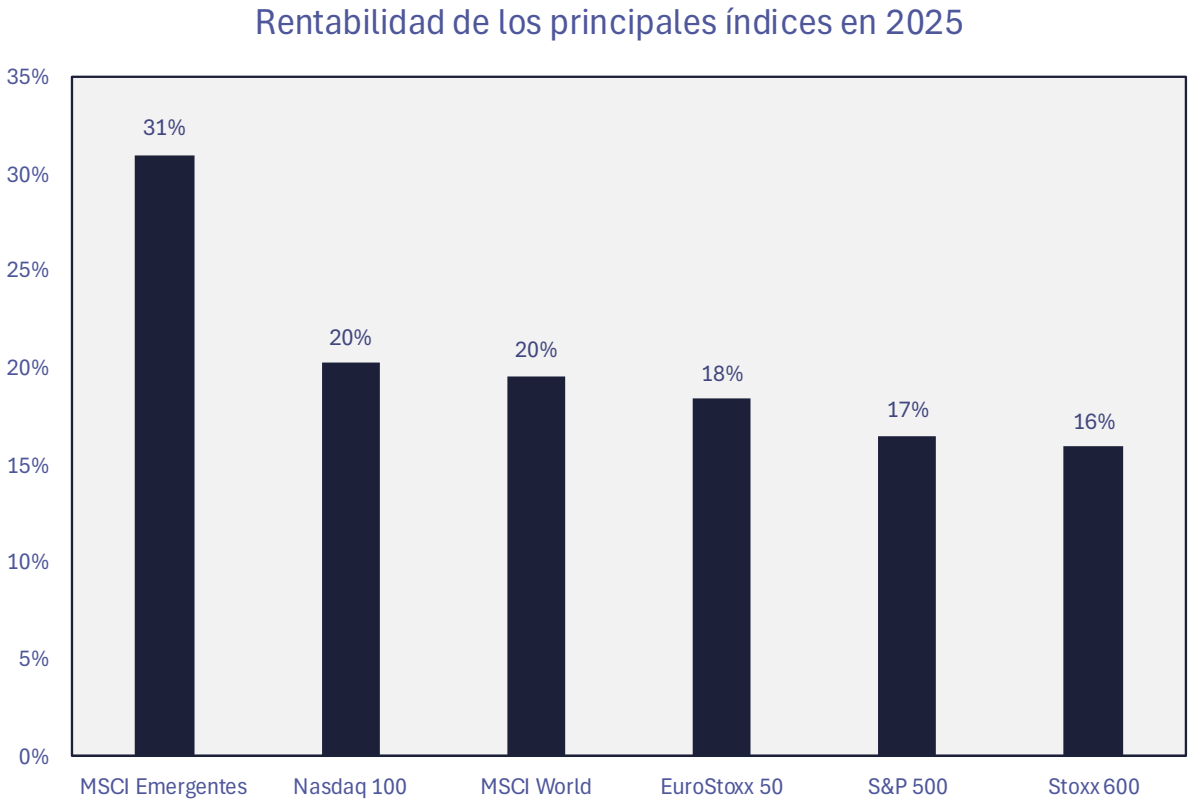
CARTA TRIMESTRAL 4T2025

GSM&B Agencia de Valores

Dejamos atrás un nuevo año y, pese a todo lo ocurrido durante los últimos 12 meses, lo cerramos con subidas generalizadas en las bolsas:



Para quienes no hayan podido leer las cartas anteriores, creemos oportuno hacer un breve repaso de los principales acontecimientos del año.

Inteligencia artificial, política y ciclo de mercado

El primer trimestre comenzó bien, con vientos de cola en el sector tecnológico gracias a la mejora de los modelos de inteligencia artificial. Estos avances podrían traducirse en un aumento de productividad sin precedentes, lo que explica el fuerte impulso inversor hacia las infraestructuras necesarias para sostener su desarrollo.

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

De hecho, empezaron a cerrarse acuerdos que comprometían **billones de dólares** en inversiones centradas en centros de datos, semiconductores, energía y sistemas de refrigeración, con el objetivo de mantener el ritmo de mejora de estos modelos.

Todo ello llevó a que Estados Unidos superara con creces a Europa en comportamiento bursátil, impulsado por el tirón de las tecnológicas. Sin embargo, llegó el segundo trimestre y, con él, el famoso **"día de la liberación"**: Donald Trump anunció una subida arancelaria generalizada a todos los países, lo que provocó un terremoto en los mercados financieros.

Se temían represalias y una escalada adicional en unas tensiones comerciales ya elevadas. Por suerte, no se materializó un choque mayor y, con el tiempo, la volatilidad fue disminuyendo y la estabilidad regresó a los mercados.

El tercer trimestre estuvo marcado por una recuperación clara y un proceso de reequilibrio. A la mayor estabilidad geopolítica se sumó el cierre de nuevos acuerdos multimillonarios en el sector tecnológico para construir infraestructuras enfocadas al entrenamiento de modelos de IA.

Expectativas, productividad y dudas sobre la rentabilidad de la IA

La atención volvió a la carrera por desarrollar la **IAG (Inteligencia Artificial General)**. Si lo comparamos con la alquimia, la IAG sería la **Piedra Filosofal**: una IA capaz de superar a cualquier persona en cualquier ámbito. Si eso ocurriera, el mundo cambiaría.

Aquí surgió un nuevo debate. Para algunos, la IAG sería una posible solución a varios problemas actuales: el aumento de productividad podría aliviar

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

cuestiones estructurales como la deuda, el estancamiento económico o la desigualdad de riqueza.

Para otros, el efecto sería el contrario: la IA desplazaría a muchos trabajadores, reduciendo su acceso a ingresos y agravando las desigualdades entre los propietarios de estos modelos y el resto de la población.

Pero antes de llegar a ese escenario, aparecieron dudas más inmediatas. En el último trimestre empezó a cuestionarse la **capacidad real de monetizar** toda esta inversión con una rentabilidad suficiente. No se discutía el potencial transformador; se discutía si sería fácil **ganar dinero** con ello en el plazo esperado.

Muchos analistas comparan este proceso con la revolución del ferrocarril. Aquella tecnología redujo radicalmente los costes de transporte, integró mercados regionales en mercados nacionales e hizo viables industrias enteras (acero, carbón, etc.). También impulsó la manufactura: al abaratar el transporte, los mercados crecieron y las empresas pudieron escalar con rapidez.

Para lograrlo, se requirieron enormes inversiones iniciales. Se desató una carrera por construir infraestructuras bajo la expectativa de que el primero se llevaría una gran parte del pastel.

El resultado, sin embargo, fue una **sobreconstrucción**: muchas líneas no eran necesarias y cayeron en desuso. Además, la competencia hundió los precios y, con ellos, los márgenes. Paradójicamente, aquello acabó en quiebras y crisis financiera, pero **dentro** de la propia revolución. A la economía en general, el ferrocarril le vino bien; el problema estuvo en la monetización de las inversiones y en la sobreestimación de la rapidez con la que impactarían en la economía real.

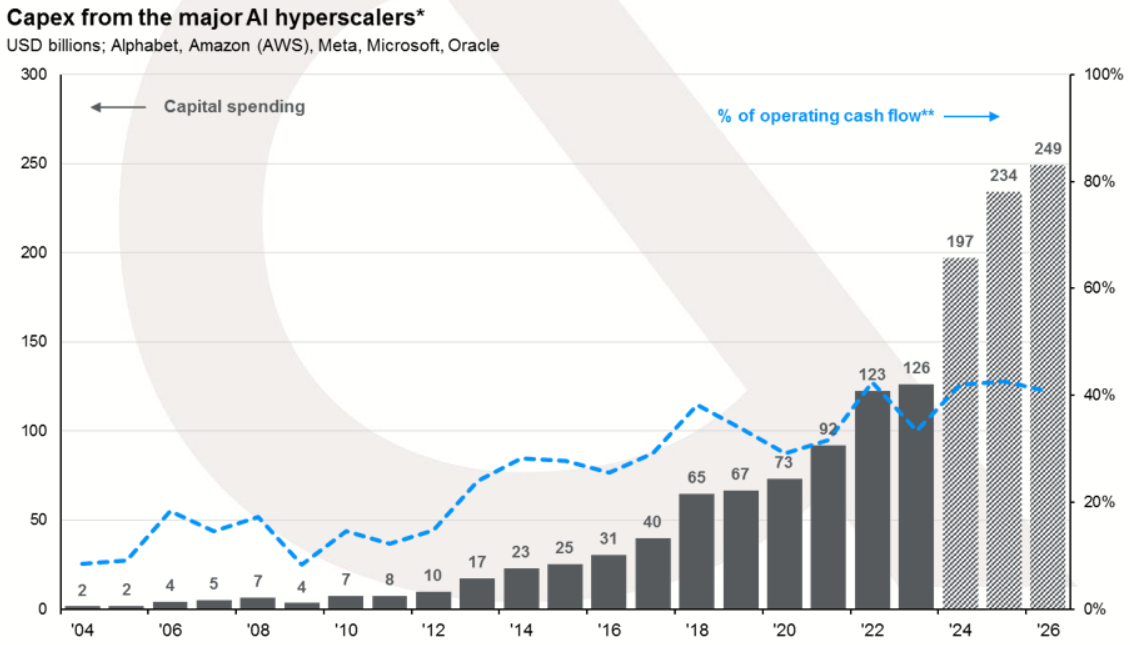
Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

Y, aun así, tuvieron que pasar décadas para que el ferrocarril quedara plenamente integrado: cambios de hábitos, reorganización empresarial, transformaciones logísticas, ajustes legales y regulatorios, nuevos oficios...

Es probable que ya estés viendo similitudes con lo que podría venir con la IA. Por ahora, el camino se parece mucho:

- Inversión masiva en centros de datos, chips y energía.
- Expectativas de transformación transversal en todos los sectores.
- Carrera por ser el primero en alcanzar la IAG.

Lo que muchos temen es que el siguiente paso también se parezca: **sobreinversión**, **sobreoferta**, caída de márgenes y un despliegue real que tarde años (o décadas). Son dudas razonables.



¿Estamos en una burbuja?

Algunos asumen que, si las expectativas son altas y existen dudas sensatas sobre la monetización, entonces necesariamente estamos en una burbuja. No

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

tiene por qué. Es cierto que en todas las burbujas hay exceso de inversión y expectativas desmedidas, pero no siempre que haya exceso de inversión y expectativas estamos ante una burbuja.

Todo depende de **hasta dónde** lleguemos con esos excesos. Los ejemplos clásicos son la burbuja **.com** y la burbuja de las hipotecas **subprime**. En ambos casos hubo sobreinversión y expectativas demasiado optimistas.

En la burbuja .com, se invertía en casi cualquier empresa "de internet", incluso sin ingresos. Bastaba una idea y una presentación atractiva para salir a bolsa. La expectativa era que internet lo cambiaría todo (y lo cambió, pero bastante más tarde, como ocurrió con el ferrocarril).

Con las hipotecas subprime ocurrió algo parecido, pero desde la banca: se concedían hipotecas de forma masiva, se empaquetaban y se vendían como activos "seguros". La expectativa era que siempre se podría pagar o, al menos, que no fallarían muchos a la vez.

Por ahora, es cierto que hay compromisos de inversión, pero siguen siendo eso: **compromisos**. Y si miramos cómo se pretenden financiar, aparece un matiz importante.

En realidad, muchas inversiones no se dirigen "a modelos de IA" de forma directa, sino a **infraestructura** que permitirá, más adelante, entrenar modelos: centros de datos, semiconductores, redes eléctricas, refrigeración, etc. Es una diferencia sutil, pero clave: son acuerdos que requieren tiempo para ejecutarse.

Lo habitual sería financiarlo mediante participación en el capital (equity) o préstamos: invierto en la empresa que construye el centro de datos o le presto dinero y cobro un interés. Sin embargo, en varios casos se trata de acuerdos cruzados del tipo "tú me compras y yo te compro". El ejemplo más llamativo: el acuerdo de **Oracle con OpenAI**.

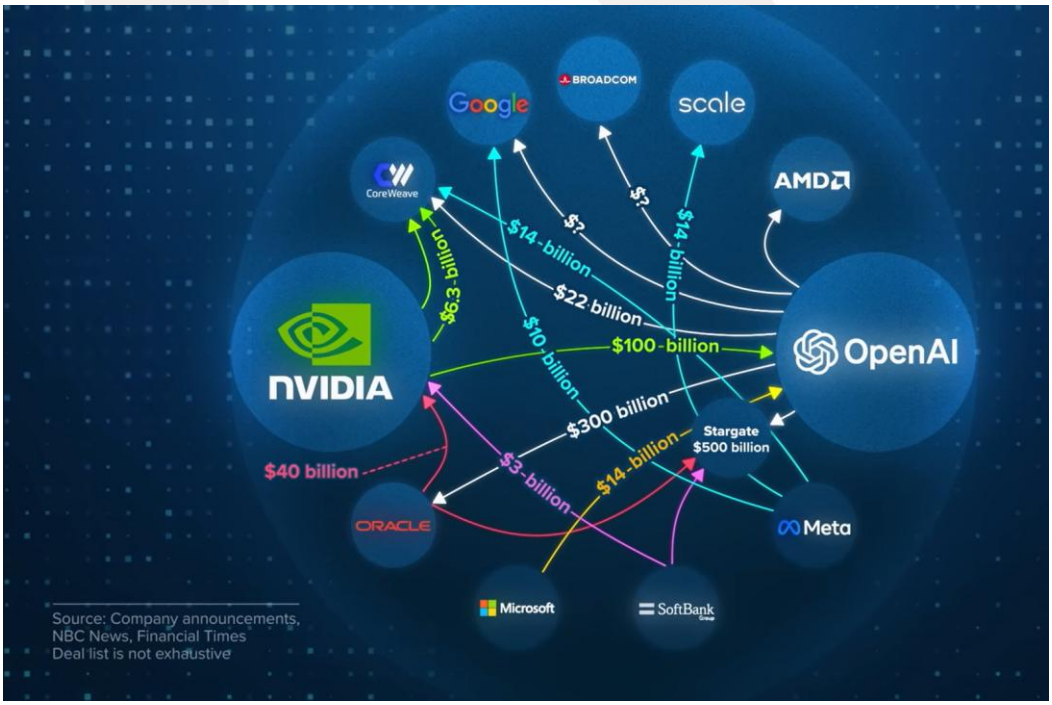
Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

Se estima que se han comprometido **300.000 millones de dólares** de inversión durante los próximos cinco años. ¿Significa eso que se desembolsarán 300.000 millones sí o sí? Sí, **si todo sale bien**.

El acuerdo consiste en que OpenAI gastaría esa cantidad en servidores que Oracle pondría en marcha para entrenar modelos. Esto depende de que Oracle construya los centros de datos y de que OpenAI pueda ejecutar ese gasto. En otras palabras: OpenAI está pidiendo a un proveedor que aumente su capacidad porque la necesitará. A su vez, Oracle buscará financiación, y serán sus financiadores quienes hagan el desembolso real (vía equity o deuda).

No estamos necesariamente ante una inversión descontrolada y ciega; estamos ante acuerdos entre clientes y proveedores que comprometen gasto futuro. Además, que el mercado ya esté reconociendo los riesgos de rentabilización —y, por tanto, ajustando expectativas— reduce la probabilidad de un comportamiento típicamente "de burbuja".

Puedes saber más sobre cómo se están financiando estos acuerdos haciendo click aquí.



Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

Inflación, empleo y política monetaria

En paralelo, aunque durante 2025 el tema haya sonado menos, la inflación siguió cediendo durante el último trimestre de 2025.

No solo se moderaron los precios, sino que lo hicieron incluso a pesar del efecto de los aranceles, lo que sugiere que la inflación "subyacente" al shock arancelario podría ser menor de lo que reflejan algunos datos agregados.

Diversas entidades públicas y bancos han estimado cuál podría ser la inflación en Estados Unidos excluyendo el efecto de los aranceles. El consenso parecía apuntar a un entorno cercano al 2 %, el objetivo de la Fed.

A su vez, el empleo fue deteriorándose, abriendo la puerta a que la Fed pudiera relajar condiciones crediticias e incentivar la economía. Esto apoyó a los mercados y compensó parte de las preocupaciones durante gran parte del trimestre.

Sin embargo, llegaron jarros de agua fría desde Oracle, junto con el temor de que la Fed no bajara tipos en su reunión de diciembre. El mercado vivió varias semanas de corrección: el Nasdaq todavía no se había recuperado del todo y el S&P 500 lo hizo de forma tímida.

En su presentación de resultados del tercer trimestre de 2025, Oracle mostró un crecimiento inferior al esperado y, sobre todo, un aumento de capex muy por encima de lo que descontaban los analistas. En el informe reconoció dificultades para conseguir recursos con los que cumplir compromisos de inversión.

La falta de materiales y mano de obra fueron factores clave, encareciendo y retrasando planes. El mercado interpretó el mensaje con dureza: quizá se había sobreestimado lo fácil que sería ejecutar (y rentabilizar) estos proyectos.

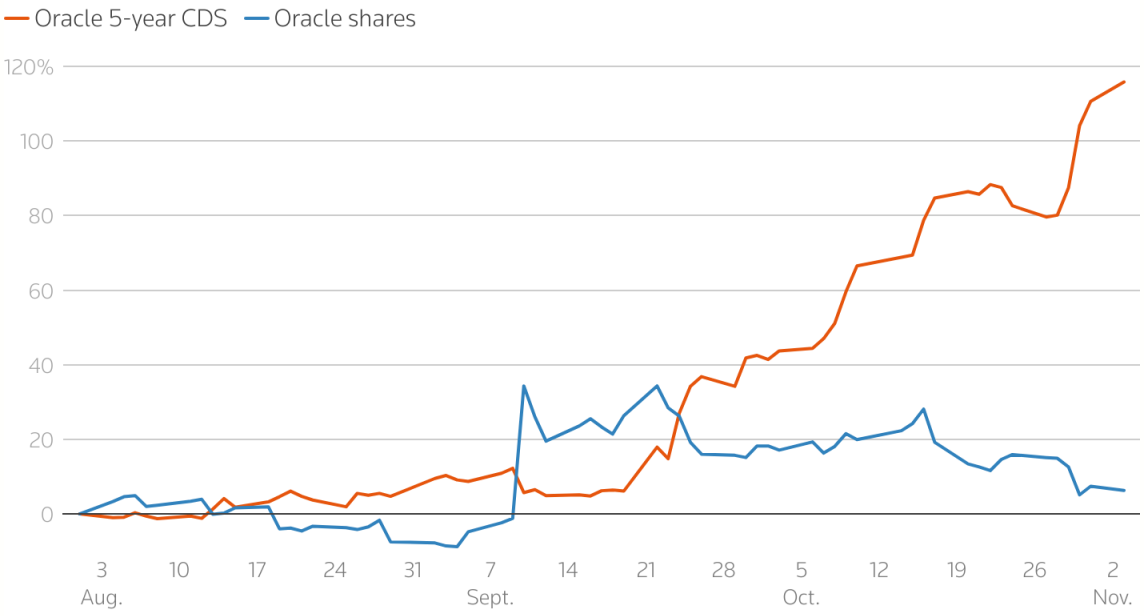
Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

Poco después llegó otro golpe: **Blue Owl Capital**, uno de los socios y financiadores previstos para uno de los centros de datos principales, retiró su compromiso. Se trataba del centro de datos de Michigan, cuyo coste se estimaba en torno a **10.000 millones de dólares**.

La noticia la publicó el **Financial Times**. Las acciones de Oracle volvieron a caer. Oracle intentó contener el daño anunciando que había encontrado otro financiador, pero el mercado no terminó de creerlo. Desde los máximos de septiembre, la acción llegó a caer más de un **40 %**.

An Oracle for AI

The rally in Oracle shares has cooled as the company takes on debt to fund its AI activities, which is unsettling investors



Note: Performance in percentage terms of Oracle shares and 5-year CDS rebased to August 1

Source: LSEG/Reuters - Amanda Cooper, November 3, 2025

Esto coincidió con el repunte del temor a que la Fed no bajara tipos en diciembre. Ese temor aumentó cuando la inflación dejó de caer al ritmo deseado: la inflación general seguía moderándose, pero la subyacente (la más relevante) se estancó. Además, al inicio del trimestre, los datos de empleo sorprendieron al alza. Con empleo fuerte e inflación subyacente estancada, el mercado empezó a apostar por una Fed más restrictiva.

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

Cada uno de estos factores ya inquieta por separado; juntos implican algo más: no solo se cuestiona la rentabilidad de los proyectos, sino su sostenibilidad financiera si el coste del capital se mantiene alto.

Esto ayuda a explicar las caídas de noviembre en EE. UU.: el Nasdaq y el S&P 500 retrocedieron alrededor de un 10 % y un 5 %, respectivamente, desde máximos.

En Europa se vio un arrastre más moderado, con caídas cercanas al 3 %. El "salvavidas" llegó una semana antes de terminar noviembre, cuando Williams, uno de los miembros más influyentes de la Fed, dejó entrever que una bajada de tipos era plausible en diciembre. Eso alivió parte del miedo, aunque persistía la preocupación por la rentabilidad y la ejecución de compromisos de inversión vinculados a la IA.

Finalmente, diciembre quedó marcado por la decisión de la Fed, que bajó tipos una vez más, como se había insinuado. El tono del comunicado y del discurso fue razonablemente constructivo: reconocía la tendencia favorable de la inflación y mostraba cierta preocupación por el empleo. Aun así, el mercado siguió condicionado por el comportamiento de algunas tecnológicas.

En conjunto, el trimestre acabó siendo positivo, especialmente en Europa: el S&P 500 y el Nasdaq subieron aproximadamente un 2,35 % y un 2,31 %, mientras que el Stoxx 600 subió cerca de un 6 %.

Mercados como sistemas complejos adaptativos

Una vez más, quedó patente que los mercados son sistemas complejos adaptativos. Ya hablamos de ello en un informe anterior, pero aquí va un recordatorio breve: son sistemas formados por muchas partes que interactúan

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

entre sí y que, sin un "director" central, aprenden, se adaptan y generan comportamientos emergentes.

Ejemplos cotidianos: colonias de hormigas, bandadas de pájaros, el tráfico... y, en nuestro caso, los mercados financieros.

Lo complejo (y caótico) surge de las interacciones mutuas entre los agentes del sistema y su entorno. Por eso la teoría de los mercados eficientes ganó popularidad: si la información se incorpora a los precios, "batir al mercado" sería, en promedio, muy difícil. Esto impulsó la gestión pasiva y transformó la industria.

Pero la pregunta es: si los mercados son adaptativos, ¿la mejor respuesta es siempre indexarse?

Para responder, hay un libro especialmente útil: *Adaptive Markets*, de Andrew W. Lo, economista y profesor del MIT, con una trayectoria que combina

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

academia y asesoramiento profesional (fondos, reguladores y family offices). Esa mezcla hace que su marco sea práctico, no solo teórico.

Lo defiende que los mercados pueden ser eficientes sin que eso implique que no existan oportunidades. La eficiencia describe cómo la información disponible se refleja en los precios. Sin embargo, en sistemas adaptativos no hay ventajas permanentes: una ventaja atrae capital, se satura y tiende a desaparecer.

Un ejemplo actual es el sector tecnológico vinculado a la IA: cotiza con valoraciones elevadas por expectativas muy altas. Esto no sucede de golpe. A medida que la IA demuestra capacidad de generar retornos, entra capital, suben las valoraciones y se reduce la rentabilidad esperada futura. Hoy, aunque el potencial sea real, el precio que se paga puede hacer que el retorno no sea tan atractivo.

Otra idea clave: el riesgo no es constante. No es lo mismo invertir en renta variable con un P/E medio de 100x que con 10x; tampoco es igual hacerlo cuando se aproxima una crisis que cuando se consolida una recuperación. El riesgo cambia con las condiciones económicas, de mercado, de liquidez, con las preferencias del inversor y con la política, entre otros factores. Por eso, "no hacer nada" (más allá de indexarse) no siempre es la respuesta más inteligente.

De hecho, Lo sostiene que es más importante gestionar el riesgo que intentar acertar el timing. Puede que no podamos hacer timing de forma consistente, pero sí podemos llevar una gestión del riesgo dinámica, acorde al entorno.

Y es que el comportamiento humano es estructural: miedo, codicia e imitación no desaparecen. Por eso siempre han existido burbujas y siempre existirán; por eso surgen oportunidades fruto del miedo que, con el tiempo, revierten; y por eso existen tendencias.

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

Nuestra metodología de inversión

Por todo esto, nuestra metodología se basa en **adaptarnos** al entorno: condiciones, riesgos y oportunidades. No buscamos "tener razón"; buscamos estar invertidos de forma adecuada. Para ello no necesitamos predecir, sino evaluar bien la situación.

¿Cómo evaluamos la situación?

Medimos, principalmente, dos riesgos:

- **Riesgo de crédito:** riesgo de pagar hoy un precio por un activo basado en expectativas de flujos de caja futuros. Está ligado a valoraciones y al riesgo económico de que esas expectativas se cumplan.
    - En **renta variable**, este riesgo existe por definición; lo mitigamos con mayor peso en sectores defensivos y ajustando la exposición total.
    - En **renta fija**, lo asumimos al invertir en **high yield** y lo reducimos con **investment grade** o deuda pública.
- **Riesgo de duración:** riesgo de comprometer capital a plazos largos, relacionado con liquidez y expectativas de inflación.
    - En **renta variable**, se asocia más a empresas de **crecimiento**; si queremos reducirlo, aumentamos el sesgo hacia **value**.
    - En **renta fija**, se calibra con la combinación entre bonos de **corto** y **largo** plazo.

Para gestionar estos riesgos, seguimos de forma constante los factores que los afectan. Así reducimos la dependencia de opiniones y sesgos: miramos la situación desde distintos ángulos y tratamos de definirla con la mayor precisión

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

posible. Con esa fotografía, ajustamos la cartera para que quede bien adaptada.

Esto implica que habrá periodos con más rotación y otros con pocos cambios: depende de cómo evolucionen las circunstancias.

Posicionamiento actual de las carteras

Hoy pensamos que no conviene asumir mucho **riesgo de duración** en renta fija en euros. La inflación está baja, pero su tendencia no es del todo clara. La curva de tipos está en niveles neutrales: no parece "barato" comprar duración (aunque tampoco especialmente caro). El punto más negativo es la tendencia de los tipos a largo plazo, que sigue al alza. Por ello, preferimos mantener exposición a **corto plazo** en renta fija en euros.

Seguimos apostando por **high yield**, aunque los spreads estén bajos, por dos motivos: crecimiento con tendencia alcista (lenta, pero alcista) y spreads que, pese a estar comprimidos, continúan estrechándose. El punto débil es precisamente ese nivel bajo de spreads. Por eso, si el crecimiento deja de acelerarse o los spreads dejan de comprimirse, pasaríamos a una postura neutral.

En renta variable seguimos siendo positivos, con sesgo hacia **value europeo**. Regionalmente, estamos sobreexpuestos a Europa porque las valoraciones son más bajas y el crecimiento parece acelerarse más en Europa que en Estados Unidos. Durante los dos últimos años, Estados Unidos crecía mientras Europa estaba lastrada por la crisis energética y los riesgos geopolíticos derivados de la guerra en Ucrania. Ahora esa dinámica empieza a cambiar: Estados Unidos se muestra más estancado y Europa acelera poco a poco.

Por ahora, la renta variable estadounidense ha rendido mejor que la europea, principalmente por el buen comportamiento de la tecnología. Y precisamente esa exposición tecnológica es una de las que queremos reducir.

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

En general, pensamos que la renta variable cotiza por encima de sus medias históricas. Eso favorece, en términos relativos, el sesgo value frente al crecimiento. En Europa, con tipos al alza y mejor comportamiento del value, estamos claramente sobreponderados en value. En Estados Unidos mantenemos una postura neutral: las valoraciones son elevadas y la inflación repunta por los aranceles, pero los tipos muestran una tendencia ligeramente bajista y el crecimiento se comporta mejor que el value.

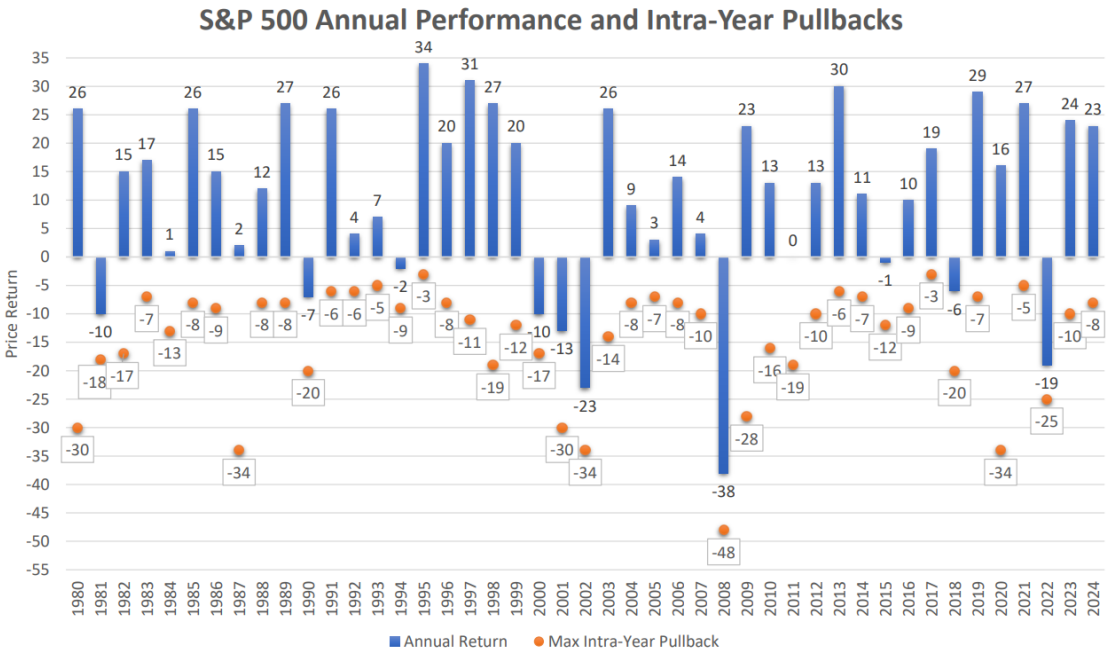
Esta es nuestra lectura del entorno hoy. Puede cambiar el mes que viene por movimientos de mercado o por eventos económicos y geopolíticos. No sabemos qué pasará ni cuándo, pero sí sabemos cómo invertir en función de cómo estén las cosas.

Esto no significa ignorar las nubes en el horizonte. Significa llevar paraguas "por si acaso", pero no abrirlo solo por ver nubes a lo lejos: esperamos a ver si se acercan y si traen lluvia.

Hoy esas nubes podrían venir en forma de Venezuela, Irán o la Fed; y quizá China, Rusia (de nuevo) u otros factores que aún no anticipamos.

Muchas de estas situaciones acabarán materializándose y provocarán caídas. Desde 1980, la caída interanual media ha sido del **14 %**, mientras que la rentabilidad promedio supera el **10 %** anual. Incluso en años con rentabilidades superiores al 20 % (como 1998 o 2009) se vieron caídas interanuales del **-19 %** y **-28 %**, para terminar, cerrando el año con subidas del **27 %** y **23 %**, respectivamente.

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203



Invertir a largo plazo: disciplina y acompañamiento

La renta variable es volátil y, por eso, se considera un activo agresivo. Sin embargo, para muchos es "arriesgado" precisamente por esa volatilidad, algo que no compartimos del todo.

La renta variable está pensada para horizontes largos. Si vas a invertir a más de 10 años, puedes destinar un porcentaje importante a renta variable. Si tu horizonte es de solo 3 años, la renta variable no debería superar el 20 %, independientemente de tu aversión al riesgo.

No se trata solo de cuánto riesgo "quieres" asumir, sino de cuánto riesgo **conviene** asumir, y eso lo determinan tu situación financiera, tu horizonte temporal y tus conocimientos.

Esto también aplica a quien asume menos riesgo del recomendable por miedo. No es cómodo invertir en renta variable y ver que, de media, cada año puede

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203

haber un susto del -14 %. Para muchos, “solo” un 10 % anual de rentabilidad media no compensa el estrés.

Tampoco es cómodo llevar dieta e ir al gimnasio, pero si quieres mantenerte en forma no hay atajos. Invertir a largo plazo también exige sacrificios. Igual que no escuchamos a ese “demonio” que nos dice que hoy mejor nos quedamos en casa viendo una película y comiendo palomitas, tampoco deberíamos escuchar al que nos susurra: “se va a acabar el mundo, hay que venderlo todo”.

Ese demonio es el mismo de siempre: nuestro lado más emocional. La vida hace tiempo que dejó de ser tan emocional como nuestro cerebro cree; es momento de ser racional.

Y si no te resulta fácil acallarlo, llámanos: para eso estamos. No solo te ayudamos a elegir el camino para alcanzar tus objetivos; te acompañamos en el recorrido y te dejamos en la puerta de cada uno de ellos.

Inscrito en el Registro Mercantil de Alicante, Tomo 3476, Folio 158, Hoja nº A-122708, Inscripción 1 C.I.F. A-54509203