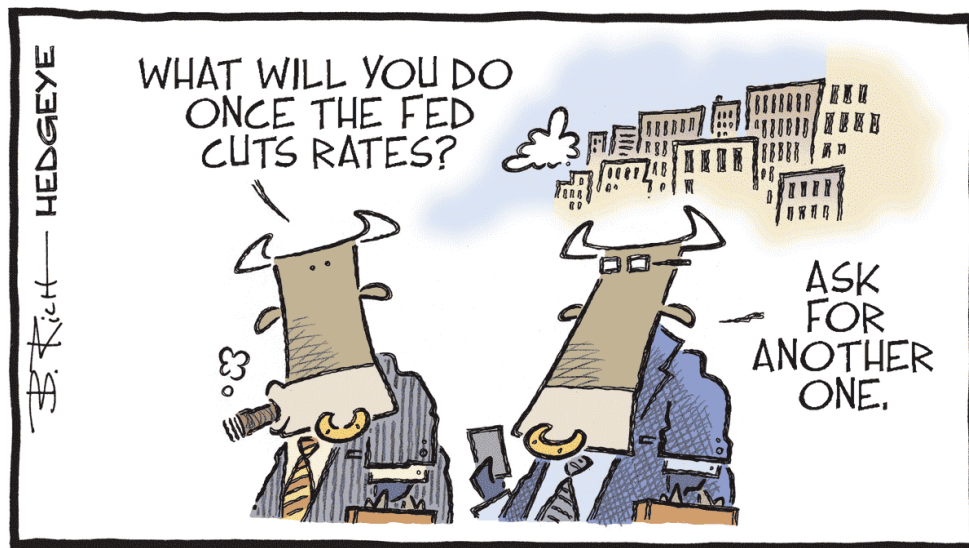


Revisión de los mercados - Diciembre de 2025



Algunas fisuras, pero la tendencia se mantiene

Los aranceles ya no son noticia, pero cada semana se siguen produciendo numerosos ajustes. Recientemente, la Casa Blanca anunció la eliminación de los aranceles sobre los productos agrícolas procedentes de Brasil, en particular el café, que Estados Unidos no produce, así como sobre los procedentes de Europa. Esta medida responde al descontento de los estadounidenses, que se enfrentan a un aumento de los precios de los productos de primera necesidad. No obstante, la incertidumbre sobre los aranceles está disminuyendo.

La clase media está atravesando un período difícil debido a la disminución de su poder adquisitivo. Los economistas describen una economía en K, en la que la clase alta gasta sin medida, mientras que casi el 50 % de la población, que ya tiene dificultades para llegar a fin de mes, se ve obligada a reducir sus gastos.

Confianza de los consumidores estadounidenses





Las grandes inversiones de las grandes empresas tecnológicas representan más de la mitad de las previsiones de crecimiento económico de Estados Unidos para 2025. Esto puede explicar las fáciles victorias de los candidatos demócratas en muchos estados en las elecciones locales a principios de noviembre.

Los aranceles son impopulares y Trump lo ha entendido: por eso ha propuesto una prima de 2000 dólares que se financiaría con esos mismos aranceles. Cabe señalar que el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE) ya no existe oficialmente y ha dejado de funcionar como entidad centralizada. Su objetivo inicial de reducir el gasto público ha fracasado.

Esperanza

La administración Trump sigue activa a escala mundial. Mohammed bin Salman (MBS) fue recibido calurosamente en la Casa Blanca y ambas partes llegaron a acuerdos en materia de defensa, inteligencia artificial y energía nuclear, aunque los detalles siguen sin estar claros.

La guerra en Ucrania vuelve a estar en primer plano, con nuevas negociaciones entre ucranianos y rusos, llevadas a cabo bajo los auspicios de Estados Unidos. Las conversaciones se celebraron en Suiza. Parece que las partes están trabajando en un acuerdo de 19 puntos, derivado de un proyecto de 28 puntos, aparentemente preparado por los rusos o, tal vez, por los estadounidenses; el origen sigue siendo incierto. La Casa Blanca está ejerciendo una presión considerable sobre Ucrania y sus aliados europeos para que acepten un acuerdo con Moscú. Aunque las conversaciones han sido constructivas, la esperanza de una paz duradera sigue siendo lejana: Putin no parece dispuesto a firmar un acuerdo. Según el sitio web de apuestas Polymarket, la probabilidad de un alto el fuego antes de finales de marzo de 2026 es solo del 29 %. No obstante, estas negociaciones constituyen un paso más en la dirección correcta. Los escándalos de corrupción han debilitado al presidente Zelensky, ahora impopular en Ucrania, mientras que la guerra sigue agotando la economía rusa y su ejército avanza poco sobre el terreno. Una paz duradera beneficiaría considerablemente a la economía europea, ya que Ucrania, marcada por años de conflicto, necesitaría una reconstrucción masiva a pesar de los intereses estadounidenses por preservar sus propios intereses estratégicos. Sin embargo, se mantendrán las políticas fiscales necesarias para reforzar la seguridad y la defensa europeas.

Probabilidad de un alto el fuego entre Rusia y Ucrania antes del 31 de marzo



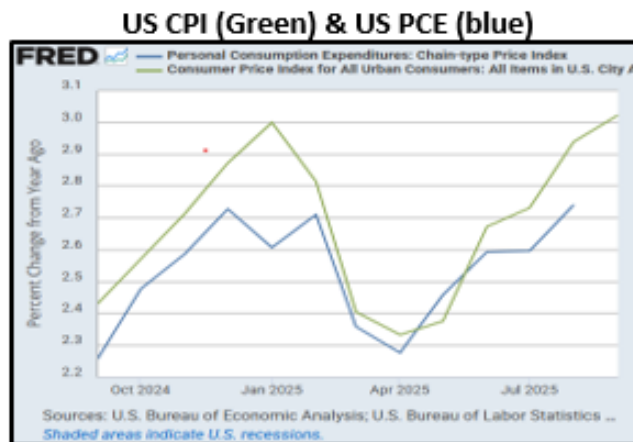


Sigue creciendo

Las cifras de empleo estadounidenses de septiembre, publicadas en noviembre, confirman una desaceleración significativa de la economía nacional. Aunque la creación de empleo superó las expectativas con +119 000 puestos, las cifras revisadas de los meses anteriores muestran una mayor debilidad, en particular una ligera contracción del mercado laboral en agosto. Estos datos complican la tarea de la Reserva Federal, que sigue preocupada por la persistencia de las presiones inflacionistas, como ha indicado su presidente. El cierre del Gobierno ha suspendido la publicación de las últimas estadísticas, por lo que sigue siendo difícil evaluar el impacto de este cierre en la economía, en particular en los índices de precios.

En un contexto de reorganización mundial, persiste la rigidez en el mercado de precios a pesar de la debilidad observada en el empleo. La probabilidad de una bajada de 25 puntos básicos el 10 de diciembre se estima ahora en un 80%.

IPC y PC de EE. UU. E E

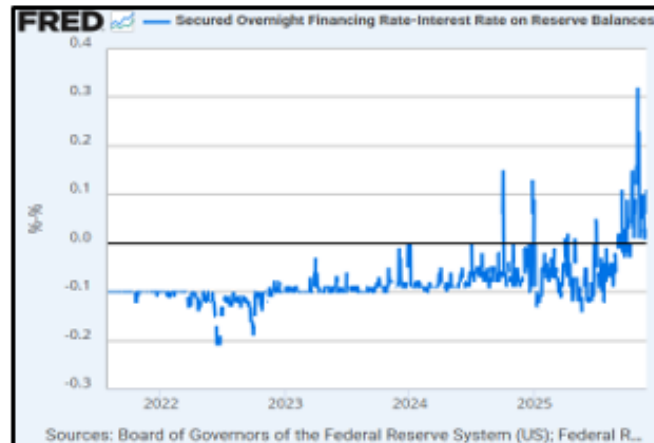


La Reserva Federal también debe hacer frente a las tensiones dentro del sistema bancario. La restricción cuantitativa, que está llegando a su fin, ha reducido la liquidez de los bancos y algunos tienen dificultades para refinanciarse en condiciones normales. El porcentaje de liquidez en relación con el total de activos de los bancos estadounidenses ha vuelto a situarse por debajo del 12,5 %, un nivel inferior al observado durante la crisis de los bancos regionales en 2023. Por regla general, el tipo que pagan los bancos por los préstamos a un día (el Secure Overnight Financing Rate, SOFR) es inferior al tipo que pagan a la Fed por sus reservas (el Interest Rate on Reserve Balances, OIRB), ya que disponen de garantías de alta calidad.



SOFR - OIRB

SOFR-OIRB



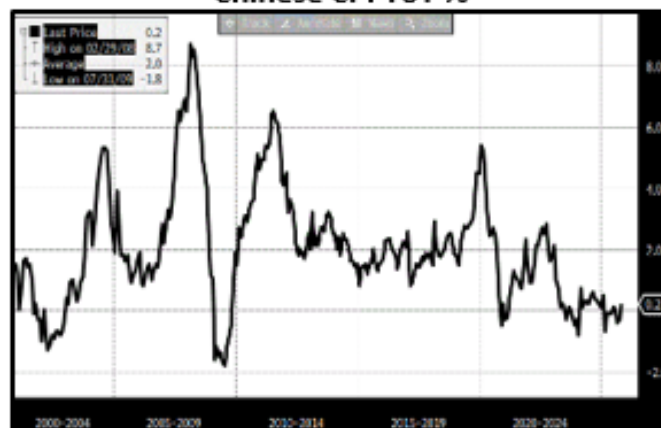
Pero recientemente, la tendencia se ha invertido. Los bancos en dificultades pueden recurrir a la facilidad permanente de recompra (SRF) de la Fed. Sin embargo, solicitar el acceso a esta liquidez de emergencia se considera estigmatizante y rara vez se utiliza. En el futuro, la Fed podría optar por aumentar de nuevo su balance (mediante una flexibilización cuantitativa) o simplemente permitir un mayor apalancamiento a los bancos comerciales. Las tensiones también podrían aliviarse si el Departamento del Tesoro comenzara a reducir los depósitos de la cuenta general del Tesoro (Treasury General Account), que actualmente ascienden a 850 000 millones de dólares.

En la zona euro, nada ha cambiado; la inflación parece estar bajo control y el crecimiento debería mantenerse entre el 1,3 % y el 1,5 %.

En China, los principales retos consisten en reactivar el consumo privado y luchar contra la deflación. Todavía se está a la espera de un plan de reactivación destinado a los consumidores chinos. La economía china se enfrenta a un exceso de oferta debido a la política industrial, lo que se traduce en precios al consumo bajos y, por consiguiente, en una disminución de los beneficios de las empresas e incluso en quiebras. Esto ejerce presión sobre el sistema bancario y el Gobierno debe refinanciar periódicamente a las entidades de crédito.

China: crecimiento del IPC

Chinese CPI YoY %





Evolución de los mercados a finales de noviembre de 2025

End of November	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	0.18%	0.13%	0.11%	0.02%	2.11%	4.90%	-2.47%	-2.46%
Perf 3 Month	5.28%	6.02%	5.91%	5.44%	9.61%	5.30%	8.62%	0.66%
Perf YTD	18.63%	16.45%	15.77%	10.05%	41.20%	10.63%	27.10%	15.04%

End of November	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-3.98%	-2.87%	5.91%	2.77%	-0.53%	-1.93%	0.09%	-0.41%
Perf 3 Month	-8.53%	-7.22%	22.96%	13.00%	0.75%	-5.13%	-1.25%	0.36%
Perf YTD	-18.36%	-15.33%	61.53%	27.61%	-10.74%	-10.15%	-5.58%	0.85%

End of November	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	0.23%	0.62%	-0.08%	1.00%	-1.24%	0.52%	0.56%	0.24%
Perf 3 Month	0.63%	2.35%	1.10%	2.39%	0.60%	1.56%	1.93%	3.09%
Perf YTD	7.89%	7.46%	1.75%	9.02%	-6.81%	10.14%	10.98%	10.64%

Fuente: Bloomberg 30/11/25

Tranquilidad, pero no demasiada

Los tipos estadounidenses a largo plazo están bajando; el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años ha vuelto a caer al 4%, a pesar de las incertidumbres relacionadas con la evolución de la inflación, la enorme deuda pública y un déficit público incontrolado que superará el 5 % del PIB en los próximos años. La economía sigue creciendo, con un avance del 4 % en el tercer trimestre según el indicador GDP Now de la Fed de Atlanta. Hasta ahora, todas las previsiones de desaceleración han resultado erróneas.

La inminente transición al frente de la Reserva Federal merece una atención especial por parte de los inversores. Kevin Hasset, actual director del Consejo Económico Nacional y candidato favorito, aporta una amplia experiencia a este cargo. Es coautor del libro Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market, publicado en 1999, unos meses antes del estallido de la burbuja de Internet. Se espera que siga las directrices del presidente Trump en el ejercicio de sus funciones.





El mercado crediticio se mantiene estable. Los diferenciales de crédito se encuentran cerca de sus mínimos históricos. El mes pasado, señalamos que los bonos corporativos no eran atractivos porque eran demasiado caros y el riesgo no estaba bien compensado. Desde entonces, han comenzado a aparecer los primeros indicios de problemas. Por ahora, todavía es posible considerarlo un riesgo aislado; sin embargo, a medida que se multiplican las situaciones particulares, la prudencia sigue siendo esencial.

Debido a las importantes inversiones en infraestructura de IA, los balances de los hiperescaladores (“hyperscalers”) se están deteriorando. Oracle es el ejemplo más evidente: la empresa generaba anteriormente más de 10000 millones de dólares de flujo de caja disponible al año, pero ahora registra un déficit de más de 5000 millones de dólares, según los resultados publicados a finales de agosto. En consecuencia, el riesgo crediticio de la empresa se ha deteriorado, como ilustra el gráfico de los CDS a 5 años. Los gestores de carteras de crédito privadas también utilizan los CDS de Oracle como indicador para proteger sus carteras ilíquidas.

Oracle: CDS a 5 años



Otras fisuras empiezan a aparecer

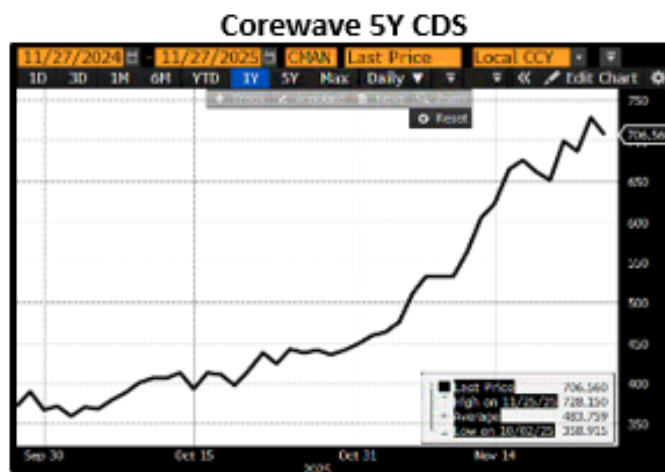
El 5 de noviembre de 2025, Blue Owl anunció su intención de fusionar su sociedad de capital riesgo cotizada en bolsa, Blue Owl Capital Corporation (OBDC), con su fondo privado/no cotizado, Blue Owl Capital Corporation II (OBDC II), pero el problema era que el OBDC (el fondo público) cotizaba con un descuento de alrededor del 20% sobre su valor liquidativo en el momento del anuncio. Esto significaba que los inversores del OBDC II corrían el riesgo de perder alrededor del 20% si el intercambio se llevaba a cabo en esas condiciones. Además, el plan de fusión preveía restringir o suspender los reembolsos en OBDC II hasta que se completara la fusión, prevista para principios de 2026. Los inversores protestaron, la operación se canceló, pero se propondrá otro plan. Esto es lo que ocurre cuando se utilizan prácticas contables dudosas para valorar activos no cotizados.



El mercado del crédito privado representa 3 billones de dólares en activos. Los importantes márgenes y la demanda no financiada han permitido que este sector prospere. Aunque esta clase de activos sigue siendo de buena calidad en promedio, en los últimos meses se ha producido un deterioro. Está aumentando el número de transacciones que incluyen una cláusula o «Pago en especie» (PIK). Una cláusula PIK suele permitir al prestatario renunciar al pago de los intereses habituales de su deuda a cambio de añadir dichos intereses al saldo del principal, que vence al vencimiento. Esta cláusula se añade cada vez con más frecuencia tras la transacción inicial. Según la revista Fortune, la proporción de transacciones en esta situación era del 57,2% en el tercer trimestre de 2025, frente al 36,7% de dos años antes.

Coreweave, un proveedor de servicios en la nube, anunció el 10 de noviembre unos resultados mejores de lo previsto. Sin embargo, esta empresa deficitaria anunció retrasos en el desarrollo de un centro de datos, lo que provocó una caída del precio de sus acciones. En los mercados financieros, los inversores deben pagar ahora un 7% anual para protegerse contra este riesgo de crédito, frente al 3,5% de un mes antes. El mercado anticipa una probabilidad de impago del 50%.

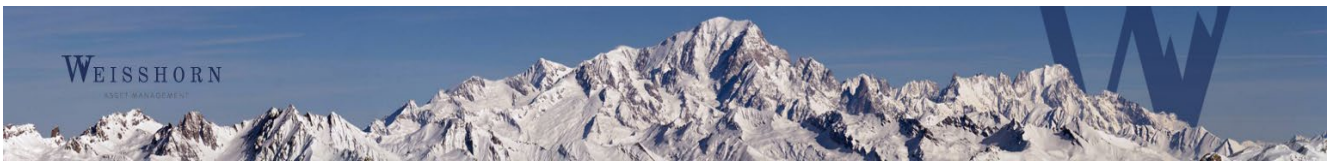
Corewave: CDS a 5 años



Esto no significa que sea inminente una nueva crisis financiera, pero hay que ser consciente de que los riesgos están aumentando y de que están apareciendo los primeros signos de nerviosismo en los mercados financieros.

Tan sólido como siempre

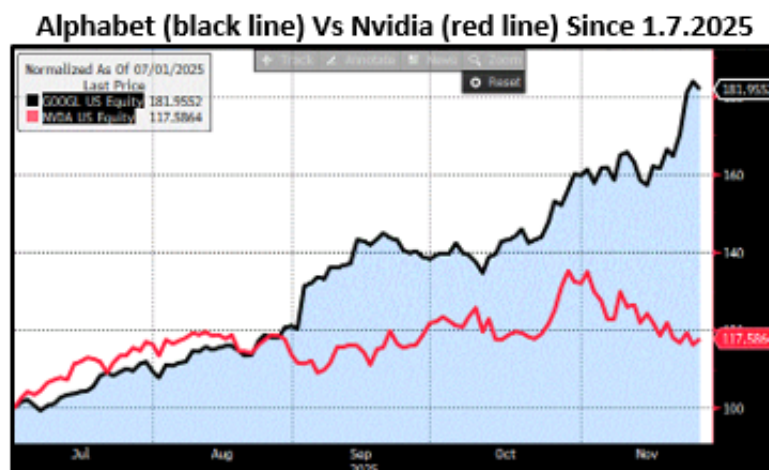
La temporada de resultados en Estados Unidos ha sido sólida. Las empresas del SP500 registraron un crecimiento de sus beneficios del 11,9 % interanual, superando las expectativas. Los beneficios de MAG7 aumentaron un 18,4 % interanual, un rendimiento notable para una empresa de este tamaño. En comparación, el crecimiento de los beneficios se mantuvo estable en Europa, donde el euro se apreció un 10 % frente al dólar durante el último año, lo que limitó el crecimiento de los beneficios en la moneda.



Nvidia fue la última de las empresas del MAG7 en publicar sus resultados. Como de costumbre, se superaron las expectativas y se revisaron al alza las previsiones. Sin embargo, al día siguiente, tras un fuerte repunte a la apertura del mercado, la empresa especializada en procesadores gráficos cerró la jornada con una caída del 3 %. No obstante, los analistas siguen esperando que la facturación se duplique de aquí a enero de 2028. La acción se cotiza a 23 veces la facturación, frente a más de 35 en 2023. Así, a pesar de las elevadas expectativas, aparecen signos de nerviosismo. Estos temores se explican, en particular, porque muchos contratos son «circulares». Por ejemplo, Oracle ha firmado un contrato de 300.000 millones de dólares con OpenAI, y ambas empresas son clientes importantes de Nvidia. OpenAI está agotando su liquidez y si no puede cumplir sus compromisos, Oracle sufrirá pérdidas, al igual que Nvidia, que perderá dos clientes.

Parece que los inversores se han dado cuenta de que el modelo económico de Alphabet, totalmente integrado verticalmente y diseñado para fabricar sus propios chips, es sólido y evita los gastos excesivos de sus competidores. Las acciones de Alphabet han subido más de un 80% en los últimos seis meses, superando con creces a las otras seis acciones que componen el MAG7. Alphabet podría convertirse en un serio competidor para Nvidia, según los analistas más optimistas.

Alphabet vs Nvidia



Oposición a los centros de datos que consumen mucha energía

Para que el sector siga creciendo, será necesario construir centros de datos. Y esto está empezando a suponer un problema en Estados Unidos. En Carolina del Norte, Texas, Virginia, Illinois, Pensilvania y Minnesota, por citar solo algunos ejemplos, los habitantes se oponen cada vez más a la llegada de estos gigantes que consumen mucha energía. Algunos proyectos importantes se retrasarán. Para construir estos centros de datos, es necesario mejorar la eficiencia de la red eléctrica y encontrar métodos de suministro de energía especialmente diseñados para satisfacer las necesidades de las empresas que desarrollan estas infraestructuras, independientemente de la red eléctrica residencial. El tema de la IA se está convirtiendo en un tema político y, al mismo tiempo, impopular. La candidata demócrata a gobernadora de Virginia hizo campaña con el «Plan Virginia Asequible». Abogó por políticas destinadas a garantizar que «los grandes



consumidores de energía, como los centros de datos, paguen su parte justa» de la energía que consumen, en lugar de hacer recaer la carga sobre los contribuyentes comunes. Obtuvo una victoria aplastante. Esto podría hacer estallar la burbuja de la IA al ralentizar su despliegue. Será uno de los temas clave de las elecciones de mitad de mandato de noviembre de 2026.

Algunos sectores específicos, en particular los servicios públicos, líderes en la producción, el transporte y la distribución de energía, deberían beneficiarse de la urgente necesidad de nuevos centros de datos. La producción de energía es crucial: el gas natural, el carbón, las energías renovables y la energía nuclear deberían prosperar, ya que la demanda sigue siendo fuerte. Muchas empresas de estos sectores presentan balances sólidos y rendimientos de caja superiores al 10%. Las perspectivas de rotación sectorial son cada vez más interesantes.

Las tendencias siguen al alza

Recientemente, los principales índices han oscilado cerca de sus máximos históricos antes de corregirse ligeramente. Aunque se encuentran cerca de sus máximos históricos, el nerviosismo es palpable. Solo el 40% de las acciones del S&P 500 se encuentran por encima de su media móvil de 50 días. Esta misma media de 50 días ha sostenido los principales índices en los últimos meses. Se superó a la baja tras la publicación de los resultados de Nvidia y se volvió a poner a prueba la semana siguiente. La tendencia a medio plazo, tal y como la expresa la media móvil de 200 días, sigue siendo claramente alcista.

S&P500



En Europa, los mercados llevan varios meses indecisos. Tras alcanzar nuevos máximos históricos a principios de noviembre, el EuroStoxx 600 ha vuelto a los niveles en los que oscila desde marzo, con una media móvil de 200 días, pero aún alcista. El CAC40, el DAX y el Eurostoxx50 tienen dificultades para confirmar su dinámica, pero siguen orientados al alza.



EuroStoxx 600



Turbulento

El bitcoin, considerado por algunos como un barómetro del apetito por el riesgo y la liquidez, ha corregido un 30% con respecto a sus máximos estivales. La moneda digital ha vuelto a niveles similares a los observados justo después de la elección de Donald Trump. Esta caída, aunque significativa, sigue siendo razonable en comparación con episodios anteriores. El bitcoin se considera a menudo un indicador del entusiasmo del mercado. ¿Anuncia esto una corrección más profunda del Nasdaq? Se han borrado más de 500 000 millones de dólares del mercado de las criptomonedas, lo que podría afectar al sentimiento.

El oro ha entrado en una fase de consolidación, lo que es una excelente noticia para la continuación de la tendencia alcista. Como se indicó el mes pasado, las compras de los bancos centrales continuarán, con la posible excepción de Rusia, que vendería parte de sus reservas de oro para financiar la guerra y aliviar la presión sobre su presupuesto. Sin embargo, esta información aún no ha sido confirmada por cifras oficiales.

Precio de la onza de oro





A pesar de las incertidumbres que pesan sobre la economía mundial, las divisas se han mantenido estables entre sí. El yen perdió terreno frente al dólar tras la presentación del plan de estímulo de la primera ministra japonesa, Sanae Takaichi. Fue una mala noticia para el yen, pero una buena noticia para la liquidez y el crecimiento.

El índice del dólar, que cayó un 13,5% entre marzo y julio, se ha estabilizado y ha recuperado incluso algo de terreno desde el verano. Como se ha mencionado anteriormente, dado que es probable que Hasset se convierta en presidente de la Reserva Federal, la voluntad del presidente estadounidense de bajar los tipos no debería encontrar mucha oposición. Si la inflación no ha bajado significativamente para mayo de 2026, imponer varias bajadas de los tipos de interés oficiales sería un grave error de política monetaria, que provocaría una caída del dólar. Paradójicamente, este escenario podría beneficiar a los activos denominados en dólares. Es prudente mantenerse cauteloso y limitar la exposición al dólar frente a las cuentas denominadas en euros y francos suizos.

No se espera que el final del año invierta las tendencias actuales. Históricamente, diciembre es un buen mes.

Aviso legal:

Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que han firmado un mandato de gestión y han 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.