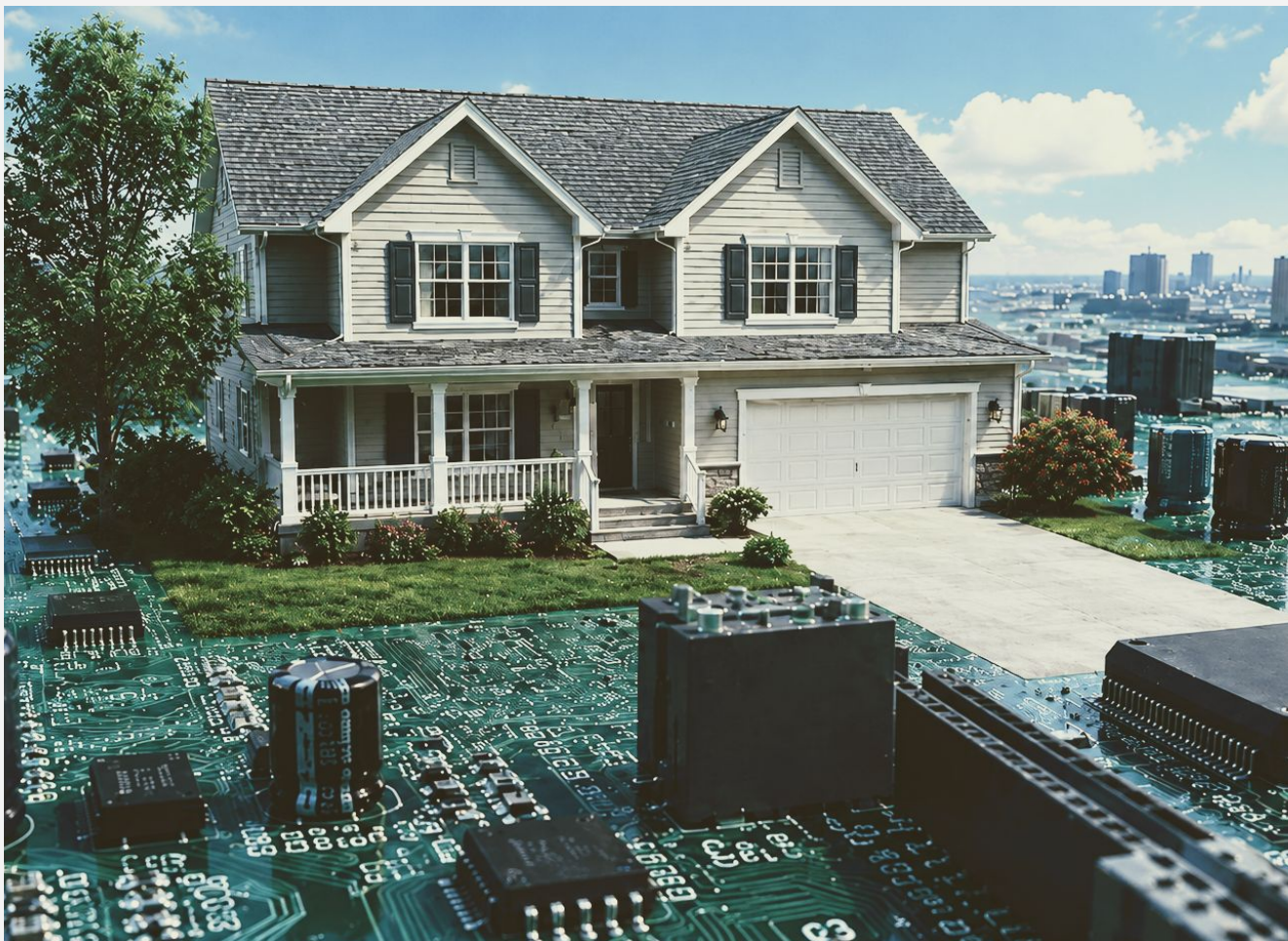




AGOSTO 2026

La IA pasa factura

*por***Sergio González**Head de la Oficina de
Inversiones de Cohen
Aliados Financieros

House View Global

La IA pasa factura

Resumen

Por Sergio González, Head de la Oficina de Inversiones de Cohen.

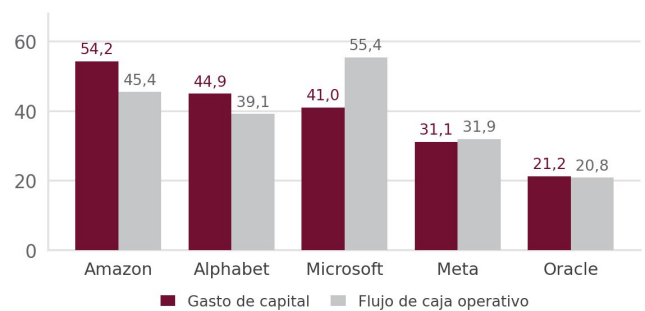
Durante el segundo trimestre pasó algo que conviene mirar de cerca. Hasta el año pasado, las grandes tecnológicas financiaban sus centros de datos con la caja que generaban sus propios negocios. Ya no. En los tres meses cerrados en junio invirtieron unos USD 192.000 millones, prácticamente todo su flujo de caja operativo, y la diferencia se está cubriendo con deuda. En seis meses, la deuda financiera de Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta y Oracle pasó de USD 312.000 millones a USD 486.000 millones.

Eso conecta con la pregunta que más nos hacen: ¿qué está pasando con las tasas?. El Tesoro ya acumula un déficit mayor al de todo el ejercicio anterior y hoy compite por los mismos compradores con el sector corporativo de mejor calidad del mundo. La consecuencia se ve en la parte larga de la curva.

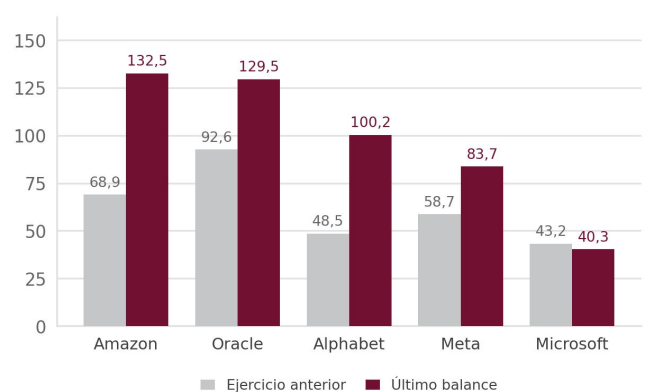
Los balances del trimestre fueron muy buenos, pero conviene leerlos con cuidado: buena parte de la mejora no vino del negocio.

Esperamos tasas largas altas por más tiempo, no creemos que la Fed suba en septiembre y preferimos calidad y plazos cortos.

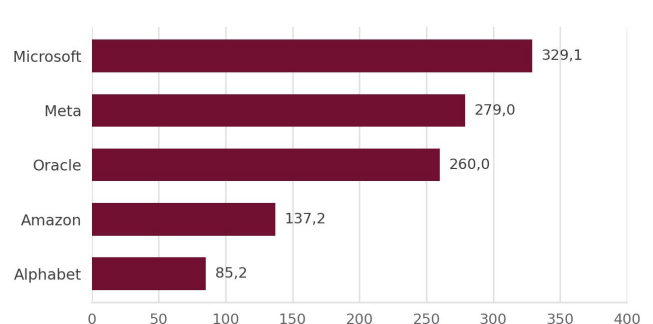
CAPEX Y FLUJO DE CAJA OPERATIVO



DEUDA FINANCIERA TOTAL



ARRENDAMIENTOS NO INICIADOS



Cifras en miles de millones de USD. Elaboración propia en base a los balances presentados ante la SEC.

El financiamiento

Vale la pena detenerse en cómo se financia hoy la inversión en inteligencia artificial, porque ahí está la novedad del trimestre.

Los balances presentados ante la SEC son elocuentes. Amazon invirtió USD 54.200 millones y generó USD 45.400 millones de caja operativa. Alphabet invirtió USD 44.900 millones y generó USD 39.100 millones. Meta y Oracle quedaron prácticamente empatadas entre lo que gastan y lo que producen. Solo Microsoft conserva un margen cómodo.

Cuando eso ocurre, la diferencia sale del mercado de deuda. En seis meses Alphabet duplicó su deuda financiera y Amazon casi la duplicó. Oracle y Meta la subieron alrededor de 40%. Microsoft es la excepción aparente: redujo su deuda de mercado, pero sus pasivos por arrendamientos financieros crecieron con fuerza. El apalancamiento no desapareció, cambió de forma.

Hay además un compromiso que todavía no aparece en el balance. Las cinco tienen firmados arrendamientos de centros de datos por más de un billón de dólares que aún no comenzaron, con plazos que llegan hasta la década próxima.

Nada de esto es hoy un problema de solvencia. Son emisores con caja holgada y poco endeudados frente a lo que generan. El punto es de mercado: cuánto papel le está pidiendo este sector al inversor de renta fija, y a qué plazo.

LAS CINCO GRANDES EN UN VISTAZO EN MILES DE MILLONES DE USD

Compañía	Capex	Caja op.	Deuda ant.	Deuda act.
Amazon	54,2	45,4	68,9	132,5
Alphabet	44,9	39,1	48,5	100,2
Microsoft	41,0	55,4	43,2	40,3
Meta	31,1	31,9	58,7	83,7
Oracle	21,2	20,8	92,6	129,5
Total	192,4	192,6	311,9	486,2

Elaboración propia en base a los balances presentados ante la SEC.

Las ganancias

La temporada de balances fue, en apariencia, extraordinaria. Conviene entender de dónde salió esa mejora, porque no toda es de la misma naturaleza.

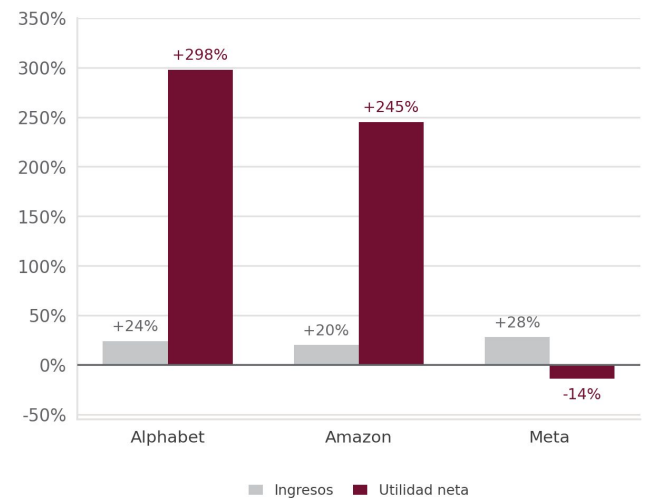
Alphabet aumentó sus ingresos un 24% y su resultado operativo un 30%, dos números muy buenos. Su utilidad neta creció casi 300%. La diferencia está en su propio balance: el resultado no operativo del trimestre superó los USD 98.000 millones, casi todo por revalorización de participaciones, buena parte en compañías que no cotizan. La empresa informa una posición de USD 94.100 millones en SpaceX.

Amazon repite el patrón y lo dice con todas las letras: USD 53.400 millones de resultado no operativo antes de impuestos, atribuidos principalmente a sus inversiones en Anthropic. Su negocio creció 20% en ingresos y 43% en resultado operativo. Muy bien, pero lejos del 245% de la última línea.

Meta funciona como contraprueba. Sus ingresos crecieron 28%, más que los de sus pares, y su utilidad neta cayó 14%. Hace el mismo esfuerzo de inversión y carga la misma depreciación, pero no tiene participaciones que revalorizar.

No decimos que esas ganancias sean ficticias. Decimos que son de valuación, no realizadas y sobre activos poco líquidos. De ahí una recomendación práctica: leer el crecimiento de las ganancias contra el de los ingresos.

INGRESOS Y UTILIDAD NETA VARIACIÓN INTERANUAL, 2T26



Elaboración propia en base a los balances presentados ante la SEC.

La macro y la Fed

El telón de fondo macroeconómico se volvió más ambiguo, y eso importa porque condiciona a la Fed.

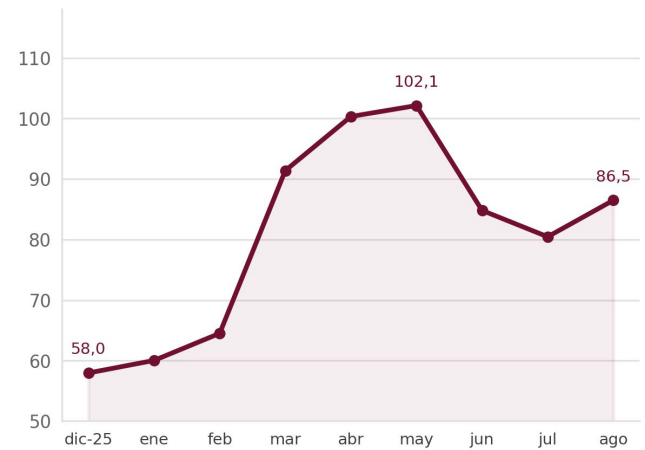
Por el lado bueno, la inflación cedió. El temor de mitad de año era que el salto del petróleo se trasladara al resto de los precios, y no ocurrió: el índice general desaceleró a 3,4% interanual desde el pico de 4,2% de mayo, y la medida que excluye alimentos y energía está en 2,5%. Fue un *shock* de precios relativos antes que un problema de inflación.

Por el lado malo, el empleo se dio vuelta. Julio cerró con pérdida neta de puestos y las revisiones previas fueron severas. La desocupación bajó, pero por menor participación más que por fortaleza de la demanda de trabajo. La actividad sigue creciendo a ritmo moderado, con un consumo que se sostiene mejor de lo que sugiere el dato agregado.

La Fed mantuvo la tasa a fines de julio, con tres miembros votando por subirla, y su presidente fue enfático en que no habrá tolerancia con una inflación por encima de la meta.

Nosotros no creemos que la Fed suba la tasa en septiembre. Con el empleo contrayéndose, la inflación núcleo desacelerando y las expectativas implícitas en los bonos ancladas cerca de la meta, subir sería difícil de justificar. Esperamos una pausa prolongada, sin recortes en lo que resta del año.

PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
PROMEDIO MENSUAL, USD POR BARRIL



Elaboración propia en base a la EIA. Agosto: promedio hasta el día 18.

Las tasas largas

Si la Fed no se mueve y la inflación cede, uno esperaría tasas más bajas. En la parte larga está pasando lo contrario, y esa aparente contradicción es lo más interesante del momento.

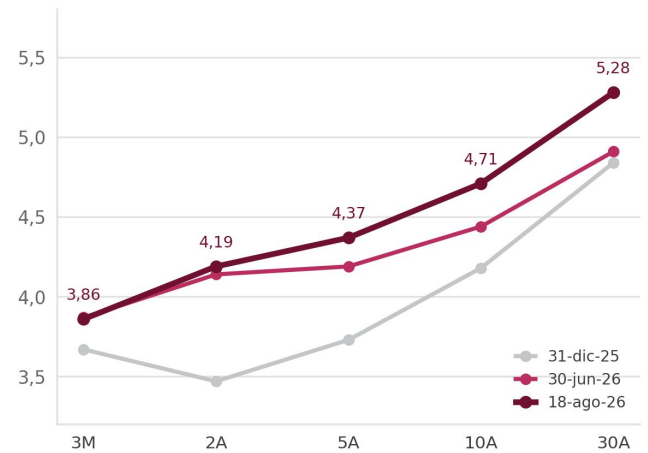
Desde fines de junio, el rendimiento del bono a dos años casi no se movió, mientras el de 10 subió con claridad y el de 30 superó el 5,25%, su nivel más alto en casi dos décadas. La curva se empinó, pero por el lado largo.

Un empinamiento así suele leerse como señal de mayor crecimiento esperado. No es el caso: el empleo se contrae. Tampoco es un problema de expectativas de inflación, porque las que surgen de los bonos indexados están cerca de la meta. Queda la explicación más simple, que es la oferta.

Y acá vuelve el hilo del principio. El Tesoro lleva acumulado un déficit superior al de todo el año anterior, con intereses que ya superan los USD 900.000 millones. A ese oferente permanente se le sumó un emisor nuevo y grande, que son las tecnológicas financiando centros de datos. Compiten por el mismo comprador y por el mismo plazo.

La conclusión es incómoda pero clara. El tramo largo dejó de funcionar como cobertura frente a una desaceleración. Por eso hoy preferimos tomar riesgo de crédito antes que riesgo de duración.

**CURVA DE RENDIMIENTOS DEL TESORO
EN PORCENTAJE, POR PLAZO**



Elaboración propia en base al Tesoro de EE. UU.

Perspectivas

Nuestro escenario base descansa sobre un supuesto: que el mercado de bonos absorba sin sobresaltos la oferta conjunta del Tesoro y del ciclo de inversión en tecnología. Bajo ese supuesto esperamos que el bono a 10 años se mueva entre 4,75% y 5,00%, que el de 30 se sostenga por encima de 5,25% y que la Fed no toque la tasa en lo que queda de 2026.

No anticipamos una crisis de crédito ni una caída abrupta de las acciones. Los diferenciales siguen comprimidos, los emisores tienen balances sólidos y el consumo sostiene la actividad. Sí esperamos un proceso más lento: que la ganancia contable converja hacia la ganancia operativa, y que el múltiplo se comprima en el camino.

Seguimos tres riesgos. El energético, con el Estrecho de Ormuz aún cerrado y la reserva estratégica estadounidense en su nivel más bajo desde 1982. El monetario, porque si la Fed confirma un sesgo más duro del que el mercado descuenta, el tramo corto tendrá que ajustar. Y el de resultados, que se irá despejando a medida que veamos si el patrón de revalorizaciones se repite en el resto del sector.

En cartera, esto se traduce en preferir calidad sobre rendimiento y liquidez sobre duración.

POSICIONAMIENTO SUGERIDO

Clase de activo	Visión	Fundamento
Soberano corto	Sobreponderar	Tasa alta sin riesgo de plazo
Soberano largo	Subponderar	Prima por plazo en expansión
Crédito grado inv.	Neutral	Fuerte oferta del sector tecnológico
Crédito alto rend.	Neutral	Sin estrés, pero sin margen
Acciones EE. UU.	Neutral	Ganancias por validar con ingresos
Acciones resto	Sobreponderar	Dólar estable y menores valuaciones
Oro	Sobreponderar	Cobertura ante riesgo geopolítico

Visión a seis meses. Elaboración propia.



El presente documento es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S. A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni un oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes de Cohen S.A. considera fiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A. no hay verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descritas en este informe. Cohen S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.

perspectivas.cohen.com.ar

cohen.com.ar



CohenArgentina



Cohen Aliados Financieros



CohenArgentina



On-Air: mercados y tendencias