



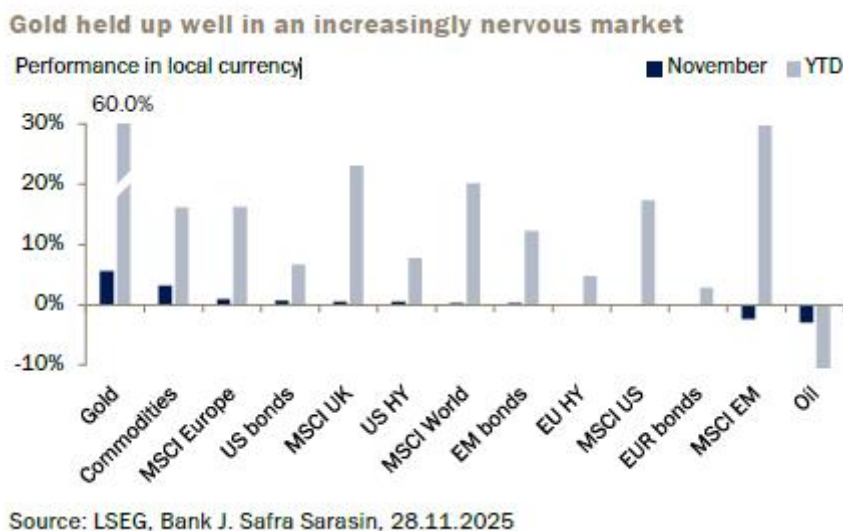
Resurgen las dudas sobre las valoraciones de la IA

La ligera corrección tras el impresionante anuncio de resultados del tercer trimestre de NVIDIA recuerda que se requiere cautela en un mercado cada vez más tenso.

Revisión – La apuesta por la IA muestra cada vez más signos de agotamiento

Los activos de riesgo vivieron un noviembre volátil, impulsado por las cambiantes expectativas del mercado sobre el calendario de recortes de tipos de la Reserva Federal y por las crecientes preocupaciones sobre las valoraciones de la IA. En este entorno, el oro fue el activo que mejor se comportó, revalorizándose alrededor de un 6% en noviembre. Los bonos del Tesoro estadounidense también subieron ligeramente, ya que el mercado espera que la Fed anuncie un recorte de tipos en diciembre. La incertidumbre predominante ha pesado sobre los activos de riesgo, con los mercados emergentes liderando las pérdidas en renta variable. Las materias primas registraron un comportamiento mixto, con los metales preciosos al alza y la energía rezagada, impulsada por la caída de los precios del petróleo.

El oro se mantuvo estable en un mercado cada vez más tenso



Fuente: LSEG, Bank J. Safra Sarasin, 28.11.2025

Perspectivas macroeconómicas – El fin del cierre del Gobierno de EE. UU. pone fin a la sequía de datos

El fin del cierre gubernamental de 44 días ha restablecido las funciones del Gobierno estadounidense, incluidas las publicaciones de datos económicos, que habían suspendido desde principios de septiembre. En general, los datos macroeconómicos recientes sugieren que la economía de EE.UU. sigue en buena forma. Con **119.000 empleos creados en septiembre**, el informe de nóminas no agrícolas publicado con retraso sorprendió al alza, subrayando la robustez del mercado laboral estadounidense. La actividad manufacturera se moderó, mientras que la actividad del sector servicios se mantuvo fuerte en noviembre.



J. Safra Sarasin

El indicador de la Universidad de Michigan muestra un mayor deterioro del sentimiento del consumidor, lo que sugiere que la “economía en forma de K” sigue pesando. Los efectos de los aranceles sobre el crecimiento y la inflación en EE.UU. continúan siendo motivo de preocupación, aunque la Administración Trump ha revertido algunos de los aranceles sobre productos que el país no produce.

En la **zona euro**, la actividad económica sigue débil y los datos de sentimiento han vuelto a deteriorarse. Con la inflación nuevamente cerca del objetivo, el BCE podría recortar su tipo de interés oficial de nuevo en diciembre. Sin embargo, el Consejo de Gobierno ha mostrado una postura agresiva (*hawkish*), argumentando que no ve necesaria tal medida.

En **Suiza**, la inflación de precios al consumidor y al productor volvió a sorprender a la baja en octubre. Sin embargo, el acuerdo comercial entre EE.UU. y Suiza alcanzado el 14 de noviembre, que reduce el arancel aplicado a las exportaciones hacia EE.UU. del 39% al 15%, ha aliviado la presión sobre el Banco Nacional Suizo para llevar su tipo de interés a territorio negativo.

En el **Reino Unido**, el crecimiento del PIB se está moderando y las presiones sobre los precios se están suavizando, aunque la inflación subyacente sigue claramente por encima del objetivo, impulsada por un crecimiento salarial persistentemente elevado. Además, el repentino giro de la ministra de Hacienda Reeves respecto a los planes de subir el impuesto sobre la renta ha generado dudas sobre la capacidad del Gobierno para estabilizar las finanzas públicas. Aunque el Banco de Inglaterra mantuvo su tipo de interés en el 4% en su última reunión, el debilitamiento del panorama económico podría requerir más recortes de tipos de los que el mercado espera actualmente, lo que pondría presión bajista sobre la libra esterlina.

En **Japón**, el paquete fiscal de **¥21,3 billones** presentado por la primera ministra Takaichi, equivalente a alrededor del 3,5% del PIB, dificultará que la inflación vuelva al objetivo en el corto plazo y podría requerir adelantar medidas de endurecimiento monetario. Sin embargo, las expectativas del mercado sobre una subida de tipos en diciembre han disminuido, lo que afectó negativamente al yen japonés en noviembre.

En **China**, el crecimiento se ha desacelerado y persisten las presiones deflacionarias. Esperamos que Pekín anuncie nuevas medidas para impulsar el consumo en 2026, incluidas reformas al sistema de seguridad social, y que el objetivo de crecimiento se sitúe entre el **4,5% y el 5%**.



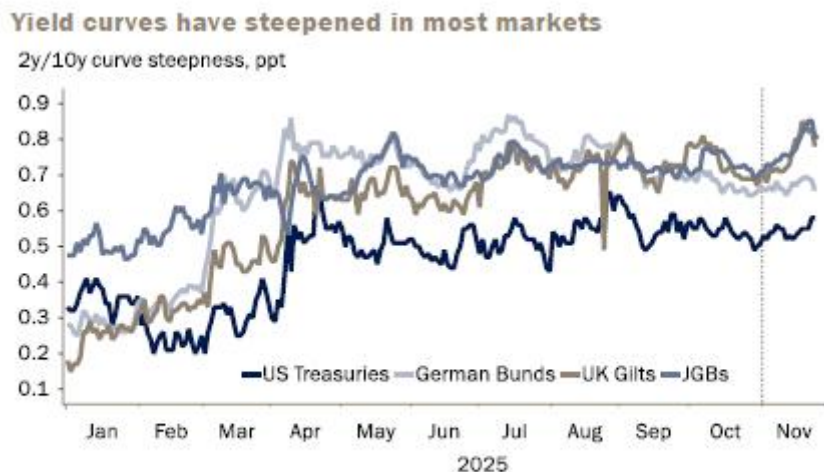
Bonos – Expectativas volátiles sobre los tipos en EE.UU.

En medio del aumento de la incertidumbre macroeconómica, los bonos se han comportado relativamente bien, con rendimientos más bajos y curvas más inclinadas en noviembre. La Junta de Gobernadores de la Reserva Federal sigue dividida en su valoración sobre el grado de restrictividad de la política monetaria actual, pero parece haber un aumento en el apoyo a un recorte de tipos en diciembre. Esto podría llevar a que los rendimientos de los bonos en dólares estadounidenses —especialmente los de vencimientos cortos e intermedios— desciendan ligeramente hacia fin de año.

En general, observamos que las expectativas implícitas del mercado sobre los tipos oficiales están cerca de nuestras previsiones, lo que sugiere que probablemente hay poco margen para que los rendimientos caigan mucho más. Tampoco vemos espacio para un aumento significativo de los rendimientos, dado que las primas por plazo de los bonos gubernamentales de largo vencimiento ya son relativamente elevadas.

A medida que las curvas continúan inclinándose, es probable que la mayor parte de los rendimientos esperados en los mercados de renta fija provenga del carry y del roll-down. En el crédito, evidencias anecdóticas apuntan a tensiones en algunos sectores. Aun así, dado el panorama económico que consideramos, no está justificado mantener una infraponderación estructural en crédito en este momento.

Las curvas de rendimiento se han pronunciado en la mayoría de los mercados



Source: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 28.11.2025

Fuente: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 28.11.2025

Renta variable – Un mercado tenso exige cautela

Los beneficios empresariales en EE.UU. se han mantenido sorprendentemente sólidos durante la temporada de resultados del tercer trimestre. La fortaleza de los beneficios se ha ampliado más allá del sector tecnológico y financiero, alcanzando también a las *utilities* y otros sectores defensivos.



J. Safra Sarasin

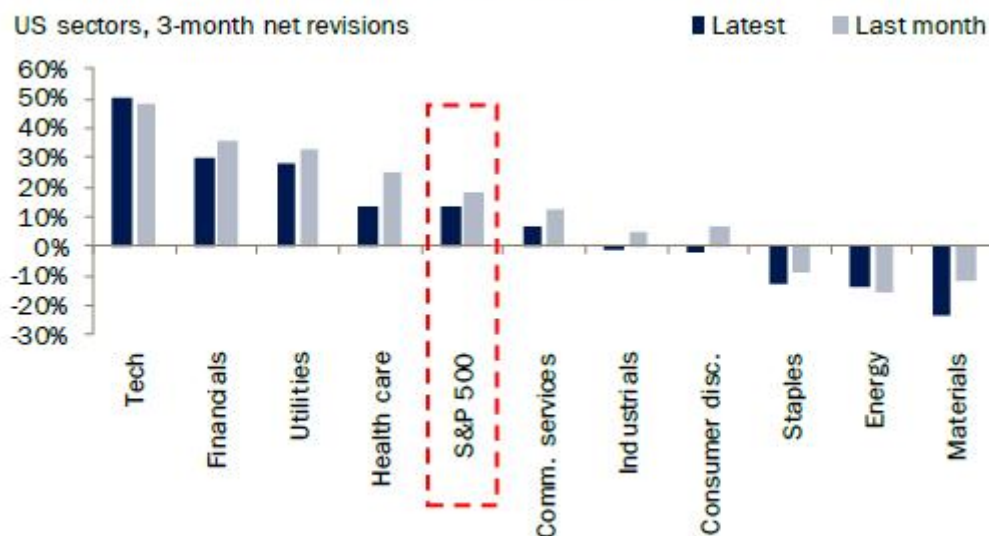
Los sectores cíclicos también han mostrado un fuerte crecimiento anual, aunque esto se ha debido en gran medida a nombres del consumo discrecional vinculados a la IA, mientras que materiales e industriales se han quedado rezagados.

En nuestra opinión, la temporada de resultados confirma el panorama macroeconómico bifurcado: la IA y los consumidores de altos ingresos siguen impulsando el crecimiento, mientras que otros sectores y los consumidores de menores ingresos se quedan atrás. Sin embargo, la apuesta por la IA muestra signos de agotamiento, dado que el mercado retrocedió incluso después de que NVIDIA presentara beneficios récord.

Dado el retraso en la publicación de importantes datos macroeconómicos de EE.UU., el mercado intentará buscar otras señales sobre la salud del consumidor estadounidense. En este entorno, reiteramos nuestra **preferencia regional por la renta variable suiza y europea**, que debería beneficiarse de un repunte del ciclo en 2026, así como nuestras **preferencias sectoriales por sanidad y consumo básico**.

Tecnología, finanzas y utilities con las mayores revisiones al alza de beneficios

Tech, financials & utilities with strongest earnings upgrades



Source: LSEG, Bank J. Safra Sarasin, 28.11.2025

Fuente: LSEG, Bank J. Safra Sarasin, 28.11.2025



J. Safra Sarasin

Asignación de activos – Ligera sobreponderación en renta variable

La volatilidad del mercado en noviembre no debe ocultar el hecho de que los factores fundamentales probablemente ofrecerán vientos de cola para la renta variable en los próximos meses. Entre ellos se incluyen el fin del cierre del gobierno en EE. UU. y la desescalada de la guerra comercial. Nuestra visión constructiva se basa en dos factores: la reducción de la incertidumbre y la perspectiva de una política monetaria y fiscal más expansiva. Las carteras reflejan esta visión con una **ligera sobreponderación en renta variable** y una **ligera infraponderación en bonos**.

Debido a las rotaciones recurrentes de corto plazo entre segmentos del mercado — tanto en renta variable como en renta fija— mantenemos una **posición neutral** en cuanto a regiones y tipos de bonos. También mantenemos una ligera **sobreponderación en inversiones alternativas**. Seguimos enfocándonos en **activos reales** en forma de oro y materias primas. Los portafolios también se complementan con **bonos catástrofe**, que proporcionan rendimientos estables.

Claudio Wewel, estrategia de divisas, J. Safra Sarasin Sustainable AM