

"If you don't know where you are going, any road can take you there."
– Cheshire Cat, Alice's Adventures in Wonderland –

Cerramos el trimestre con todo en niveles de récord¹: renta variable, vivienda, oro, masa monetaria, deuda soberana, bitcoin, déficits... la estupidez política... La sensación de euforia es máxima y, como decíamos en nuestra última [newsletter](#), aquí no se cotizan los riesgos.

Sin embargo, existe una creciente sensación de desconexión entre el sentimiento eufórico del mercado y la percepción de que algún riesgo está a punto de asomar la cabeza. Hasta entonces, que siga la fiesta...



Hay varios temas llamativos durante el último trimestre. Por un lado, la concesión discutible que la Fed ha hecho a Trump bajando los tipos de interés: la inflación está casi un punto por encima del objetivo (2,9%), el desempleo prácticamente en mínimos históricos (4,3%), los salarios crecen al 4%, mientras la economía crece al 2% (y acelerando) y los beneficios empresariales suben un 11% ¿está

viendo Powell algo que el resto no ve o es un regalito para ganar tiempo y rédito con Trump?

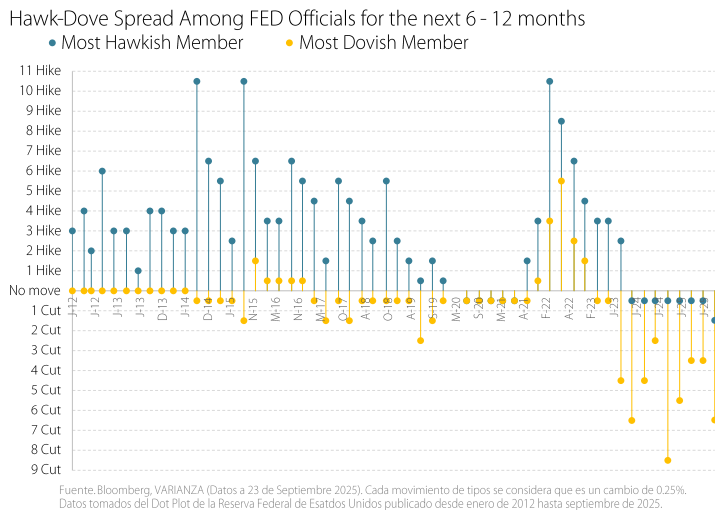
Por otro lado, está el histerismo en torno a Stephen Miran, candidato enchufado por la Casa Blanca en la FED y su potencial capacidad para influir en la política de tipos. Histerismo porque varios "tertulianos" de mercados se rasgaban las vestiduras con la [publicación del dot plot](#), donde se estima que Stephen Miran es el más *dovish* con 5 bajadas de tipos para final de año. Harían bien estos tertulianos en repasar la historia del famoso *dot plot* que se viene publicando desde 2012. Aquí, como con las salchichas, somos de la opinión de que es mejor no saber cómo se hacen. Es decir, preferimos seguir en nuestra ignorancia pensando que la fijación de tipos de interés es algo sofisticado y concienzudo, resultado de avanzados programas y estudios económicos. Encontramos la publicación de este *dot plot* no solo innecesaria, sino a veces un tanto desconcertante y decepcionante por lo que se puede concluir de él.

"Pay no attention to the man behind the curtain"

– The Wizard of Oz –

¹ Durante el tercer trimestre la renta variable global subió un 7,7% (ytd 18,9%), en EE. UU. un 7,8% (ytd 13,7%) y en Europa un 3,1% (ytd 10,0%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 1,5% (ytd 5,4%), cayeron un 0,2% en EUR (ytd 0,3%) y en Renminbi también cayeron un 0,7% (ytd 0,1%). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 2,6% (ytd 6,9%) y en Europa un 0,9% (ytd 2,8%). El High Yield ganó en EE. UU. un 2,5% (ytd 7,2%) y en Europa 1,9% (ytd 4,7%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 3,6% (ytd 9,2%) y los emergentes corporativos en dólares un 2,8% (ytd 7,1%) para BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente.

Por ejemplo, el gráfico de más abajo muestra la distancia entre el más *hawkish* y el más *dovish* de cada *dot plot* desde 2012. La entrada de Stephen Miran provoca una discrepancia que está razonablemente en la media de las diferencias que suelen tener. Es peor aún observar que en la mitad de las reuniones, mientras un miembro dice que hay que subir los tipos, el otro estima que hay que bajarlos. ¡Ni siquiera coinciden en la dirección!



Siguiendo con temas llamativos del trimestre, destacaríamos la cena celebrada en la Casa Blanca en donde, de manera vergonzosa, los principales líderes tecnológicos rindieron pleitesía al rey desnudo Trump. Merece la pena ver el vídeo². Pero quizás habría que quedarse con la idea general, y es que la Casa Blanca moviliza a las principales compañías y les tuerce el brazo para comprometer inversiones de cientos de miles de millones, mientras en paralelo, el presidente demuestra un alineamiento y empuje sin precedentes por la industria.

A pesar de todas estas extravagancias, los americanos avanzan y transmiten, de manera

a veces un tanto cómica, la sensación de dirección, sentido y propósito.

Nada que ver con nuestra querida Europa, que carece de plan, y se mueve solo cuando está entre la espada y la pared y, una vez lo hace, se dedica a dar pasitos atrás por su incapacidad para que las iniciativas traccionen. Han pasado más de siete meses desde el punto de inflexión de las [medidas anunciadas](#) por el alemán Merz, y aquí no se cotiza nada. Mientras tanto, el consenso rebaja las estimaciones de beneficios europeos para 2025 desde el [8% esperado a principios de año hasta el -1% actual](#). La consecuencia es que, tras la euforia inicial, el índice está en el mismo punto que en febrero.

Europa estancada desde febrero
— Stoxx Europe 600 Index



Es cierto que, bajo la superficie, hay una enorme dispersión entre el extraordinario comportamiento de los bancos (30%) y las compañías de defensa (31%) frente a todo lo demás. Pero Europa en agregado, no termina de chutar y eso se refleja en los índices.

A pesar de la frustración, y el descuento que merece Europa por esta inoperancia, creemos que estamos a las puertas de un renovado

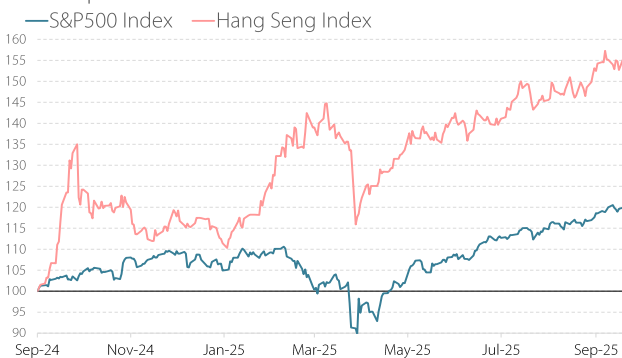
² https://www.youtube.com/shorts/3SHsyF9_Xpo

impulso fiscal que supone un punto de inflexión estructural y que, de paso, hace creíble la estimación de crecimiento de beneficios del consenso del 14% para 2026, e incluso, posibilita ver expansión de múltiplos adicionales desde la media actual de 15x.



Hace apenas un año se alcanzó el apogeo de aquella moda de “uninvestable China”. Entonces defendíamos el sinsentido de renunciar a un bloque que supone el 18% del PIB mundial, pero cuyo mercado financiero apenas llegaba al 2% (frente a Estados Unidos con un 25% del PIB y el 65% del peso financiero global), y que además controla buena parte de las cadenas de producción en sectores clave. Pues bien, desde entonces, el Hang Seng le saca más de un 40% al S&P500.

Parece que China sí era “invertible”



Fuente: Bloomberg, VARIANZA (Datos a 30 de Septiembre de 2025)

A comienzos de 2025 defendíamos, contra el consenso, que China sigue siendo un bloque estructural e imprescindible para la inversión global, con potencial de crecimiento en beneficios y expansión de múltiplos. También estimábamos la necesidad de estímulos adicionales este año (aún pendientes por el preocupante retraso del acuerdo comercial con Estados Unidos). En cualquier caso, seguimos insistiendo en que, a pesar de la subida, hacen falta mayores estímulos para purgar el problema inmobiliario y recuperar la confianza del consumidor.



Esta foto de cómo van las inversiones en el mundo estaría incompleta sin lo que, para nosotros, es el gran evento del año: la debilidad del dólar junto con la fortaleza del euro. Algunos datos curiosos: el MSCI World lleva casi un 18% de rentabilidad en año, pero para un inversor en euros el retorno es solo del 3,7%. Al mismo tiempo, el empeño por hacer competitiva la economía americana ha hecho caer el dólar un 10% frente al resto de divisas³. Sin embargo, contra China apenas se ha movido⁴. Y, por ejemplo, el renminbi ha perdido casi un 25% frente al euro en apenas 3 años. Así no mejoramos la competitividad...

³ US Dollar Index Este índice (USDIX) mide el valor global del USD frente a las principales divisas, calculado por ICE US con datos de unos 500 bancos.

⁴ El dólar apenas se ha movido en el año contra el dólar hongkonés (0,2%); frente al Renminbi el dólar ha caído un 2,8%

A pesar de que tanto el euro como el dólar están al mismo nivel que a cierre del último trimestre, insistimos en que el movimiento no debería tener mucho más recorrido. Incluso, a niveles de 1,20, compraríamos tácticamente el dólar frente al euro.



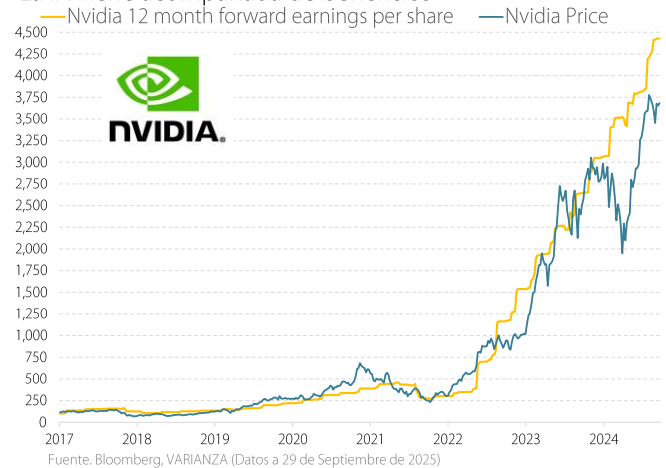
Decíamos al inicio que existe, a pesar de la fiesta en los mercados, una creciente percepción de que algún riesgo está a punto de asomar la cabeza. Probablemente esto es consecuencia de cierto mal de altura, sobre todo en Estados Unidos, donde cada vez es más frecuente encontrar análisis que apuntan a un paralelismo con la burbuja tecnológica, medido, por ejemplo, a través de valoraciones como el [PER de Shiller](#) (40,1x hoy vs 45x en el [pico de la burbuja puntocom](#)):



Creemos que la situación es algo más compleja: por un lado, aunque las

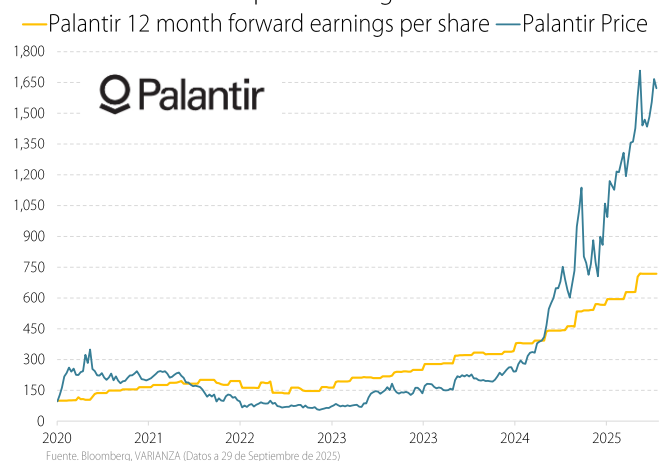
valoraciones son muy exigentes, sí encontramos cierto sentido en que, por ejemplo, Nvidia cotice a un múltiplo elevado habiendo subido ya más de un 1.600% desde el mínimo de 2022. Y, aunque es extremadamente ambiciosa la valoración, al menos sus beneficios y la generación de caja acompañan el movimiento:

La IA viene acompañada de beneficios



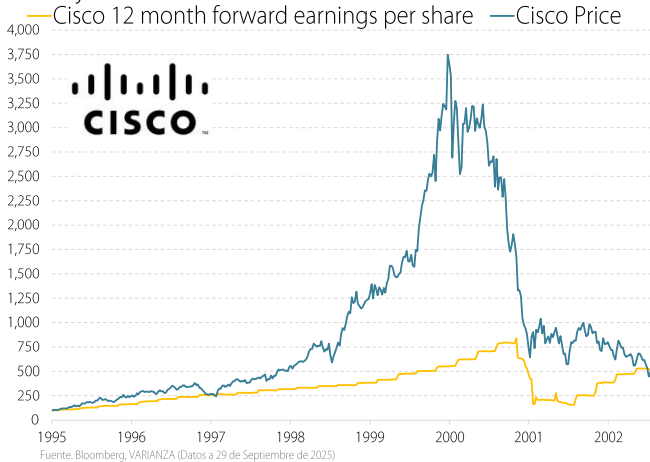
Por otro lado, hay nichos de mercado que plantean serias dudas sobre si están en burbuja y, por tanto, que sean sostenibles. Como, por ejemplo, Palantir:

Pero no todas las compañías son iguales



De hecho, este último se empieza a parecer a lo que vimos durante la burbuja del año 2000 con, por ejemplo, Cisco:

Burbuja año 2000: cotizaciones vs beneficios



Creemos que hay motivos sólidos para el optimismo, soportado por los estímulos globales y el extraordinario ciclo de *capex* en inteligencia artificial (y el incremento de productividad que se le presupone). Dicho esto, pensamos que el mercado necesita una pausa, sobre todo en Estados Unidos, porque no todo el monte es orégano y algunos valores necesitan algo de “racionalidad”.

Por ahora no vemos indicios de un problema estructural que anticipe caídas como las de la burbuja puntocom o 2008. Aun así, conviene identificar y valorar los riesgos latentes en un mercado que muestra un elevado grado de complacencia. Para nosotros serían:

1. **Recesión en Estados Unidos**, consecuencia de tres catalizadores:
 - Un final de ciclo acelerado.
 - Un impacto severo, y con retraso, de los aranceles.
 - Un ajuste laboral acelerado como consecuencia de una rápida adopción de la inteligencia artificial.

Le damos una probabilidad muy baja: los indicadores de crecimiento se están revisando al alza gracias a recortes de tipos, hay una mayor actividad corporativa y

desregulación, mientras que el empleo solo muestra fisuras aisladas. Los beneficios deberían cerrar el año creciendo un 11% y estimamos un número parecido para 2026.

2. Repunte brusco de la inflación.

Un repunte inesperado obligaría a frenar o incluso revertir las bajadas de tipos, forzando una restricción monetaria y presionando, sobre todo, las valoraciones de las tecnológicas más sobrevaloradas. Sin embargo, el riesgo parece limitado: los aranceles tienen un efecto acotado, la inflación estructural se debería estabilizar en torno al 3% y tanto la tecnología como las exportaciones chinas siguen siendo una fuerza deflacionaria.

3. Descontrol de las curvas de tipos de largo plazo que podría provocar ventas de activos de riesgo y desapalancamiento global:

- Cuidado con Japón que sale a calentar. Este es un riesgo creciente, que dará que hablar, pero por ahora creemos que no. La convergencia de yields con Estados Unidos podría desencadenar la reversión del [carry trade](#) de los últimos años. El bono a 30 años está a una yield histórica del 3,15% y a solo un 1,5% del americano.
- Que la curva de Estados Unidos se des controle y veamos la yield del bono a 10 años por encima del 5%. Creemos en los tipos estructuralmente más altos, pero no descontrolados. Además, este proceso no vemos que se pueda producir súbitamente.

- Estimamos que el descontrol en las curvas francesa o inglesa, por temas políticos y su incapacidad para equilibrar las finanzas, sería algo controlable y acotado, que no debería provocar una venta estructural de todo el mercado.
 - 4. **Accidente en crédito privado.** En los últimos años se han cerrado muchas operaciones caras y apalancadas en una fiebre en búsqueda de *yield* que ahora está dando problemas. Alguna quiebra grande podría generar un efecto cascada obligando a inversores a desapalancarse en activos líquidos y provocando un *credit crunch* más amplio. Aunque ya se han visto casos puntuales (First Brands, Tricolor, etc.), la dispersión de actores y la abundante liquidez levantada reducen el riesgo sistémico. Como anécdota, [en Estados Unidos ya hay más empresas de Private Equity que restaurantes McDonald's](#). Si crisis como la de Credit Suisse o varios bancos estadounidenses no hicieron descarrilar el sistema, es difícil que este tipo de accidentes lo haga.
 - 5. **Pinchazo de la burbuja de precios en algunas compañías.** La euforia alrededor de la IA provoca que otras se apunten a la fiesta (como Palantir). Aunque son buenas compañías, no somos capaces de justificar su valoración. Como no generan caja de forma masiva y justificada, pesan poco en los índices y su ajuste limitaría el efecto contagio. Creemos que sería una rotación severa y ajuste de mercado más que un mercado bajista estructural.
 - 6. **Parón súbito en el ciclo de *capex* de Inteligencia Artificial.** La IA se ha convertido en el motor de expectativas y cualquier interrupción en su ciclo inversor afectaría tanto a valoraciones como a la confianza general. Sin embargo, a pesar de la incertidumbre que generan las expectativas de productividad y el plazo en que se van a producir, creemos que es un cambio estructural y que cualquier parón sería temporal. Además, las inversiones están lideradas por las grandes compañías con los bolsillos llenos, por lo que es poco razonable pensar en un giro de estrategia brusco.
 - 7. **Eventos geopolíticos imprevisibles.** Este es el cajón de sastre donde entraría todo aquello que no tiene sentido incorporar en la gestión dado que no es previsible: desde un choque directo OTAN – Rusia, pasando por un fracaso en las negociaciones comerciales China – Estados Unidos, hasta una deriva (más) autoritaria de Trump que afecte a las instituciones clave. Pero estos son riesgos con los que se convive y no es recomendable anticiparse, sino más bien adaptarse.
- En líneas generales, no hemos cambiado nuestro optimismo estructural desde el cierre del último trimestre, pero creemos que puede tener sentido empezar a cubrir tácticamente la exposición a Estados Unidos por si hubiera una corrección sana, dentro de un mercado alcista.
- Ánimo con el cierre de año.

Pelayo Gil-Turner Smith