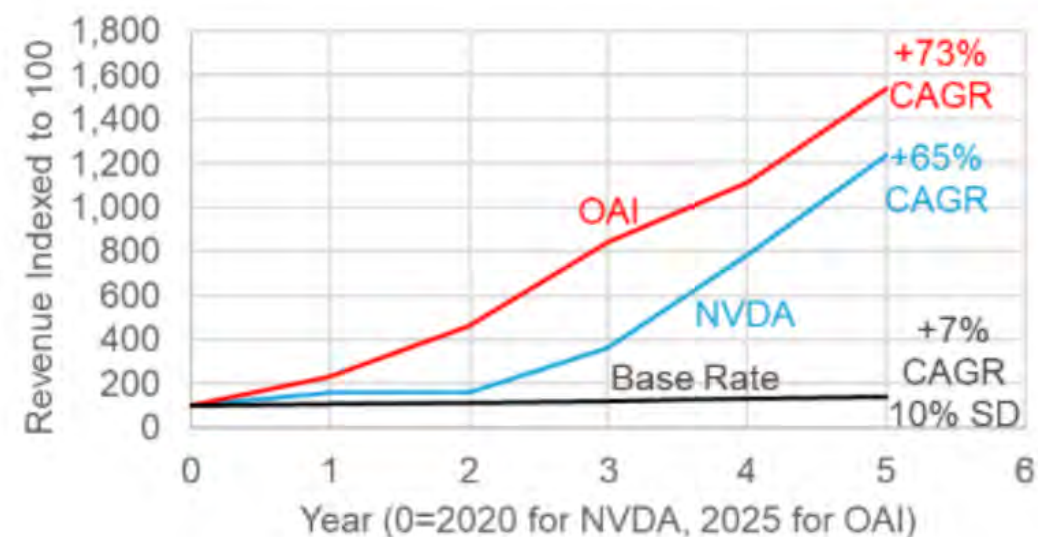


Source: Visible Alpha, Empirical Research Partners Analysis.

1. Microsoft, Alphabet, Meta, and Amazon (AWS division only). 2. Aggregate data. ROIC measured as after-tax operating profit divided by shareholders' equity plus long-term debt less cash.

OpenAI espera crecer más que NVIDIA

NVDA vs OAI Revenue Trends

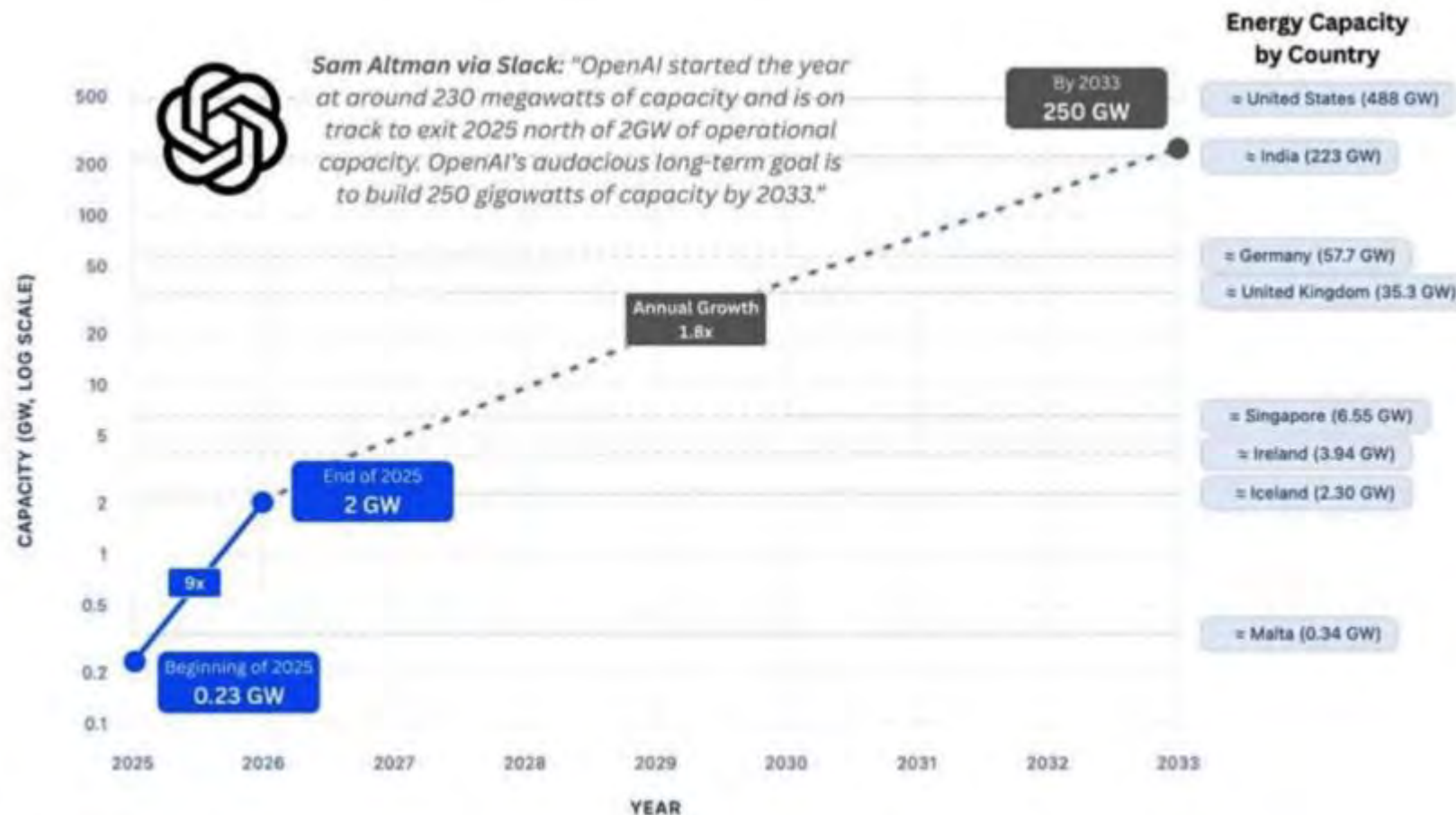


Source: Factset, ClearBridge Analysis, October 2025 The information provided is not a recommendation to purchase, sell, or hold any particular security and should not be construed as an endorsement of or affiliation with Franklin Templeton.

... Open AI es la gran incógnita

OpenAI espera incrementar su capacidad energética en 125x en 8 años

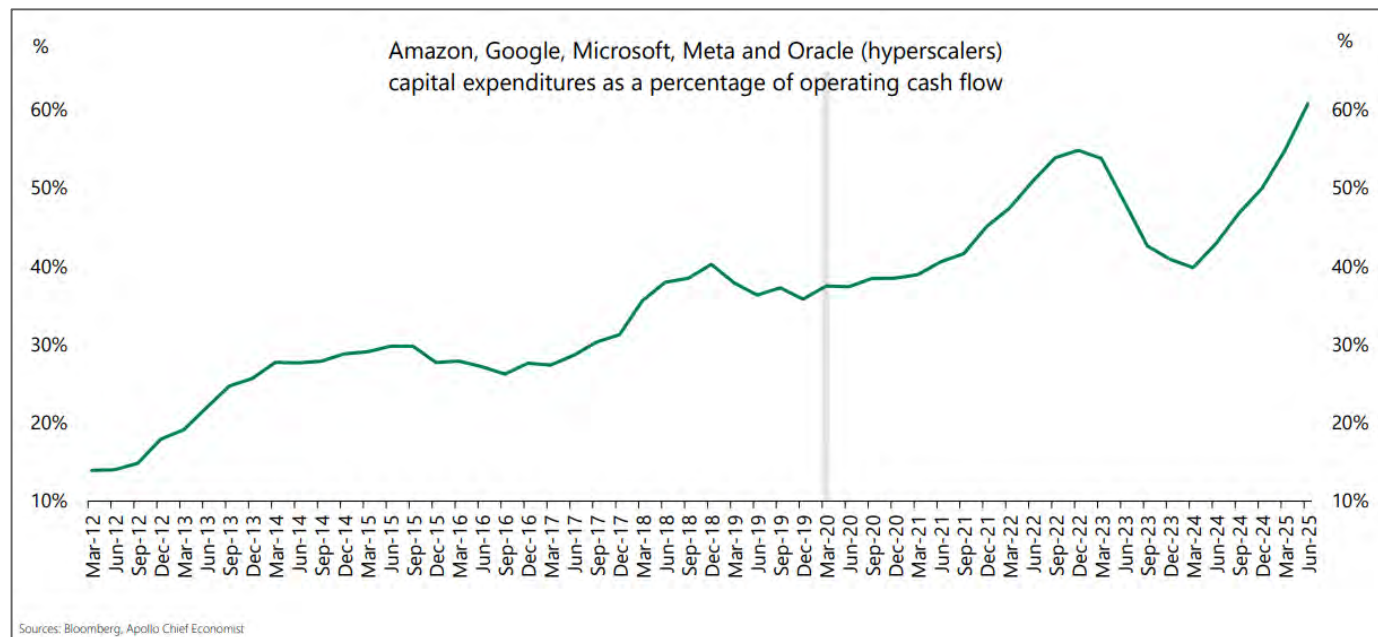
Supondría utilizar tanta energía como India hoy en día



Source: Alex Heath. Sources.News

Algunos signos preocupantes

60% del Cash Flow Operativo en Capex



El Uso en App de ChatGPT toca techo
(Usuarios activos diarios)



Posibles problemas

Alibaba Cloud claims to slash Nvidia GPU use by 82% with new pooling system

Alibaba Cloud claims to slash Nvidia GPU use by 82% with new pooling system

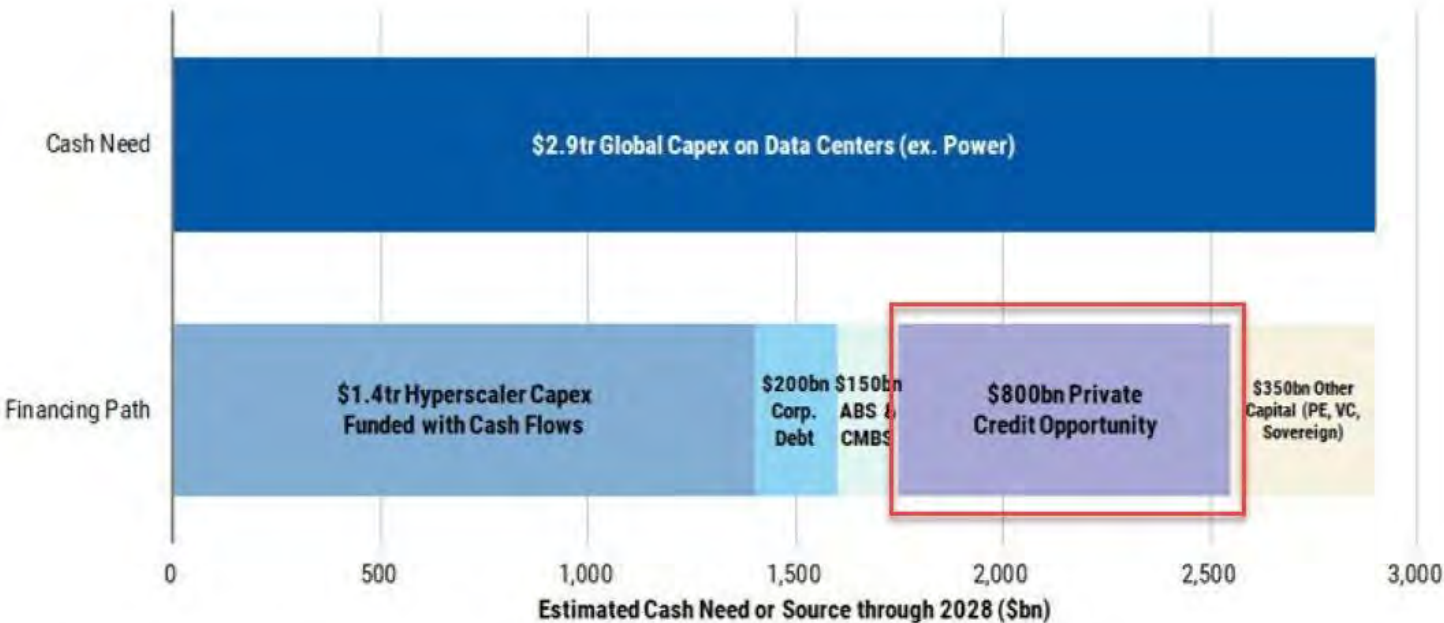
The new Aegaeon system can serve dozens of large language models using a fraction of the GPUs previously required, potentially reshaping AI workloads

Reading Time: 2 minutes



Financiación del Capex

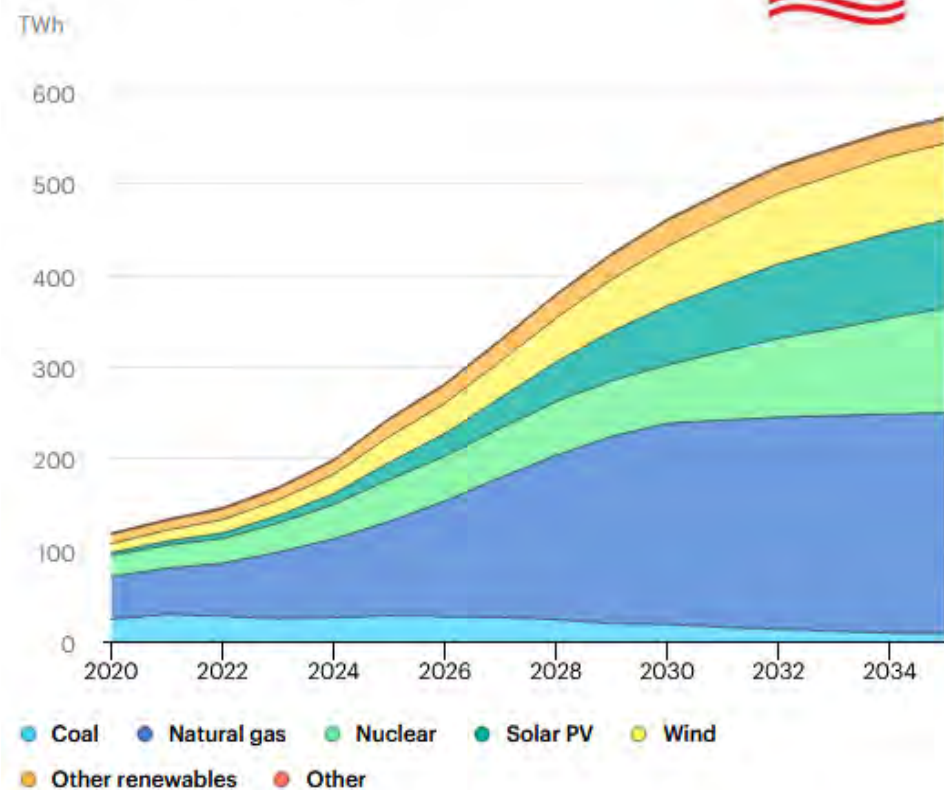
Exhibit 1: Estimated financing breakdown for total capex, 2025-28



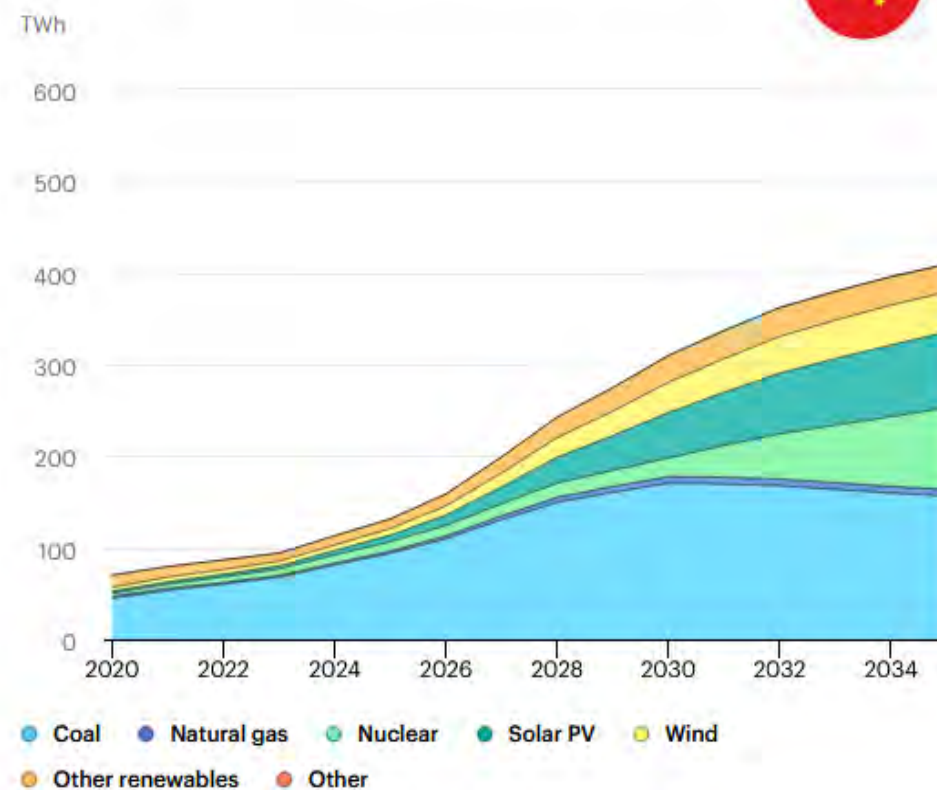
Source: Morgan Stanley Research estimates

Abastecer la demanda de energía (electricidad) será clave

Electricity generation for data centres by fuel in the United States, Base Case, 2020-2035



Electricity generation for data centres by fuel in China, Base Case, 2020-2035

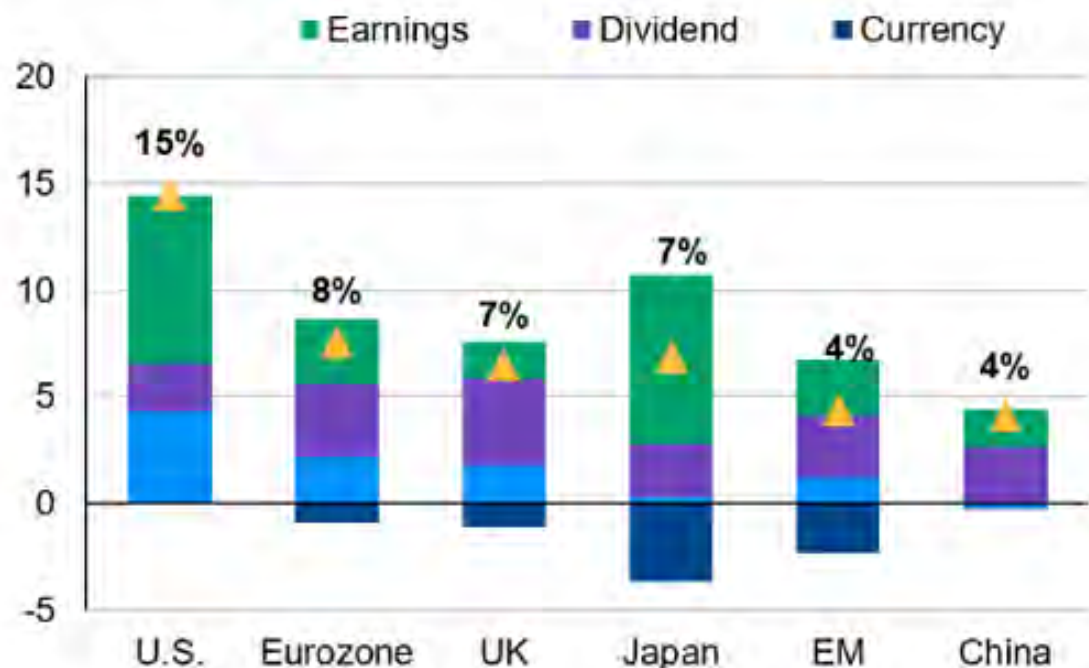


Fuente: Agencia Internacional de la Energía

El éxito de EE.UU. se basa en los beneficios

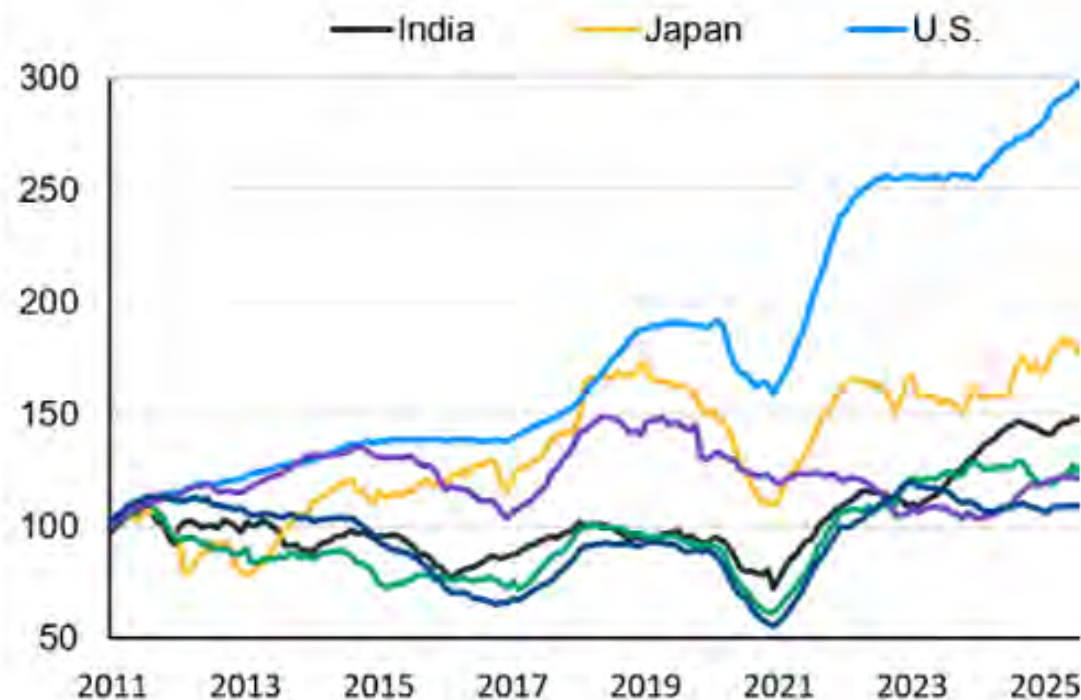
Fuentes de rentabilidad de RV en los últimos 15 años

Rentabilidad total, en USD



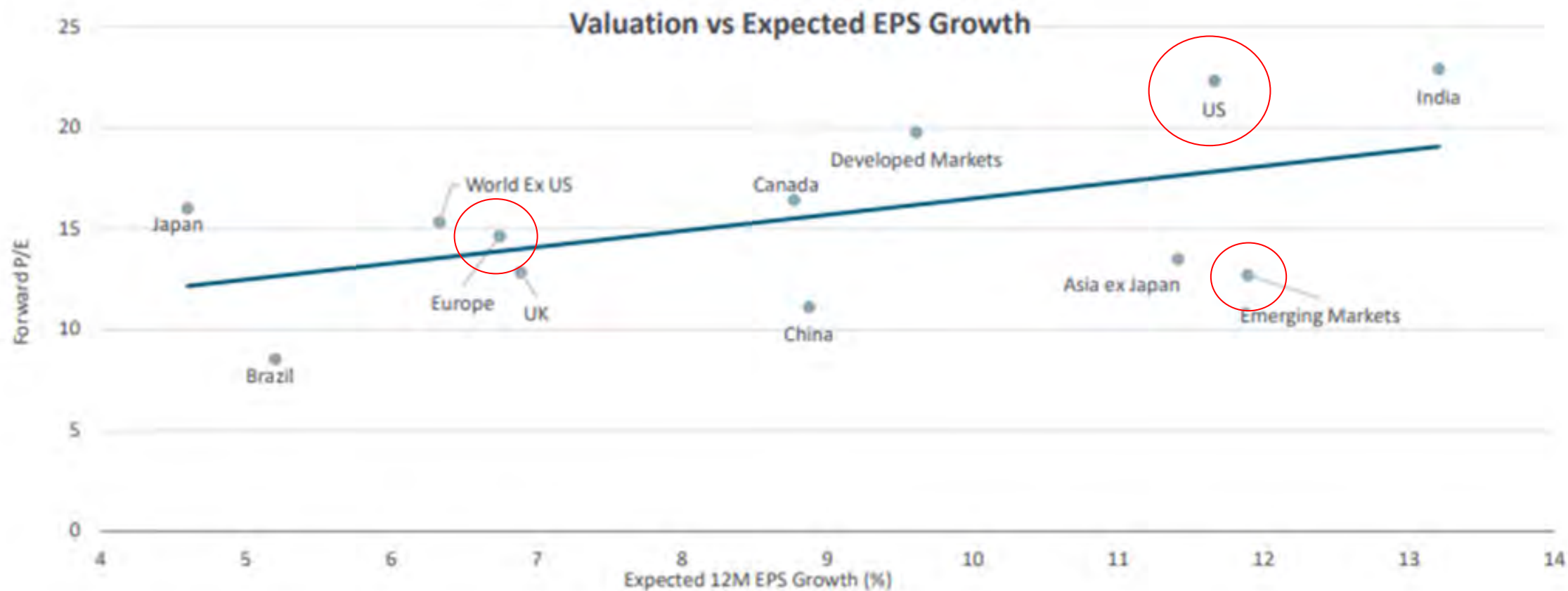
Crecimiento de beneficios por índice en los últimos 15 años

Resultados de compañías por índice, en USD



Fuente: J.P. Morgan Asset Management, a 31 de Julio de 2025. Gráfico Izquierda. Guide to the Markets – U.S. (pag 47). FactSet, MSCI, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. 15 años anualizado es un periodo rolling 15 años que finaliza el último día del mes anterior. Todos los valores de rentabilidad son datos MSCI Gross Index, except EE.UU. Que es el S&P 500. *Expansión Multiple expansion is based on the forward P/E ratio, and EPS growth outlook is based on NTMA earnings estimates. Gráfico dcha.: Guide to the Markets – U.S. (pag 50). FactSet, MSCI, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Los países están representados por el índice MSCI de cada país except para EE.UU. Que está representado por el S&P 500.

Valoraciones y expectativas de crecimiento de BPAs

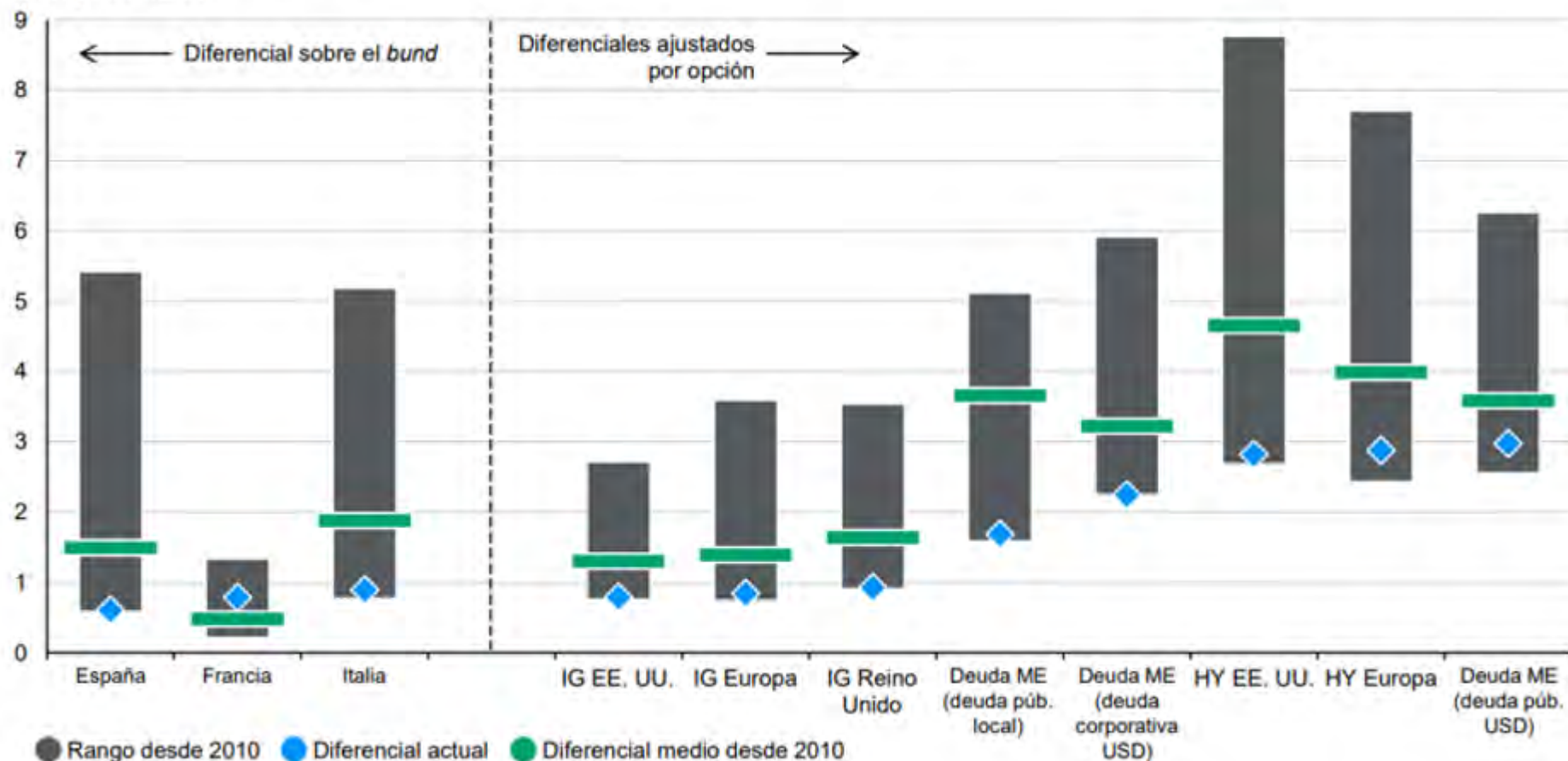


Fuente: MFS

Renta Fija. Diferenciales en mínimos. El riesgo no se paga

Diferenciales de la renta fija

Puntos porcentuales



Fuente: Bloomberg, ICE BofA, J.P. Morgan Economic Research, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Los diferenciales francés, español e italiano están basados en las tiras de los bonos a 10 años. IG Europa: Bloomberg Euro Agg. - Corporate; HY EE. UU.: ICE BofA US High Yield Constrained; Deuda ME: J.P. Morgan EMBI Global Diversified; HY Europa: ICE BofA Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained; IG EE. UU.: Bloomberg US Agg. Corporate - Investment Grade; IG Reino Unido: Bloomberg Sterling Agg. Corporate; Deuda ME divisa local: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified; Deuda ME corporativa: J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. Las rentabilidades históricas no son representativas de los resultados presentes ni futuros. Guide to the Markets - EMEA. Datos a 31 de agosto de 2025.

Asset Allocation estratégico y táctico

A largo plazo....erosión monetaria

Invertir en activos vinculados a la economía real y al crecimiento de la economía real en el largo plazo... el deterioro monetario va a continuar

A corto plazo...sobrevaloración...cautela

Los tipos de interés positivos en términos nominales y reales (no hay TINA)

Duraciones cortas en Renta Fija

Aprovechar la volatilidad de la RV

GESTION ACTIVA vs gestión pasiva ROTACIÓN

Conclusiones prácticas para los inversores

El crecimiento vendrá por la Innovación Tecnológica (IA), Energía y Defensa	Las grandes empresas cada vez más grandes. Buenas empresas compradas por las grandes
Peligro de sobreinversión en Centros de Datos (IA)	No todas las empresas de IA pueden ser ganadoras
EE.UU. seguirá creciendo más que Europa, pero con un dólar débil	Alta dependencia de Europa de EE.UU. (tecnología, defensa y energía)
Aumento de las emisiones de Deuda Globales	Límite a la bajada de las TIRs de los bonos
Hacia una “economía de guerra”	Inflacionista. Priorización de recursos
Inevitable vuelta al QE	Inflacionista. Tipos de interés reales cero o negativos.

Conclusiones prácticas para los inversores

El riesgo de la RF no se paga

Fundamental invertir en activos reales

Acostumbrarse a vivir con la volatilidad

Desaparición del activo sin riesgo

Incertidumbre sobre el dólar

Principio de diversificación

Gestión activa

Diferenciales en mínimos

Inversión en empresas

Estrategia a largo plazo
La volatilidad ofrece oportunidades

Mayor rating de empresas que del propio EE.UU.

Sin sustituto. Fortaleza del Oro

Suaviza la volatilidad. Protege frente a la
incertidumbre

Aprovechar oportunidades de mercado

Muchas gracias