

En la mente de los inversores

Los hiperescaladores llegan al crédito

Autor



Jorn Veeneman
Estratega global de mercados

El desarrollo de la inteligencia artificial (IA) se ha convertido en el ciclo de inversión con mayores necesidades de capital desde el auge de las telecomunicaciones a principios de siglo. Mientras que la primera fase se sufragó en gran medida con el cash flow operativo de los hiperescaladores, el nivel de gasto actual exige recurrir a una combinación más amplia de fuentes de financiación.¹ Se estima que la inversión acumulada relacionada con la IA en una coyuntura en la que las empresas construyen modelos de IA y la infraestructura para sustentarlos –incluidos centros de datos, semiconductores, energía y servicios públicos– alcanzará los 5,5 billones de USD de aquí a 2030.

Se prevé que el cash flow operativo de los hiperescaladores y la emisión de capital apenas cubrirán alrededor de una cuarta parte de estas necesidades de inversión, lo que amplía las oportunidades relacionadas con la IA en las distintas clases de activos. Los bonos investment grade, los bonos high yield, los préstamos apalancados, las titulizaciones y los mercados privados –como los de la infraestructura, el sector inmobiliario y el crédito privado– desempeñarán un papel importante en el desarrollo de esta tecnología.

Para los inversores en crédito, esto supone un cambio evidente: la emisión de deuda está adquiriendo un mayor protagonismo en la financiación del despliegue de la IA. Se prevé que los bonos investment grade serán la principal fuente de capital externo con una aportación de 2,1 billones de USD, y que los bonos high-yield, los préstamos apalancados y las titulizaciones contribuirán con otros 700.000 millones de USD.

Desde esta perspectiva, nos centramos en la emisión de deuda por parte de los hiperescaladores y sus implicaciones para el mercado de bonos investment grade. Aunque, en nuestra opinión, esta nueva ola de oferta no desestabilizará el mercado, sí que lo transformará. Paralelamente, la deuda de los hiperescaladores ofrece a los inversores una forma más defensiva para acceder a la temática de inversión de la IA. Los diferenciales de estas empresas se han ampliado, lo que refleja una oferta más abundante y concentrada, así como un aumento en la magnitud y la complejidad de las exposiciones fuera de balance. Aunque consideramos que esta ampliación de los diferenciales de los hiperescaladores está justificada, vemos valor en el carry adicional que ofrece. La prueba de fuego para los tenedores de bonos será la recuperación del free cash flow después de 2027, que dependerá de la evolución de las inversiones futuras (capex) y del ritmo de monetización de la IA. En este entorno, caracterizado por una concentración, dispersión y complejidad mayores, la gestión activa está en una posición idónea para aportar valor.

¹ Los hiperescaladores estadounidenses a los que nos referimos en el presente informe incluyen a Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y Oracle.

Los hiperescaladores demandan ingentes cantidades de capital para financiar el desarrollo de la IA

El modelo de bajas necesidades de capital que en su día caracterizó a las principales empresas tecnológicas estadounidenses está desapareciendo. En la actualidad, la creciente demanda de capacidad informática, el aumento de los costes de los inputs y la carrera por asegurar la capacidad disponible han provocado un fuerte aumento de la inversión en capex por parte de los hiperescaladores, que ha pasado de 156.000 millones de USD en 2022 (año en que se lanzó ChatGPT 3.5) a más de 1 billón de USD previsto para 2027.

A pesar del sólido cash flow operativo, las necesidades de capital han aumentado tanto que se espera que el free cash flow pase a situarse en terreno negativo en el corto plazo, lo que está creando una creciente necesidad de financiación externa. Creemos que, solo durante el próximo año, los hiperescaladores podrían lanzar bonos investment grade por valor de 300.000 millones de USD. Es por ello que la emisión de deuda por parte de estas empresas es uno de los temas más relevantes dentro de este segmento del crédito.

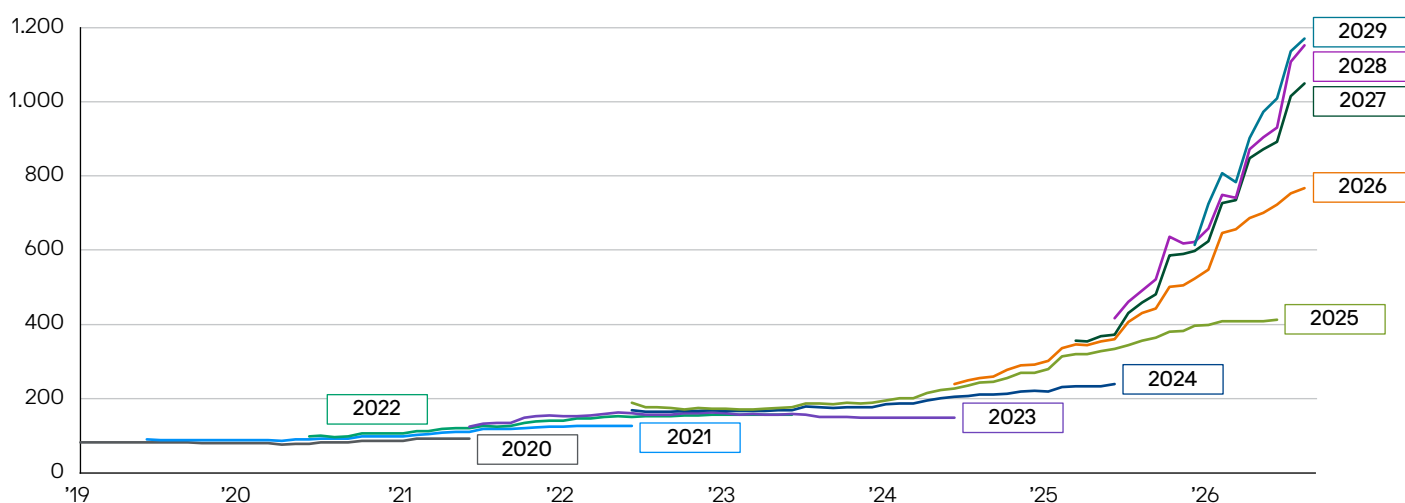
Los hiperescaladores están emitiendo deuda en múltiples divisas y con diferentes vencimientos y estructuras de financiación. De hecho, la emisión de bonos por parte de estas empresas en EE. UU. ha pasado de representar el 2% del total del segmento investment grade en USD entre 2022 y 2024 a un 9% previsto para 2026. En lo que va de año, los hiperescaladores han lanzado al mercado bonos investment grade por valor de 219.000 millones de USD, incluidos 62.000 millones equivalentes en otras divisas, como EUR, CAD, CHF, GBP y JPY.

Pero el hecho de que los hiperescaladores recurran a estructuras de financiación de proyectos en unos volúmenes y con una frecuencia cada vez mayores complica el análisis crediticio. Estas estructuras se utilizan para financiar activos de centros de datos, capacidad informática e infraestructura energética. Por lo general, en lugar de recurrir directamente al balance del hiperescalador, obtienen financiación mediante deuda respaldada por los cash flows y activos de un proyecto específico, y a menudo a través de una entidad independiente. De esta forma, se diversifican las fuentes de financiación y se contribuye a mantener la flexibilidad de los balances.

Gráfico 1: El aumento de la inversión en capex por parte de los hiperescaladores de EE. UU. está afectando negativamente al free cash Flow

Estimaciones de consenso sobre la inversión anual en capex por parte de los hiperescaladores

Miles de millones de USD



Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 17 de agosto de 2026.

Por ello, ahora los inversores en crédito y las agencias de calificación deben tener en cuenta no solo el apalancamiento declarado, sino también las exposiciones futuras fuera del balance y las necesidades de crédito y liquidez asociadas. Las obligaciones por arrendamiento de centros de datos publicadas ascienden ya a unos 1,4 billones de USD. Aproximadamente 1,1 billones de USD de estas obligaciones se encuentran actualmente fuera de balance, ya que solo se reconocen cuando los centros de datos entran en funcionamiento y comienzan los arrendamientos. Además, los hiperescaladores mantienen unos compromisos de compra incondicionales –que abarcan la adquisición de microchips, infraestructura informática y energía– por un valor aproximado de 1,5 billones de USD. Una parte importante de estos compromisos de compra se incluye en las previsiones de inversión en capex a corto plazo, por lo que los inversores y las agencias de calificación la tienen en cuenta.

Aunque es poco probable que los límites de concentración supongan una restricción a corto plazo, irán cobrando una mayor relevancia con el tiempo, ya que la ponderación combinada de los hiperescaladores en el índice investment grade en USD podría alcanzar el 10% de aquí a 2030. Actualmente, el peso individual de los hiperescaladores en dicho indicador es del 1,5% o inferior e, históricamente, este mercado ha funcionado de manera ordenada, con unos niveles de concentración por emisor entre el 3% y el 8%. Esta vez, los límites de concentración podrían ser inferiores, ya que muchos inversores ya mantienen una exposición significativa a la IA a través de valores de renta variable, bonos corporativos y mercados privados. Por ello, los hiperescaladores seguirán diversificando sus fuentes de financiación a través de mercados de bonos investment grade no denominados en USD, estructuras de financiación de proyectos y, cada vez más, crédito privado.

Los mercados de crédito están reevaluando, que no rechazando, el desarrollo de la IA

Conforme los mercados de renta fija se adaptan a este nuevo régimen de oferta, los bonos de los hiperescaladores van perdiendo su “prima de escasez”. Mientras que los diferenciales de los hiperescaladores se han ampliado en torno a 30 puntos básicos (pb) en lo que va de año, los del índice general investment grade en USD lo han hecho solo en 2 pb. Esta ampliación se aceleró en julio tras unas emisiones de mayor volumen y, en algunos casos,

con menos anticipación. Ajustados por la duración, los diferenciales de los hiperescaladores se sitúan actualmente en torno a los 105 pb, un nivel superior al de los bonos con calificaciones similares y al del mercado en general, que ronda los 80 pb. Este fenómeno ha sido especialmente pronunciado en los vencimientos más largos, donde las emisiones han aumentado con mayor intensidad, la base de compradores es más reducida y la prima de riesgo asociada a la incertidumbre sobre la rentabilidad de la inversión es probablemente mayor. La emisión masiva de bonos a largo plazo por parte de los hiperescaladores también podría haber contribuido al reciente aumento de las tirs de los bonos del Tesoro de EE. UU. a largo plazo.

En nuestra opinión, la ampliación de los diferenciales de los hiperescaladores está justificada y se debe más a la necesidad de absorber una oferta de deuda elevada y concentrada que a un deterioro de sus modelos de negocio. Dado que, actualmente, estas compañías ofrecen una prima superior a la del índice en general, creemos que el carry adicional que proporcionan representa una oportunidad atractiva. Asimismo, esperamos una mayor dispersión entre los hiperescaladores en un momento en el que los inversores analizan detenidamente las proyecciones de inversión en capex y los indicios de monetización de la IA, algo similar a lo que ocurre en los mercados de renta variable.

No obstante, los balances parten de una posición sólida, con niveles de apalancamiento bruto y neto muy por debajo de la media del índice general investment grade del sector industrial. Aunque los hiperescaladores disponen de una capacidad de endeudamiento adicional considerable, el ciclo de inversión en IA es excepcionalmente elevado y se concentra principalmente en sus etapas iniciales. Estimamos que los hiperescaladores podrían acumular deuda adicional por valor de 1,5 billones de USD antes de que sus ratios de apalancamiento (lease-adjusted), alcancen la media del índice general del sector industrial investment grade en USD. Además, los fundamentales cuentan con el respaldo extra de unos márgenes elevados y un sólido crecimiento de los beneficios. El reciente aumento del coste de la deuda se considerará probablemente un obstáculo menor en lo que respecta a los costes totales de financiación y, por tanto, no se espera que afecte significativamente a los planes de inversión.

En el nivel de los índices, no esperamos que la emisión de los hiperescaladores vaya a desestabilizar de forma significativa el mercado de crédito investment grade. A principios de 2026, estas empresas apenas representaban el 3,5% del índice investment grade en USD, por lo que la ampliación de su diferencial no ha sumado más que unos pocos puntos básicos al índice general. La demanda de nuevas emisiones fuera del sector tecnológico ha seguido siendo resiliente y, hasta ahora, no hay indicios de que los bonos de los hiperescaladores estén desplazando a los de otros sectores en el mercado investment grade. La clase de activo sigue contando con el respaldo de unas rentabilidades totales elevadas y unos fundamentales empresariales sólidos, los cuales han contribuido a mantener las entradas de capital en el ámbito del crédito con grado de inversión en USD.

Gráfico 2: Los balances de los hiperescaladores tienen capacidad para asumir más deuda

Indicador	Índice del sector industrial investment grade en USD	Hiperescaladores
Apalancamiento bruto	2,4x	0,6x, con apalancamiento lease adjusted de 1,1x
Apalancamiento neto	1,9x	-0,1x, con apalancamiento lease adjusted de 0,4x
Margen operativo	15%	27%
Ratio de cobertura de intereses	11x	32x

Fuente: Bloomberg, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. El índice del sector industrial investment grade en USD está representado por el Bloomberg US Aggregate – Corporate Index, excluyendo los sectores financiero y de servicios públicos. El apalancamiento ajustado por arrendamientos incluye el valor actual de las obligaciones derivadas de arrendamientos en el numerador y emplea el EBITDAR como denominador. Datos a 17 de agosto de 2026.

Una gama de oportunidades de inversión en IA más amplia, en la que el crédito de hiperescaladores dependerá del free cash flow

Conforme el ciclo de inversión en IA avanza, los inversores están pasando de centrarse en la creación de la tecnología a fijarse más en su adopción. Dado que, en la próxima fase, los inversores evaluarán la demanda de los usuarios finales, la monetización y dónde se generan beneficios –tanto entre los distintos niveles de la cadena de valor de la IA, como en cada uno de sus estratos–, esperamos que traiga consigo nuevos episodios de volatilidad.

Para los inversores que ya tienen una exposición significativa a la IA en sus carteras de renta variable, la deuda de los hiperescaladores ofrece una forma más defensiva de obtener exposición a la misma temática. Quienes asignan a renta variable necesitan que la inversión en capex de IA se traduzca en mayores ingresos, márgenes y cuota de mercado; por su parte, los tenedores de bonos requieren principalmente un cash flow suficiente para mantener la calidad crediticia y poder amortizar la deuda.

El principal factor que determinará la trayectoria de los diferenciales de los hiperescaladores será la evolución del free cash flow a partir de 2027. Según las previsiones del consenso del mercado, este mejorará a partir de 2028, conforme el desarrollo de los centros de datos madure y el crecimiento de la inversión en capex previsiblemente se estabilice hacia 2030. De acuerdo con esto, la emisión bruta de deuda seguirá aumentando hasta 2027 y podría alcanzar su punto máximo en torno a 2028. Si tales expectativas del consenso se cumplen, la mejora en el free cash flow favorecería los diferenciales de los hiperescaladores.

Por lo tanto, actualmente los inversores están descontando una prima de riesgo del escenario base. Dicha situación es un reflejo de la elevada oferta de deuda, del crecimiento de las exposiciones fuera de balance y de la gran incertidumbre en torno a la magnitud y el momento en que se producirán las futuras inversiones en capex, así como sobre cuándo tendrá lugar la monetización de la IA. Como ya hemos mencionado, no solo consideramos que esta prima de riesgo está justificada, sino que, además, permite a los inversores obtener un mayor carry. Si la recuperación del free cash flow se ve comprometida o se retrasa, los diferenciales de los hiperescaladores podrían ampliarse aún más.

La monetización de la IA es cada vez más tangible. En sus informes de resultados del segundo trimestre, los principales proveedores de servicios en la nube (Alphabet, Amazon y Microsoft) registraron un aumento interanual combinado del 48% en sus ingresos por este concepto. Una proporción cada vez mayor de esta demanda de computación también proviene de los usuarios finales, ya que las solicitudes de inferencia están creciendo en relación con las necesidades de entrenamiento de nuevos modelos de IA.

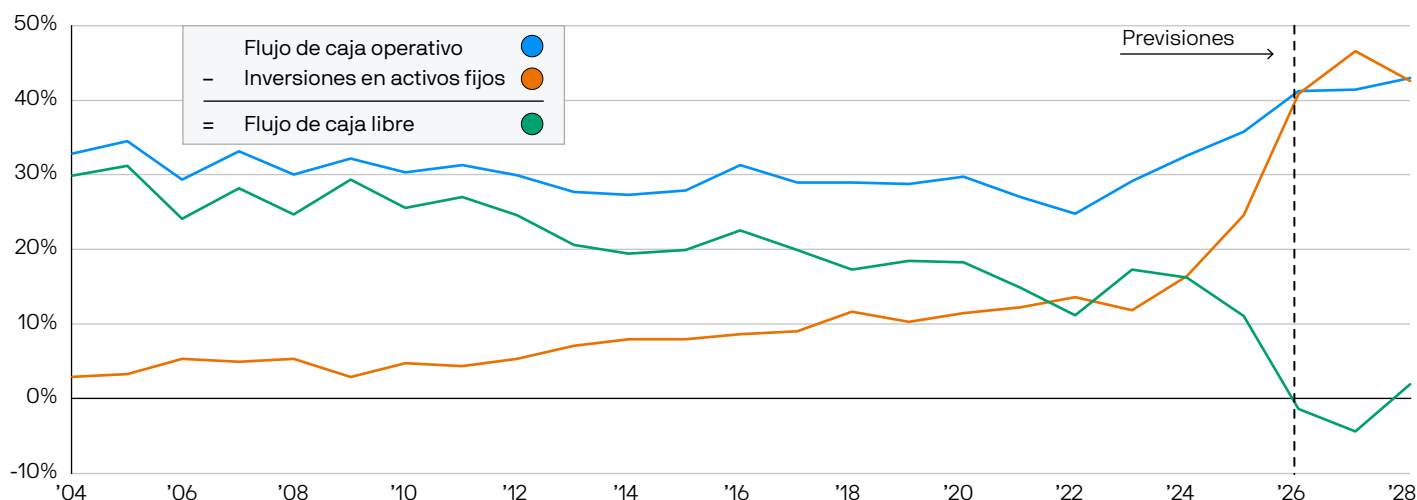
La demanda acumulada de capacidad informática ha aumentado aún más y se concentra en los desarrolladores de modelos frontera Anthropic y OpenAI. Pero, incluso si los actuales líderes en el desarrollo de dichos modelos resultan no ser los ganadores a largo plazo, el modelo de negocio de los hiperescaladores demostrará su resiliencia en un escenario en el que la demanda global de computación cumpla las expectativas y la capacidad de fijación de precios de los servicios en la nube siga siendo sólida. Desde una perspectiva operativa, los hiperescaladores deberían poder reasignar la capacidad informática con relativa facilidad a otros desarrolladores de modelos que amplíen su cuota de mercado. En este escenario, la renta variable se beneficiaría más del potencial alcista, ya que mientras que las rentabilidades de las inversiones anteriores se realizarían, los tenedores de bonos seguirían beneficiándose de una mejora de la calidad crediticia.

Sin embargo, en un eventual contexto negativo en el que la demanda o los márgenes de los servicios informáticos no cumplan las expectativas, la flexibilidad en la asignación de capital de los hiperescaladores debería aliviar ligeramente la presión sobre los tenedores de bonos. En este contexto, los hiperescaladores se enfrentarían a una pérdida de capacidad de fijación de precios, a un mayor escrutinio de la rentabilidad de sus inversiones y a los costes irreversibles asociados con las inversiones anteriores y las exposiciones fuera de balance. Los términos de la financiación de proyectos son complejos y varían significativamente según la transacción. Aun así, esperamos que los hiperescaladores conserven un cierto margen de maniobra en la protección de su free cash flow mediante la reducción de las inversiones en capex previstas. Esa flexibilidad es importante para los tenedores de bonos, ya que contribuiría a reducir la presión sobre la calidad crediticia. En este escenario, la renta variable se vería probablemente más perjudicada dada su mayor sensibilidad a la rentabilidad futura.

Gráfico 3: Mientras los analistas prevén que el free cash flow se recuperará, los mercados crediticios descuentan el riesgo de ejecución

Estimaciones de consenso sobre la inversión anual en capex por parte de los hiperescaladores

Miles de millones de USD



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Los datos correspondientes a 2026, 2027 y 2028 reflejan las estimaciones del consenso. La inversión en capex que se muestra representa el total de la empresa. Datos a 17 de agosto de 2026.

Las dinámicas del mercado demandan un enfoque activo

En nuestra opinión, la gestión activa puede aportar valor en el ámbito de la renta fija. Las carteras de renta fija pasivas tienden a orientarse automáticamente hacia los emisores de deuda de mayor tamaño, sin tener en cuenta si los fundamentales empresariales o las condiciones técnicas subyacentes justifican dicha exposición, y el aumento de las emisiones relacionadas con los hiperescaladores y la IA no hace sino reforzar esta tendencia. En cambio, los gestores activos pueden gestionar la exposición con respecto al índice general, posicionarse a lo largo de toda la curva, evaluar los aspectos técnicos de la oferta y la demanda y diversificar sus inversiones entre los hiperescaladores en función de la solidez de sus balances, su rentabilidad y su disciplina de capital.

La gestión activa también permite acceder a oportunidades que se encuentran más allá de los bonos corporativos tradicionales. Las estructuras de financiación de proyectos son complejas y sus condiciones deben analizarse de forma individualizada. Para los inversores capaces de asumir los riesgos que conllevan, los diferenciales de estas estructuras pueden ofrecer una rentabilidad atractiva. De media, las estructuras de financiación de proyectos de hiperescaladores ofrecen diferenciales aprox 100 pb más amplios en aquellas con rating investment grade y 200pb en high yield, en términos relativos con los bonos públicos equivalentes de hiperescaladores.

El programa Market Insights proporciona información exhaustiva y comentarios sobre los mercados globales sin hacer referencia a ningún producto en particular. Diseñado como una herramienta para ayudar a los clientes a entender los mercados y servirles de apoyo en la toma de decisiones de inversión, el programa analiza las implicaciones de los datos económicos actuales y los cambios en las condiciones del mercado. Con respecto a la Directiva Europea 2014/65/UE (MiFID II), los programas Market Insights y Portfolio Insights de JPM constituyen publicaciones publicitarias y no se ven afectadas por ninguno de los requisitos específicamente relacionados con los análisis de inversión establecidos por la MiFID II o el MiFIR. Además, los programas Market Insights y Portfolio Insights de J.P. Morgan Asset Management, al no tratarse de un tipo de análisis independiente, no se han elaborado con arreglo a las disposiciones legales orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones, y no existe prohibición alguna que impida la negociación antes de su divulgación.

El presente documento es una publicación con carácter general y fines exclusivamente informativos. Su naturaleza es divulgativa y no ha sido diseñado para servir como asesoramiento ni recomendación sobre ningún producto o estrategia de inversión específico ni sobre características de planes concretos u otro material en ninguna jurisdicción. Por tanto, ni J.P. Morgan Asset Management ni ninguna de sus filiales poseen compromiso alguno de participar en ninguna de las transacciones mencionadas en este documento. Los ejemplos utilizados tienen carácter genérico o hipotético y se facilitan exclusivamente con fines ilustrativos. Dado que esta publicación no contiene información suficiente para respaldar una eventual decisión de inversión, no deberá basarse en ella para evaluar las ventajas de invertir en ninguno de los valores o productos mencionados en ella. Asimismo, los usuarios deben evaluar de manera independiente las consecuencias legales, reglamentarias, fiscales, crediticias y contables, y determinar, junto con sus propios asesores profesionales, si alguna de las inversiones aquí mencionadas se considera adecuada para alcanzar sus propios objetivos personales. Los inversores deberán asegurarse de que obtienen toda la información relevante disponible antes de realizar cualquier inversión. Las previsiones, cifras, opiniones o técnicas y estrategias de inversión aquí reflejadas se ofrecen exclusivamente para fines informativos, sobre la base de ciertos supuestos y las condiciones actuales de mercado, y están sujetas a cambios sin previo aviso. Toda la información aquí incluida se considera exacta en el momento en que se ha elaborado, pero no se ofrece ninguna garantía de exactitud y no se acepta ninguna responsabilidad en relación con cualquier error u omisión. Cabe señalar que la inversión conlleva riesgos, que el valor de las inversiones y las rentas que estas generan pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los convenios en materia tributaria, y que los inversores podrían no recuperar todo el dinero invertido. Ni la rentabilidad histórica ni las tiras son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. J.P. Morgan Asset Management es la marca del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo. En la medida permitida por la legislación aplicable, J.P. Morgan Asset Management podría grabar las llamadas telefónicas y supervisar las comunicaciones electrónicas a fin de cumplir sus políticas internas y obligaciones legales y normativas. J.P. Morgan Asset Management recopilará, almacenará y tratará todos los datos personales de conformidad con nuestras políticas de privacidad, las cuales están disponibles en am.jpmorgan.com/global/privacy. Esta comunicación ha sido publicada por las siguientes entidades: En los Estados Unidos, por J.P. Morgan Investment Management Inc. o J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc., ambas reguladas por la Comisión de Bolsa y Valores. En América Latina, solo para uso por parte de beneficiarios concretos, por entidades locales de J.P. Morgan, según proceda. En Canadá, solo para uso por parte de clientes institucionales, por JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., que es una Gestora de Carteras registrada y un Agente de Mercado Exento en todas las provincias y territorios de Canadá, salvo Yukón, y también está registrada como Gestora de Fondos de Inversiones en Columbia Británica, Ontario, Quebec y Terranova y Labrador. En el Reino Unido, por JPMorgan Asset Management (UK) Limited, que está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority; en otras jurisdicciones europeas, por JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. En Asia Pacífico (APAC), por las siguientes entidades emisoras y en las respectivas jurisdicciones en las que están principalmente reguladas: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, JPMorgan Funds (Asia) Limited o JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, todas ellas reguladas por la Securities and Futures Commission de Hong Kong. JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (n.º de reg. de la sociedad: 197601586K), si bien esta promoción o publicación no ha sido revisada por la Monetary Authority of Singapore, el organismo regulador del mercado en Singapur. JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited. JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, que es miembro de la Investment Trusts Association, Japan (JITA); la asociación de asesores de inversión de Japón (Japan Investment Advisers Association), la Type II Financial Instruments Firms Association y la Japan Securities Dealers Association, y está regulada por la Agencia de Servicios Financieros de Japón (número de registro Kanto Local Finance Bureau [Financial Instruments Firm] No. 330). En Australia, por JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919) y solo para clientes mayoristas (wholesale clients) tal y como se indica en las secciones 761A y 761G de la ley de sociedades Corporations Act de la Commonwealth de 2001. En el resto de los mercados de Asia Pacífico, el documento solo está dirigido a los destinatarios previstos. Solo para EE. UU.: Si es usted una persona con una discapacidad y necesita ayuda adicional para ver el material, llámenos al 1-800-343-1113 para solicitar ayuda.

Copyright 2026 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

LV-JPM58532 | 08/26 | f4147130-9b2d-11f1-ae7e-e9d519ade092