



CON | TEXTO

Noviembre 2025

¿Quién lidera la carrera de la Inteligencia Artificial?

Contexto de mercados

Qué esperamos a futuro

Cómo estamos posicionados



ORIENTA Wealth

GRUPO **MUTUA**MADRILEÑA

CONTENIDOS

- ¿Quién lidera la carrera de la Inteligencia Artificial?

- Contexto de mercados

El efecto de los aranceles se retrasa.
Renta Fija. Continúan los movimientos dispares.

Renta Variable. Los buenos resultados avalan las subidas.

- Qué esperamos a futuro
- Cómo estamos posicionados

Orienta Wealth es una entidad de asesoramiento y gestión de patrimonios.

Con más de 8.900 millones de euros bajo gestión, 11 oficinas y 157 profesionales, nuestro único propósito es ayudar a nuestros clientes a conseguir sus objetivos financieros.

Telf. + 34 91 745 84 00
info@orientawealth.com



¿Quién lidera la carrera de la Inteligencia Artificial?

Habitualmente en estas líneas procuramos acercar a nuestros lectores temas atemporales, que sirvan para conocer un poco más el mundo de las inversiones, pero permítanos en esta ocasión acudir a un tema actual y del que ya hemos hablado en muchas ocasiones cuando enfocamos nuestra visión estratégica: la IA.

Durante 2023, 2024 y por supuesto este año, la temática ha ido acaparando más protagonismo y la percepción general ha sido clara: la inteligencia artificial suponía una amenaza para Google. Si los usuarios recurrían a ChatGPT, a Perplexity o a otras aplicaciones en lugar de utilizar el buscador de Google, provocaría una caída del tráfico de consultas y, por tanto, una caída en la publicidad, que sigue siendo el gran motor financiero de Alphabet (matriz de Google). Además en la carrera por liderar la innovación parecía que la compañía de la gran G no era la que llevaba la voz cantante.

Pero a medida que pasa el tiempo y la industria va madurando, parece que por ahora no ha debilitado a Google, sino todo lo contrario.

Y es que Alphabet está construyendo un ecosistema tan integrado y difícil de replicar que podría situarse por encima de todos sus competidores. No por tener el modelo más llamativo, sino por poseer la infraestructura, que es lo que realmente importa.

La verdadera carrera no consiste en quién tiene el modelo más potente (porque cambia cada seis meses por lo vertiginoso de los avances), sino en quién controla la capacidad de computación que hace posible esos modelos.

Mientras la mayoría de los competidores dependen de los chips de Nvidia (GPU), Alphabet lleva casi una década utilizando los suyos propios diseñados específicamente para IA, denominados TPU. Esta diferencia cambia las reglas del juego. Todos alquilan computación y Alphabet la posee y esto redefine el tipo de empresa que cada una puede llegar a ser.

No hay duda que Microsoft ha realizado una jugada brillante con OpenAI, integrando su tecnología en Windows, Office y Azure, pero toda esa IA funciona sobre GPUs (tarjetas gráficas) que debe comprar a Nvidia. Meta tiene ese mismo problema y Amazon, pese a ser el mayor proveedor de computación en la nube con Amazon Web Services (AWS), tampoco controla el *hardware* que necesita la nueva ola de IA.

Alphabet, en cambio, controla toda la cadena: chips, centros de datos, modelos, sistema operativo, navegador, aplicaciones y distribución masiva. Esta integración vertical reduce costes, aumenta la eficiencia y otorga una ventaja estratégica difícil de igualar.

Entrenar un modelo ocurre pocas veces (además para esto sí son mejores los GPUs de Nvidia) pero lo más caro es usarlo millones de veces al día, lo que se denomina inferencia. Y es en esta inferencia donde los TPU de Alphabet marcan la diferencia: menor consumo, mayor velocidad y un coste más bajo. Si esto lo multiplicamos por miles de millones de interacciones en Android, Chrome o YouTube, la ventaja de Alphabet se vuelve inalcanzable.

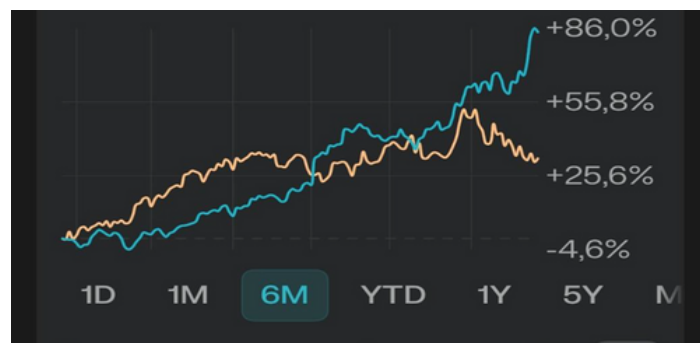
Además, Alphabet cuenta con la mayor red de distribución de software del planeta: tres mil millones de dispositivos Android, Chrome, Gmail, YouTube, Maps, Docs y el buscador más utilizado del mundo.

Integrar IA en este ecosistema supone llegar a miles de millones de usuarios sin coste marginal y lo está haciendo. Hoy podemos picar en el botón "modo IA" del buscador de Google y utilizamos gratuitamente Gemini (modelo de IA de Google).

Pero, además, la IA es muy intensiva en capital, y Alphabet juega en una liga distinta. Con más de 350.000 millones de dólares de ingresos, 100.000 millones en caja y capacidad para invertir decenas de miles de millones sin depender de ampliaciones de capital ni deuda, puede sostener esta carrera durante años. OpenAI y Anthropic son brillantes, pero financieramente frágiles. Alphabet, en cambio, puede absorber costes y seguir creciendo sin comprometer su estabilidad.

Hace solo un año todo apuntaba a que la IA perjudicaría a Google. Hoy ese no parece ser el caso. Pero este es un ecosistema móvil, a medida que la IA vaya avanzando habrá nuevos ganadores y perdedores.

La evolución en bolsa de Alphabet (azul) vs Nvidia en los últimos meses refleja lo que contamos en estas líneas.



Fuente: Perplexity



Contexto de mercados

Cierres, estímulos y expectativas

El cierre del gobierno en **Estados Unidos** continuó durante los primeros días de noviembre. Con una duración de 43 días, fue el cierre más largo en la historia del país, lo que retrasó la publicación de datos

- Como no podía ser de otra forma, el **mercado laboral** ha sido el centro de atención, y es que, tras el enfriamiento de los datos en agosto que llevo a la FED a cambiar parte del discurso, el resto se fueron retrasando. Hemos visto como las Nóminas No Agrícolas (NFP) superaron notablemente las expectativas (119k vs 52k esperados), mientras que la tasa de desempleo subió a un 4,4% (desde el 4,3% esperado y dato anterior). Se considera que el mercado laboral se mantuvo relativamente estable durante el cierre (incluso mejorando ligeramente), lo que también se reflejó en solicitudes de desempleo.
- Por el lado de **consumo**, las Ventas Minoristas también acapararon protagonismo, en este caso el dato decepcionó (0,2% mensual vs 0,6% previo y 0,4% esperado), en línea con el deterioro del sentimiento del consumidor que se ha ido publicando en las diferentes encuestas, aunque con la posibilidad de mejora dado el intenso período de compras navideñas (Black Friday y Navidad).

- Los **PMIs** preliminares de S&P fueron mixtos respecto las estimaciones, mostrando la buena salud de la economía en general, pero con cierta decepción del sector manufacturero y sorpresa positiva en los servicios.

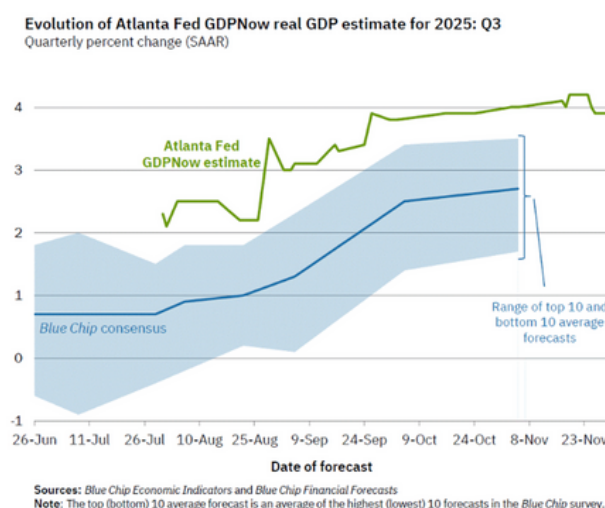
El panorama **macro europeo** se mantuvo moderado en noviembre, y la política que tanto protagonismo ha tenido en diferentes momentos del año, también se ha situado en un segundo plano.

- El **IPC** de octubre se mantuvo estable en 2,1%, ayudando al BCE a mantener sus políticas monetarias sin cambios.
- La segunda revisión del **PIB** del tercer trimestre fue estable en el dato trimestral, pero con mejora en el dato anual (1,4% interanual vs 1,3% preliminar).
- Mientras que los **PMIs** mostraron una imagen divergente: el PMI compuesto cayó ligeramente a 52,4 (vs 52,5 previsto), con manufactura bajando a 49,7 desde 50,0 en octubre, el nivel más bajo desde junio de 2025, mientras que, como en EE. UU., la parte de servicios mostró resiliencia, subiendo hasta 53,1, el nivel más alto desde mayo de 2024.

- **España** siguió destacando, con el gobierno y la Comisión Europea mejorando las previsiones de PIB para 2025 a 2,9%.
- En **Alemania**, como se preveía, el impulso económico se debilitó, y es que la ejecución de los planes lleva retraso respecto a las previsiones que manejaba el gobierno. Los datos de PMI y encuestas de Sentimiento de noviembre (incluyendo ZEW e IFO) decepcionaron en general y el PIB del 3T fue plano (0% trimestral). Por tanto, la atención de los próximos meses se mantendrá en la ejecución presupuestaria, y es que el gasto ha entrado en vigor en octubre y, por tanto, es muy reciente para percibir efectos.
- En **Francia**, aunque las negociaciones presupuestarias continúan, su protagonismo ha disminuido algo y es que el proceso para su aprobación en muy largo y sólo se ha iniciado.
- Por tanto, podríamos decir que en Europa el protagonismo en noviembre lo ha tenido el **Reino Unido**, con el BOE y el Presupuesto de Otoño en el centro. Los datos macro mostraron señales de debilitamiento, con la publicación preliminar del PIB del tercer trimestre que estuvo por debajo de lo esperado, saliendo un dato de 0,1% trimestral (0,2% esperado, 0,3% previo) y con el PMI Compuesto cayendo a 50,5 (vs 52,2 previo). En este caso el lastre estuvo en el sector servicios mientras que las manufacturas superaron las expectativas en 50,2. La inflación estuvo en línea con lo esperado, en 0,4% mensual, y el mercado laboral siguió mostrando señales de debilidad. El conjunto de datos Macro apoyó la creciente narrativa *dovish* para el Banco de Inglaterra.

- En **Japón** el análisis señala que las políticas recién anunciadas para estimular el crecimiento llevaron al banco central a buscar un delicado equilibrio entre la agenda expansiva del gobierno y la estabilidad financiera, con un presupuesto para el ejercicio 2025 de mayor tamaño y, por tanto, más expansivo que el del año pasado. La nueva Primer Ministra Takaichi también anunció un paquete de estímulo económico de 21,3 billones de yenes, con el objetivo de avanzar hacia una economía orientada al crecimiento a pesar de que el crecimiento real del PIB en estos momentos está por encima del potencial.

Evolución del GDPNow de la Fed de Atlanta



Fuente: FED Atlanta



¿Qué ha pasado
en los mercados?

Renta Fija

Tipos en contraste y divisas en movimiento

En noviembre, los tipos tuvieron movimientos dispares. Vimos como en EE.UU. se movían a la baja, mientras que en Europa el movimiento era al alza (EE. UU. 2 años -8 pb, 10 años -6 pb; Alemania 2 años 6 pb, 10 años 6 pb).

Como ya hemos comentado en [EE. UU.](#), el fin del cierre del gobierno fue uno de los temas principales en noviembre. La falta de datos hace que la atención siga centrada en la reunión de la Fed en diciembre, con cambios constantes en las expectativas durante el mes. A día de hoy los retrasos en los datos macro tras el cierre persisten (solo se recibieron IPC de septiembre, datos laborales y ventas minoristas), las actas del FOMC de octubre y el *Beige Book* de la Fed señalan un comité muy dividido, lo que impulsa cambios en las perspectivas sobre la política monetaria. A cierre de mes, los mercados descuentan 22 pb de recorte, lo que implica una probabilidad del 90% a un recorte de 0,25% en la reunión del 10 de diciembre, esto es un fuerte aumento desde los mínimos intra-mes donde se descontaba un recorte de 0,09%.

En [Europa](#), los tipos se movieron poco, una reacción moderada a los datos macro (dada la estabilidad general en las publicaciones). Por tanto, los analistas se dividen entre los que esperan que el ciclo de relajación del BCE haya concluido siendo eso lo que el mercado descuenta

(menos de 10 pb de recortes en el próximo año) y los que consideran que aún queda por hacer en política monetaria ante una inflación controlada y una economía que, aunque no empeora, tampoco brilla.

Por otro lado, en Europa a medida que la política perdía protagonismo vimos una reducción de las primas del resto de países respecto a Alemania.

En el [Reino Unido](#), con más protagonismo, los tipos mantenían en general el buen tono de octubre, sobre todo en la parte corta de la curva, ya que las expectativas sobre el BOE se tornaron más *dovish*.

Aunque el BOE mantuvo las tasas sin cambios (como se esperaba), el comité en sus declaraciones se inclinó hacia lo *dovish* dado el reciente debilitamiento de los datos macro.

Los comentarios sugieren que una continuación de datos macro débiles podría llevar a más recortes en diciembre que, tras el anuncio del Presupuesto, está casi completamente descontado.

Este presupuesto del Reino Unido también resultó mejor de lo esperado, con los *gilts* repuntando tras su anuncio. El principal punto positivo fue el aumento del margen fiscal de £9 mil millones a £22 mil millones, muy por encima de las expectativas de consenso de ~£15 mil millones.

En **Japón** los tipos tuvieron un comportamiento peor al del resto, en línea con las crecientes expectativas de una subida del BOJ y una política fiscal expansiva. La posible subida de tipos se ve apoyado por datos macro sólidos, con presiones inflacionarias elevadas y datos de actividad fuertes.

Además, la debilidad del yen también apoyó una reevaluación más hawkish del BOJ, dadas las preocupaciones sobre el tipo de cambio y los crecientes riesgos de inflación importada.

Los planes fiscales de Takaichi también implican que 11,7 billones de yenes se financiarán mediante emisión de bonos, lo que generó más presión al alza sobre los rendimientos.

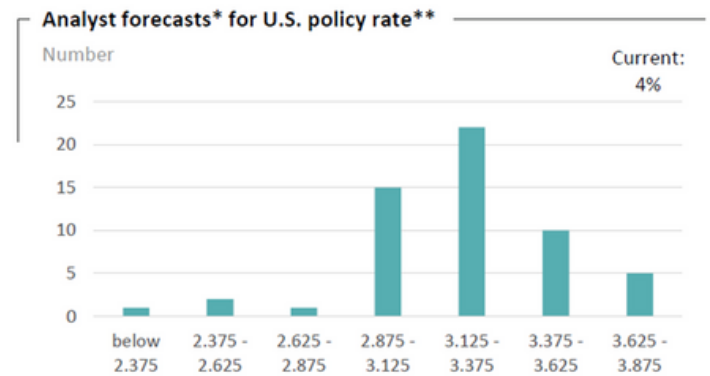
En **divisas**, el dólar después de la fortaleza de octubre, durante noviembre retomó la debilidad, con la caída de un 0,4% contra la cesta del DOLLAR INDEX.

La mayoría de las monedas de mercados desarrollados se apreciaron frente al dólar, con el euro subiendo un 0,5% en el mes.

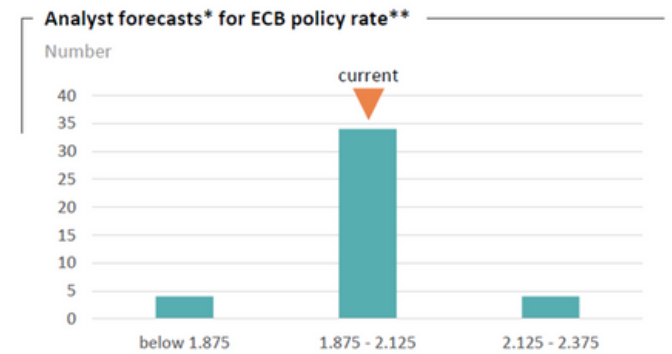
El movimiento del yen fue el más destacado, debilitándose un -1,4% en noviembre frente al USD, con la relajación fiscal como factor clave de este movimiento.

Aunque las acciones de mercados emergentes fueron más débiles en noviembre, principalmente por los movimientos de Tecnología/IA, las divisas cerraron el mes un 0,5% más arriba.

Pronósticos de analistas para los tipos oficiales americanos



Pronósticos de analistas para los tipos oficiales del BCE



Fuente: DWS/Bloomberg



¿Qué ha pasado
en los mercados?

Renta Variable

Rotación: De la fatiga en IA al resurgir de salud

El MSCI ACWI (-0,1%) bajó en noviembre, siendo el primer mes negativo desde marzo. Los mercados desarrollados (0,2%) lograron mantenerse ligeramente al alza, mientras que los emergentes (-2,5%) se quedaron rezagados, revirtiendo parte de la fortaleza mostrada este año. Latinoamérica destaca frente a la debilidad de los emergentes, con una subida superior al 5%, beneficiándose de la falta de exposición a IA/Tecnología, pero también por desarrollos políticos regionales como fueron las elecciones en Chile.

Las **acciones estadounidenses** han tenido un comportamiento mixto durante el mes de noviembre (S&P 500 +0,1%, Nasdaq -1,6%) que, ante todo, ha sido muy volátil, con las dudas respecto a la IA como protagonista. Tras un desempeño muy fuerte en el año, el sector de Tecnología retrocedió y fue el peor en EE. UU. en el mes.

El cansancio en torno a la IA lideró estas pérdidas, con preocupaciones sobre las que ya hemos hablado como la circularidad, la financiación (aumento de deuda) y las valoraciones elevadas llevando a algunos inversores a ventas generalizadas.

Aunque la temática repuntó hacia fin de mes, las cestas relacionadas con IA cerraron con pérdidas. El grupo de las 7 Magníficas también mostró debilidad, con NVIDIA lastrando al conjunto, a pesar de buenos resultados.

Todos estos movimientos se acentuaron por la caída en el sentimiento minorista que afectó a otras temáticas como el mundo Cripto y los Meme Stocks. Además, esto afectó a los sectores cíclicos que cayeron, mientras que los defensivos tuvieron muy buen desempeño. De hecho, el sector Salud (9,1%) fue el más destacado en noviembre, beneficiándose de valoraciones atractivas y mayor claridad sobre los aranceles.

Mientras, las **acciones europeas** subieron en noviembre, beneficiándose como en el caso de Latinoamérica de la falta de exposición a IA en medio de las caídas generalizadas de acciones del entorno de la IA. España y Suiza fueron los mejores desempeños en noviembre, beneficiándose en gran medida de la composición sectorial (España impulsada por Bancos y Suiza por salud y el acuerdo con EE.UU.).

Mientras tanto, Alemania fue el principal rezagado, por una combinación de datos macro débiles y bajo rendimiento de pesos pesados de su índice, como es el caso del sector de Defensa que cayó con fuerza ante las renovadas esperanzas de un alto el fuego entre Rusia y Ucrania.

Por sectores, en Europa, salud fue el mejor, en línea con EE. UU. y apoyado por la claridad arancelaria, seguido por Bancos que repuntaron notablemente en noviembre. Tecnología fue el peor sector, como en el resto del mundo, aunque su menor tamaño ayudó a amortiguar las pérdidas a nivel índice. Una situación política más estable en Francia ayudó a impulsar las ganancias en las acciones domésticas francesas y el lujo, haciendo que tuviesen notables avances en el mes. Las acciones del Reino Unido estuvieron prácticamente sin cambios en noviembre a pesar de un presupuesto positivo para el mercado y un BOE cada vez más dovish.

Las acciones asiáticas bajaron en noviembre con el peor desempeño desde octubre de 2024, y es que la venta masiva en IA impulsó la debilidad de los que hasta ahora habían sido los principales ganadores del año. Así tenemos que Corea, el mercado con mejor desempeño global en octubre, fue el peor en Asia en noviembre. A pesar del retroceso, Corea sigue siendo el mercado con mejor desempeño global en lo que va del año.

Los mercados chinos también bajaron en noviembre extendiendo la debilidad de octubre. Las acciones locales de China sufrieron aún más que el mes pasado debido a: 1) toma de beneficios al acercarse el fin de año, 2) creciente incertidumbre sobre recortes de tasas de la Fed, 3) datos de actividad de octubre que apuntan a una moderación del crecimiento económico interno, y 4) aumento de tensiones entre China y Japón.

Los retornos del índice fueron relativamente moderados, las tecnológicas mostraron debilidad, con algunas presentaciones de resultados decepcionantes.

La debilidad en IA llevó a una rotación hacia rezagados, como India y los mercados ASEAN cerrando el mes al alza, dado su limitada exposición a IA y su rezago relativo en el año. Aunque en el caso del mercado indio también se vio impulsado por un sólido crecimiento del PIB del 3T (8,2% interanual).

En Japón, las acciones estuvieron mixtas en noviembre con la venta en IA como causante de esta divergencia. Los semiconductores japoneses estuvieron entre los temáticos con peor desempeño, lo que pesó sobre el índice Nikkei. Mientras que los bancos japoneses apoyaron las ganancias del Topix, con el sector beneficiándose de mayores rendimientos y crecientes expectativas de una subida del BOJ, dado que las presiones inflacionarias siguen elevadas.

Peso del top 10 (negro) y peso del top 11-50 (azul) del índice S&P 500



Fuente: Bloomberg



¿Qué esperamos?

Nuestro posicionamiento

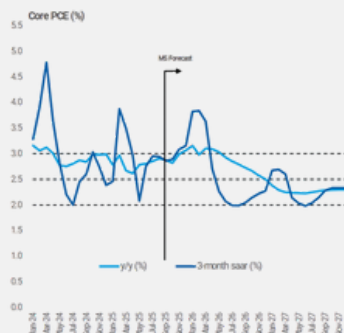
Crecimiento Económico

La digestión del impacto arancelario durará hasta mediados de 2026, cuando el estímulo fiscal empezaría a dar soporte, lo que esta provocando mejoras en las estimaciones del PIB para el próximo ejercicio. Aunque con estas mejoras todavía se mantienen por debajo del potencial. Por el lado europeo, el plan fiscal de Alemania se sigue viendo con riesgos de ejecución, pero se mantiene la visión de que implica un marco constructivo y mejoras en el sentimiento tanto de inversores como de empresas.

Inflación

Los breakeven de inflación se siguen manteniendo ligeramente por encima del 2% en EE.UU.. Las previsiones para 2026 muestran una primera parte del año con mayor presión al alza por el efecto base y una segunda parte de moderación en los datos de inflación.

Previsión de Morgan Stanley
del índice de precios
del gasto en consumo personal



Tipos de interés

En EE. UU. se sigue con detalle la publicación de datos para tratar de averiguar la decisión de la FED en su próxima reunión. Aunque la dirección está clara el mercado se debate entre una nueva bajada o esperar a continuarlas en 2026.

Mientras en Europa se mantiene la duda sobre una bajada de tipos adicional, los datos macro no ponen en precio la necesidad de bajar y una inflación que se percibe controlada permite al BCE mantener la calma.

Renta fija

Las primas de riesgo han tenido poco movimiento en noviembre, manteniéndose en el rango bajo de su serie histórica, por lo que no cambiamos nuestro posicionamiento a la espera de oportunidades en el crédito, que se mantiene mixto entre deuda pública y crédito de alta calidad europeo.

Renta Variable

Después de lo vivido en la temática de IA en las últimas semanas nos reafirmamos en que el momento invita a mucha diversificación. La concentración de los índices es un fenómeno que ha seguido aumentando durante el conjunto del año dejando la inversión en alguno de ellos como algo "cuasi temático".

En muchos casos nuestras carteras se han beneficiado con unos resultados extraordinarios, nuestra visión actual no nos invita a una bajada en el peso en renta variable, pero si a alejarnos algo de los índices o, siendo más exactos, alejarnos de lo más ponderado de los índices.

Viendo el enorme esfuerzo de inversión que están haciendo las grandes compañías tecnológicas, la complicación de las relaciones circulares entre proveedores y clientes (relación comercial, participaciones cruzadas, y concentración de clientes) y unos márgenes sobre las inversiones con visos de mantenerse negativos durante tiempo (la dificultad de monetizar las inversiones), creemos que hay que mantener algo de cautela ante el enorme optimismo que muestran las valoraciones.

Se requiere más claridad e información, para comprender la verdadera economía del ecosistema de IA y como se traduce en las cuentas de las compañías.

Posicionamiento

- **Renta fija:** preferencia por el segmento de alta calidad crediticia (IG) en euros en combinación con deuda pública Eurozona.
- **Renta variable:** neutrales, con alta diversificación geográfica y sesgo a compañías de calidad y modelos de negocio con resiliencia en los crecimientos de beneficios empresariales.
- **Coberturas:** Oro

Cartera Modelo Equilibrada

Categoría	BMK	oct.-25	Var. Mensual
Monetarios	0,00%	1,50%	0,00%
Monetario	0%	2%	0%
Deuda Pública	35,00%	20,00%	0,00%
Renta Fija IG	12,50%	23,45%	0,00%
RF Emergentes	0,00%	0,00%	0,00%
High Yield	2,50%	5,05%	0,00%
Renta Fija	50%	49%	0%
RV Europa	15,00%	16,25%	0,00%
RV EEUU	25,00%	24,85%	0,00%
RV Emergentes	7,50%	8,90%	0,00%
RV Japón	2,50%	0,00%	0,00%
Renta Variable	50%	50%	0%
Gestión Alternativa	0,00%	0,00%	0,00%
Total	100%	100%	0%