

Revisión de los mercados – Noviembre de 2025



China está ganando

La actualidad sigue siendo muy animada. El presidente estadounidense está exactamente dónde quiere estar, en el centro de la atención de los medios de comunicación estadounidenses e internacionales. Sabe cómo causar sensación. En materia de política exterior, el hecho más destacado del mes de octubre fue sin duda la firma de un «acuerdo» entre Israel y los palestinos, que se supone que pondrá fin a las hostilidades. El acuerdo parece constar de veinte puntos, pero estos no se han hecho públicos. Todos los rehenes vivos han sido liberados y, al mismo tiempo, Israel ha liberado a 1900 prisioneros palestinos que se encontraban en sus cárceles. La audaz decisión de Trump fue afirmar que se había firmado un acuerdo de paz cuando no era así, obligando a las partes beligerantes a aceptar los términos de dicho acuerdo. Aunque los combates han cesado, lo más difícil está por hacer, dada la complejidad de la situación. Sin embargo, el riesgo de que se reanuden los combates sigue siendo elevado.

El 23 de octubre, en el contexto del conflicto entre Rusia y Ucrania, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos designó a Rosneft y Lukoil (así como a varias de sus filiales) en el marco del programa de sanciones relacionadas con Rusia, alegando sus actividades en el sector energético ruso, de conformidad con el decreto 14024. El objetivo es apuntar a dos de las mayores compañías petroleras rusas, que contribuyen de manera significativa a los ingresos del Estado ruso y a los esfuerzos militares de Moscú. A partir del 21 de noviembre, las entidades no estadounidenses que realicen transacciones con estas empresas estarán sujetas a sanciones secundarias. La intención es cortar una importante fuente de divisas extranjeras para el Gobierno ruso. Trump quiere ver a Putin en la mesa de negociaciones, al tiempo que exige concesiones sustanciales por parte de Ucrania. El anuncio de estas sanciones provocó un aumento de casi el 10 % en los precios del crudo, debido principalmente a la percepción de una reducción de la oferta. Estas sanciones podrían finalmente empujar a Moscú a reconsiderar su posición y, posiblemente, a iniciar negociaciones en los próximos meses. ¿Funcionará?



Problemas nacionales

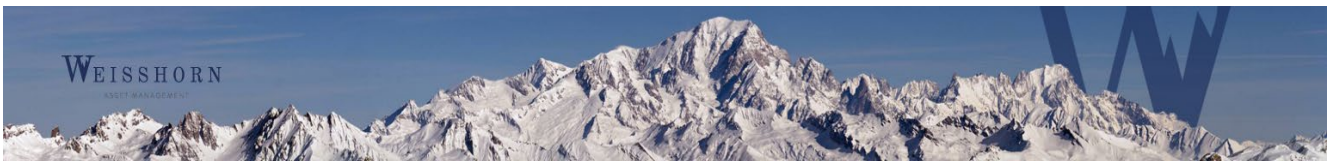
Desde el 1 de octubre, el Gobierno federal está paralizado, ya que los demócratas se niegan a firmar el proyecto de ley de financiación, que prevé nuevos recortes en el seguro médico. Dado que se necesitan 60 votos (de 100) en el Senado y los republicanos solo cuentan con 53 escaños, la situación se encuentra en un punto muerto. Solo se mantienen las funciones esenciales del Gobierno, como la seguridad nacional, las prisiones federales y el ejército. A estos empleados no se les pagará hasta que se alcance un acuerdo. Los empleados no esenciales, como los de los servicios administrativos, los museos y los parques nacionales, han sido puestos en situación de permiso sin sueldo.

Cabe preguntarse por qué esta situación no ocupa los titulares de los periódicos, ya que las consecuencias económicas podrían ser importantes si el estancamiento persiste. Si no se pagan los salarios, disminuirá la demanda de los hogares afectados por el cierre. Según JPMorgan, esto podría reducir el PIB estadounidense en un 0,1 % por cada semana de cierre. El cierre prolongado comenzará a tener un impacto significativo en la población, especialmente en los servicios públicos y los beneficiarios de subvenciones. No parece que haya ninguna negociación en curso entre republicanos y demócratas para salir del estancamiento.

El presidente estadounidense también ha recurrido a una nueva provocación al iniciar las obras de su tan deseado «salón de baile», adyacente a la Casa Blanca. Se suponía que este nuevo edificio no afectaría a la estructura existente. Sin embargo, gran parte del ala está siendo demolida. Por lo general, las comisiones se encargan de aprobar este tipo de obras. Trump claramente no le da importancia. Las imágenes de las excavadoras demoliendo las paredes de un monumento histórico, corazón de la democracia estadounidense, parecen simbólicas. Cabe señalar que el coste de la construcción del salón de baile, estimado en 300 millones de dólares y probablemente superior, será financiado por generosos donantes, entre los que se encuentran los poderosos líderes del sector tecnológico. Algunos se alegran de que esto no le cueste nada a los contribuyentes. Sin embargo, si bien es una buena noticia para las finanzas del Estado, se producirán automáticamente conflictos de intereses. Este último punto no molesta al presidente, ya que es su sello distintivo.

La futura Casa Blanca





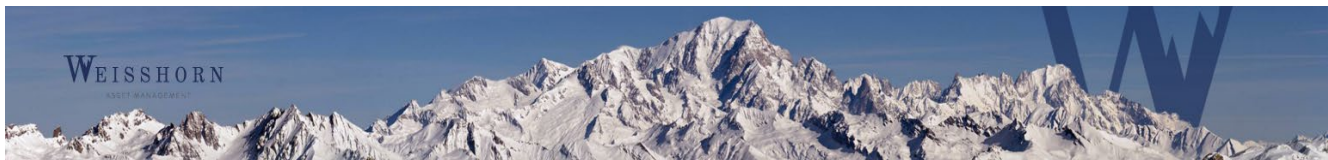
Economía

Trump viajó a Japón y luego a Gyeongju, en Corea del Sur, para reunirse con el presidente chino Xi al margen de la cumbre de la APEC 25. Por cuarta vez desde su llegada al poder en enero, el objetivo era llegar a un acuerdo comercial con China. Las últimas semanas han vuelto a ser turbulentas, ya que los chinos han introducido nuevos impuestos y controles adicionales sobre las exportaciones de tierras raras. Sin embargo, las vías de comunicación nunca se han cerrado. Parece claro que ambos países no podrán «desacoplarse» en los próximos años. China necesita los chips estadounidenses y, sobre todo, a los consumidores estadounidenses, mientras que Estados Unidos necesita la mano de obra china y las tierras raras refinadas. Al término de la cumbre, como era de esperar, el presidente estadounidense dio marcha atrás: las restricciones a las exportaciones de chips y tierras raras se congelaron durante un año y los aranceles sobre el fentanilo se redujeron del 20 % al 10 %. Otros temas tratados fueron los impuestos a los buques mercantes, la posible venta de TikTok en Estados Unidos y el comercio agrícola. Por lo tanto, los mercados se han tranquilizado. Al final, los chinos vuelven prácticamente al mismo nivel de impuestos sobre las importaciones que antes de la llegada al poder de Trump. Es una victoria total para ellos. China ha superado a Estados Unidos en las negociaciones, demostrando así su poderío.

El presidente estadounidense ha firmado otros «acuerdos» con Corea del Sur y Japón.

Cabe señalar que el 24 de octubre, el presidente Donald Trump interrumpió bruscamente «todas las negociaciones comerciales» con Canadá, tras un anuncio publicitario en el que se utilizaba la voz de Ronald Reagan y un antiguo discurso en contra de los aranceles estadounidenses. El primer ministro de Ontario, Doug Ford, había pronosticado a principios de semana que el presidente no estaría «muy contento» con el anuncio de 60 segundos producido en su provincia. Sin embargo, se trata solo de otra puesta en escena de Trump. Por su parte, el primer ministro Mark Carney anunció inmediatamente que estaba dispuesto a reanudar las negociaciones e incluso se disculpó. El mercado no se ha visto afectado, ya que las verdaderas negociaciones tendrán lugar el año que viene, cuando deban renovarse los acuerdos del USMCA (Acuerdo entre Estados Unidos, México y Canadá).

Por último, el 5 de noviembre de 2025, el Tribunal Supremo de los Estados Unidos debe pronunciarse sobre el estado de emergencia nacional que permite a Trump imponer aranceles sin el acuerdo del Congreso. El Tribunal aceptó examinar el caso en septiembre de 2025, y las alegaciones están previstas para el 5 de noviembre de 2025. El caso tiene su origen en decisiones anteriores dictadas por tribunales inferiores, en particular el Tribunal de Comercio Internacional de Estados Unidos y el Tribunal de Apelación de Estados Unidos, que consideraron que los aranceles impuestos en virtud de la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA) probablemente excedían las facultades del presidente. Es probable que el Tribunal Supremo se ponga del lado del presidente. Si no es así, los mercados reaccionarán mal, ya que esto reavivará la incertidumbre. La página web de apuestas Polymarket estima que solo hay un 40 % de «probabilidades» de que el Tribunal Supremo confirme los aranceles impuestos por la Casa Blanca, lo que parece poco.



Evolución de los mercados a finales de noviembre de 2025

End of October	Equities in Local Currencies							CSI 300
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	
Perf 1 Month	1.94%	2.27%	2.39%	2.85%	3.60%	1.03%	4.12%	0.00%
Perf 3 Month	7.71%	7.90%	6.43%	4.49%	11.36%	3.37%	12.73%	13.86%
Perf YTD	18.41%	16.30%	15.65%	10.03%	38.27%	5.46%	30.32%	17.94%

End of October	Commodities			Currencies vs EUR				CHF
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	
Perf 1 Month	-2.23%	-2.91%	3.73%	6.03%	1.70%	-2.33%	-0.51%	0.67%
Perf 3 Month	-11.95%	-10.29%	21.67%	13.28%	-1.05%	-3.15%	-1.46%	-0.10%
Perf YTD	-14.97%	-12.82%	52.52%	24.17%	-10.26%	-8.38%	-5.66%	1.27%

End of October	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-0.25%	0.62%	0.81%	0.71%	1.24%	-0.05%	0.69%	1.72%
Perf 3 Month	1.86%	2.94%	0.97%	3.08%	0.30%	2.52%	2.92%	4.22%
Perf YTD	7.64%	6.80%	1.83%	7.94%	-5.64%	9.57%	10.36%	10.37%

Fuente: Bloomberg 31/10/25

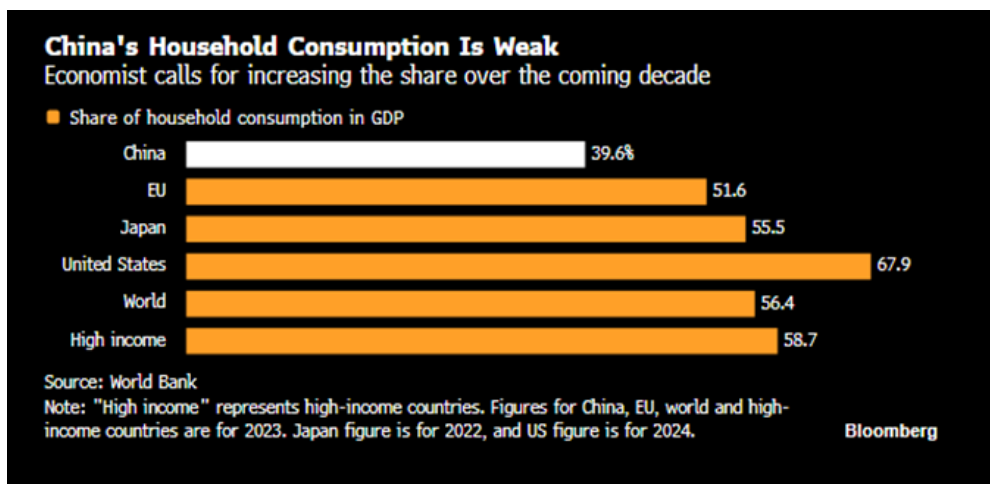
El 4.º pleno chino

China se ha comprometido a aumentar «significativamente» la cuota del consumo en su economía durante los próximos cinco años, al tiempo que seguirá dando prioridad a la tecnología y la industria manufacturera, con el fin de reducir su dependencia del comercio para alimentar su crecimiento. El Partido Comunista se comprometió a esto el 28 de octubre en un documento detallado debatido en su cuarta sesión plenaria celebrada en Pekín durante la tercera semana de octubre. China «implantará un modelo de desarrollo económico más centrado en la demanda interna e impulsado por el consumo», declaró.

China aumentará el gasto público en servicios públicos y se esforzará por promover el empleo, según la declaración que expone los principios fundamentales del próximo plan quinquenal, que comenzará en 2026. Al mismo tiempo, el país mantendrá un crecimiento «razonable» de las inversiones, otro motor de la demanda interna. Muchos economistas piden a China que fije un objetivo específico para aumentar la proporción del consumo de los hogares en el producto interior bruto, lo que no se ha hecho. Esta proporción es actualmente del 40 %, inferior a la media mundial del 56 % e insuficiente, ya que no refleja fielmente el desarrollo económico del país. En este sentido, el comunicado final del pleno resulta decepcionante.



Comparaciones entre el consumo de los hogares y el PIB



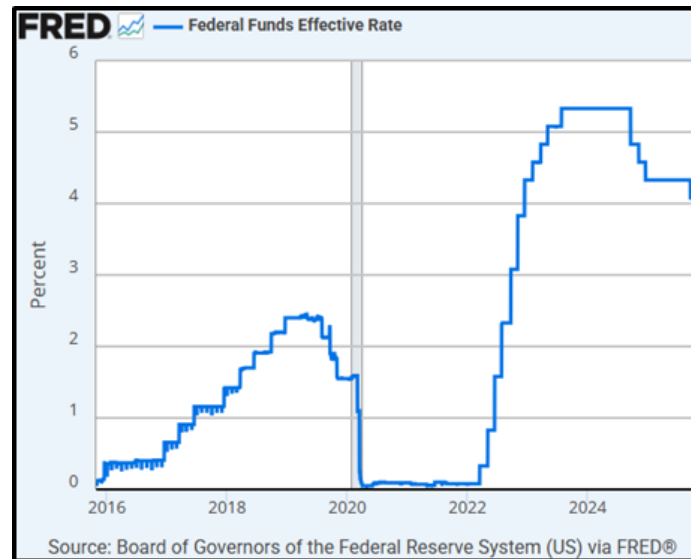
La economía mundial va bien

La publicación de datos estadísticos en Estados Unidos está prácticamente paralizada desde el inicio del cierre, el 1 de octubre. Sin embargo, el IPC de septiembre se publicó el 24 de octubre y resultó inferior a las previsiones, con un 3 % tanto para el «IPC» como para el «IPC subyacente». El mercado laboral sigue siendo desigual, pero las inversiones masivas en infraestructuras en la nube están estimulando el crecimiento económico. Según el indicador GDPNow de la Fed de Atlanta, el crecimiento en el tercer trimestre debería alcanzar el 3,9 %. Parece que la economía estadounidense sigue teniendo forma de «K», ya que los hogares con bajos ingresos están reduciendo considerablemente su consumo, mientras que el 5 % de los hogares más ricos lo están aumentando. La misma tendencia se aplica a las empresas. Las empresas relacionadas con la tecnología tienen las carteras de pedidos llenas, mientras que muchas empresas de los sectores de la alimentación, la energía y los bienes de consumo están pasando por dificultades.

El 29 de octubre, la Reserva Federal bajó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, situando el rango objetivo del tipo de los fondos federales entre el 3,75 % y el 4,0 %. La votación no fue unánime, ya que hubo un voto en contra de la bajada del tipo y otro a favor de una reducción del 0,5 % del tipo de interés oficial. No obstante, J. Powell acabó con las esperanzas de una nueva bajada automática del 0,25 % en diciembre. En cuanto a una nueva bajada de los tipos, declaró: «No hay que considerarlo como algo inevitable, ni mucho menos». La institución sigue atrapada entre un mercado laboral en desaceleración y una inflación en alza. El problema se ve agravado por la falta de datos debido al cierre del Gobierno, lo que ha llevado a Powell a declarar que la Fed «navega en la niebla». Paralelamente a esta decisión sobre los tipos, el FOMC ha anunciado el próximo fin de su programa de ajuste cuantitativo, por temor a que la financiación a corto plazo de algunos bancos se vuelva demasiado restrictiva.



Tipo efectivo de los fondos federales



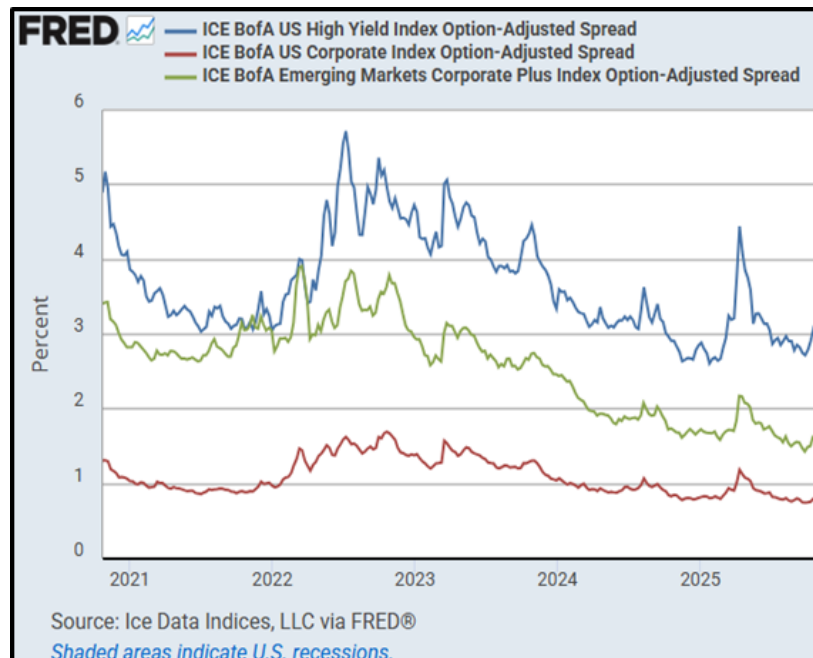
En Europa, el crecimiento sigue siendo lento, pero está aumentando. En el tercer trimestre, la economía de la zona euro creció un 1,3 %, ligeramente por encima de las expectativas. Al mismo tiempo, la inflación se estabilizó en el 2,2 % en septiembre, lo que supone un aumento con respecto a agosto, pero se mantiene estable en comparación con la media de los últimos meses. No se espera que el Banco Central Europeo baje más los tipos de interés en los próximos meses.

En China, el crecimiento del consumo privado sigue siendo lento, pero las exportaciones alcanzan niveles récord. Sin embargo, su crecimiento tiene límites, por lo que el 4.º pleno era tan esperado. El modelo económico chino tendrá que cambiar.

Los mercados financieros se mantienen tranquilos. Las curvas de rendimiento se han estabilizado. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años es de alrededor del 4 %, lo que parece bajo teniendo en cuenta la inflación actual del 3 % y su tendencia al alza. La rueda de prensa de Powell provocó un aumento de 0,1 puntos porcentuales en el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años, que pasó al 4,1 %, pero esto no es señal de pánico. Los diferenciales de crédito siguen siendo bajos, a pesar de un ligero aumento en los últimos días de octubre. Actualmente no hay motivos para preocuparse. En Europa, el rendimiento de los bonos alemanes a 10 años se sitúa en el 2,65 %, lo que, al igual que en Estados Unidos, parece bajo teniendo en cuenta que la inflación es superior al 2 % y tiende al alza. La buena noticia en la zona euro proviene de la calma del mercado de bonos soberanos dentro de la zona. Los diferenciales de rendimiento entre los países de la zona euro se han reducido. Incluso Francia, que se enfrenta a un problema de deuda estructural, no está experimentando un aumento de los tipos de interés de su deuda soberana. Por el contrario, estos se han mantenido estables durante el último año. Sin embargo, Italia y España están pidiendo préstamos a tipos más bajos que los de Francia.



Diferenciales de crédito corporativo estadounidense, alto rendimiento y mercados emergentes



Teniendo en cuenta los diferenciales de crédito actuales, el mercado no compensa suficientemente el riesgo. Se deben evitar los bonos corporativos a largo plazo, salvo en casos específicos.

El oro se dispara y luego se consolida

No pasa un mes sin que se mencione los excelentes fundamentos del oro, especialmente en un contexto de depreciación de las monedas tradicionales, como el dólar. El atractivo del oro para los bancos centrales de los mercados emergentes sigue intacto, y estos compradores son en gran medida insensibles a las fluctuaciones de los precios. El dólar sigue siendo la moneda de reserva internacional, pero la confianza en sus instituciones sigue erosionándose y la acumulación de déficits es preocupante. El aumento de los precios del oro no tiene nada que ver con las incertidumbres geopolíticas, sino que sirve más bien como señal de que las monedas tradicionales, más de cincuenta años después del fin del sistema de Bretton Woods, no constituyen una reserva de valor fiable.

Todo apunta a que el oro no ha terminado su tendencia alcista, que comenzó hace varios años. Sin embargo, tras una fuerte subida de más del 50 % en 2025, es muy posible que asistamos a un periodo de consolidación, que podría prolongarse durante varios meses. En su nivel más alto, el oro alcanzó los 4 355 dólares antes de volver a bajar a unos 3 900 dólares. Por razones de gestión del riesgo, quienes redujeron sus posiciones por encima de los 4 000 dólares hicieron bien en hacerlo.



Precio de la onza de oro



Los mercados bursátiles siguen al alza

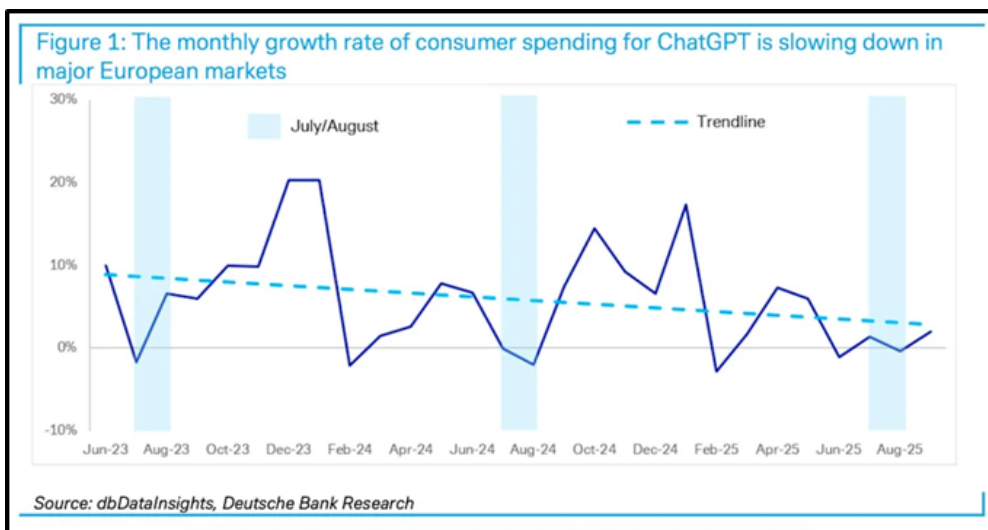
Los gigantes tecnológicos impulsan el alza del mercado estadounidense. Todos han publicado sus resultados del tercer trimestre y su crecimiento sigue siendo impresionante, lo que es notable para empresas de tal envergadura. El mercado sigue impulsado por el tema de la inteligencia artificial. Las inversiones en infraestructuras en la nube continúan a gran escala; es una carrera para determinar quién tendrá la mayor potencia de cálculo. Sin embargo, sigue siendo incierto que el rendimiento de la inversión satisfaga las expectativas en un sector en el que la obsolescencia es rápida.

El estado de ánimo actual puede ilustrarse de la siguiente manera: cualquier empresa que anuncie una inversión en inteligencia artificial verá cómo se dispara el precio de sus acciones en bolsa. Lo mismo ocurre con la colaboración con OpenAI: cada vez que su director general, Sam Altman, firma un contrato, los inversores concluyen que la rentabilidad de su proveedor de servicios se disparará. La razón principal es que OpenAI cuenta con mil millones de clientes, lo que hace salivar a cualquier socio, ya que un contrato da acceso a una amplia reserva de consumidores potenciales.

Sin embargo, el Deutsche Bank ha realizado un estudio entre los usuarios europeos, que representan el 15% de los clientes de OpenAI. El estudio reveló que su gasto ya ha alcanzado su madurez. Esto significaría que las proyecciones de crecimiento exponencial para los próximos tres años serían poco realistas, a menos que los clientes actuales aumentaran considerablemente su presupuesto para ChatGPT. Nada es menos seguro, ya que la competencia es intensa y es difícil aumentar los precios. Ahí radica el reto de Altman: ¿cómo convertir el tráfico masivo de la plataforma en clientes habituales y de pago? Las ventas no siguen el ritmo del aumento de las suscripciones. Hoy en día, OpenAI está valorada en 500 000 millones de dólares, lo que es comparable a Netflix, que en 2025 obtuvo unos ingresos de 45 000 millones de dólares y unos beneficios de más de 10 000 millones de dólares.

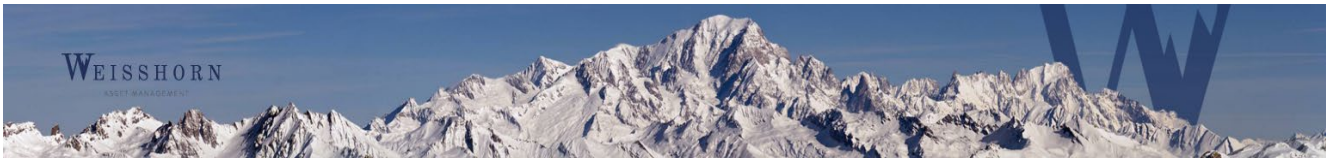


Crecimiento del gasto de los hogares europeos en ChatGPT



Nvidia, que publicará sus resultados en noviembre, ha superado la barrera de los 5 billones de dólares de capitalización bursátil, un hito notable. Esto equivale aproximadamente al PIB anual de Alemania, que tiene más de 80 millones de habitantes. Nvidia tiene una facturación de 200 000 millones de dólares y emplea a menos de 40 000 personas. He aquí algunas comparaciones adicionales: todo el mercado bursátil suizo está valorado en solo 2 billones de dólares, mientras que el mercado alemán vale alrededor de 3 billones de dólares. Los analistas prevén un crecimiento de las ventas de más del 50 % en los próximos doce meses para el fabricante de chips GPU, lo que sigue siendo insuficiente para satisfacer la demanda. Cabe señalar que, a pesar de sus impresionantes cifras de ventas y su tasa de crecimiento, los cuatro principales clientes de la empresa representan el 54 % de su facturación. Opera en un ecosistema dominado por unas pocas empresas, sin competencia seria en la actualidad, debido a las elevadas barreras de entrada.

En términos más generales, se espera que los beneficios de las empresas del S&P 500 crezcan un 10% en el tercer trimestre, frente al 7,9% previsto hace un mes. Por lo tanto, la dinámica es fuerte. Las previsiones para el próximo año siguen siendo optimistas, con un crecimiento de los beneficios del 13%. Los analistas financieros no ven ningún riesgo de recesión en el horizonte. La debilidad del dólar en los próximos meses también debería beneficiar a las empresas estadounidenses. A pesar de los aranceles, los analistas esperan un nuevo crecimiento de los márgenes del 13 % al 14 % (fuente: LSEG, UBP).



Crecimiento anual del BPA consensuado del SP500 en %

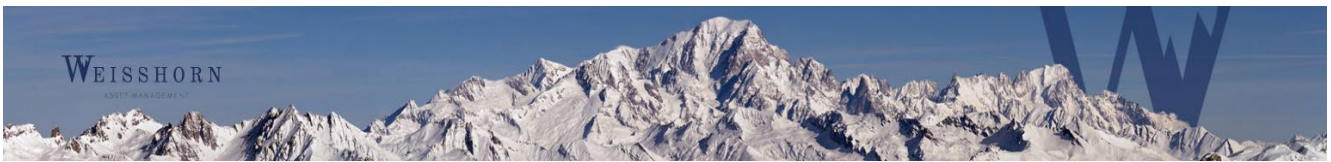
S&P 500 - consensus EPS growth (y/y, %)							
Sectors	Earnings weight (2025E)	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	2025	2026
Consumer discretionary	8%	7	2	-3	8	4	13
Consumer staples	6%	1	0	4	6	0	8
Energy	4%	-19	-6	0	2	-11	13
Financials	19%	14	21	7	17	11	10
Healthcare	12%	9	-4	4	5	12	11
Industrials	8%	4	11	0	10	7	18
Materials	2%	-2	19	12	21	2	21
Real estate	1%	2	20	1	14	4	9
Technology	25%	23	24	20	26	21	22
Communication services	11%	49	4	7	-1	21	8
Utilities	3%	-2	-1	9	8	5	9
S&P 500	100%	13	10	8	13	11	14

Source: LSEG

La situación es diferente para las empresas europeas, que tendrán que lidiar con una moneda más fuerte que el dólar y un entorno comercial incierto. Se prevé que los beneficios se mantengan estables en el tercer trimestre en comparación con 2024 (0%), para luego contraerse ligeramente en el cuarto trimestre, antes de crecer un 13% en 2026, al igual que en Estados Unidos. Pocas empresas habían publicado sus resultados a 31 de octubre; en promedio, estos superaron en un 7% las expectativas.

Índice Stoxx 600 Precio





Conclusión

En general, el entorno sigue siendo favorable gracias a la liquidez; la Fed ha bajado su tipo de interés de referencia y debería seguir haciéndolo, a pesar del cambio de tono de J. Powell. Cabe recordar que el presidente se encuentra en sus últimos meses al frente de la institución. Su sustituto seguirá las instrucciones de la Casa Blanca. En 2026, el tipo de interés de referencia debería bajar más de lo previsto actualmente. El BCE y el banco central chino también mantendrán los tipos de interés bajos.

Se prevé que los déficits presupuestarios sigan siendo elevados en las grandes regiones; Japón debería aprobar un programa de reactivación. Europa se está rearmando, mientras que China sigue desarrollando su tecnología y su industria.

La reorganización de la economía mundial requiere importantes inversiones en infraestructuras industriales, militares y tecnológicas, en un mundo en el que la cooperación internacional está en declive. Se trata de una paradoja: en un primer momento, la disminución de la cooperación genera actividad económica; solo en un segundo momento se dejarán sentir probablemente las consecuencias de las decisiones tomadas hoy, con un crecimiento económico más débil.

A pesar de las expectativas poco realistas a largo plazo y las extraordinarias valoraciones tecnológicas, el final del año debería ser positivo. El único obstáculo en el camino hacia finales de 2025 es la decisión del Tribunal Supremo, prevista para principios de noviembre, sobre la validez de los aranceles impuestos por el presidente Trump sin el acuerdo del Congreso.

Aviso legal:

Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que hayan firmado un mandato de gestión y hayan expresado su deseo de recibir dicha información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes y comentarios de mercado y/o fichas informativas). Estos documentos no pueden ser comunicados a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) que contienen tienen carácter meramente informativo y no pueden considerarse una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores, influir en una transacción o establecer una relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluidas las posiciones) indicados en este sitio web en relación con servicios o productos podrá constituir o considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o cualquier otro instrumento financiero en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por la ley, en la que la persona que realiza la oferta o solicitud no posea una licencia o autorización reglamentaria para hacerlo, o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida de este tipo se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management ignorará cualquier comunicación recibida al respecto. Los resultados pasados no deben tomarse como una indicación o garantía de los resultados actuales o futuros, y no se hace ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, con respecto a los resultados futuros. Se recomienda a los clientes que busquen asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse con cualquier inversión o transacción.