

Asignación de activos Mosaïque

Octubre 2025

ASPECTOS FUNDAMENTALES

- El crecimiento continúa, lo que sugiere que la inflación es un riesgo mayor que la deflación.
- Los mercados bursátiles parecen estar descontando muchas buenas noticias
- Solo realizamos cambios marginales en la cartera, manteniéndonos cerca del índice de referencia

Panorama macroeconómico

El riesgo político se vuelve más local

Las iniciativas Donald Trump parecen haber perdido impulso, y los altos el fuego en Ucrania y Oriente Medio siguen siendo difíciles de alcanzar. En el caso del primero, la posibilidad de una escalada puede incluso haber aumentado ligeramente tras las recientes violaciones del espacio aéreo. No obstante, los costes de la energía y el transporte marítimo siguen sin verse afectados en gran medida, con los precios reales del petróleo firmemente por debajo de la tendencia, y los mercados financieros se muestran impasibles.

Una fuente adicional de incertidumbre, pero que hasta ahora tampoco ha afectado a los mercados, son las dificultades fiscales a las que se enfrentan Francia y el Reino Unido, donde la autoridad política se ha visto erosionada por los recientes acontecimientos.

El riesgo arancelario puede haber alcanzado su punto álgido

Tras la agitación de principios de año, afortunadamente las noticias sobre aranceles han sido relativamente escasas. Podemos estar seguros de que continúan las negociaciones entre Estados Unidos, por un lado, y China y Suiza, por otro. Con los acuerdos alcanzados con la UE, Japón y el Reino Unido, empieza a parecer que se puede evitar el peor de los escenarios. Seguimos pensando que los aranceles podrían estabilizarse en niveles lo suficientemente altos como para mermar la rentabilidad y el crecimiento, lo que supondría un freno para la actividad empresarial, pero sin provocar una recesión económica más dramática. Por supuesto, nada puede darse por sentado con la actual Administración estadounidense.

Las economías siguen mostrando resistencia...

Los datos del mercado laboral estadounidense apuntan a una cierta desaceleración del crecimiento y a una revisión a la baja de los niveles de empleo. Sin embargo, se trata de indicadores rezagados, no adelantados, y otros datos, como las ventas minoristas, se han mostrado más sólidos, al igual que los datos más prospectivos, como las diversas encuestas empresariales. Las economías europeas también parecen seguir mostrando resistencia ante el aumento de los aranceles estadounidenses y todas las incertidumbres asociadas, aunque las tasas de crecimiento aquí son mucho más moderadas que las de Estados Unidos. Quizás el caso más destacado del último mes haya sido el de China, cuyos datos económicos en su mayoría han estado por debajo de las expectativas, aunque, por supuesto, las tasas de crecimiento son (incluso en la actualidad) mucho más altas que en Occidente.

En general, el panorama sigue siendo el mismo: ni el comercio mundial ni los indicadores más amplios de la actividad económica han mostrado aún el tipo de retroceso significativo que muchos temían a principios de año.

... pero la inflación sigue siendo persistente

Esta resiliencia económica, más que los aranceles en sí mismos (que aún no se han reflejado de manera significativa en los IPC publicados), probablemente explique por qué la inflación subyacente se mantiene «rígida» por encima de los niveles objetivo en Estados Unidos, la zona euro y el Reino Unido (la inflación suiza se comporta mejor, como es habitual). El bajo nivel de desempleo —a pesar de la ralentización del crecimiento del empleo en EE. UU. señalada anteriormente— sigue respaldando los salarios reales, lo que a su vez mantiene la inflación del sector servicios, en particular, en niveles incómodamente altos.

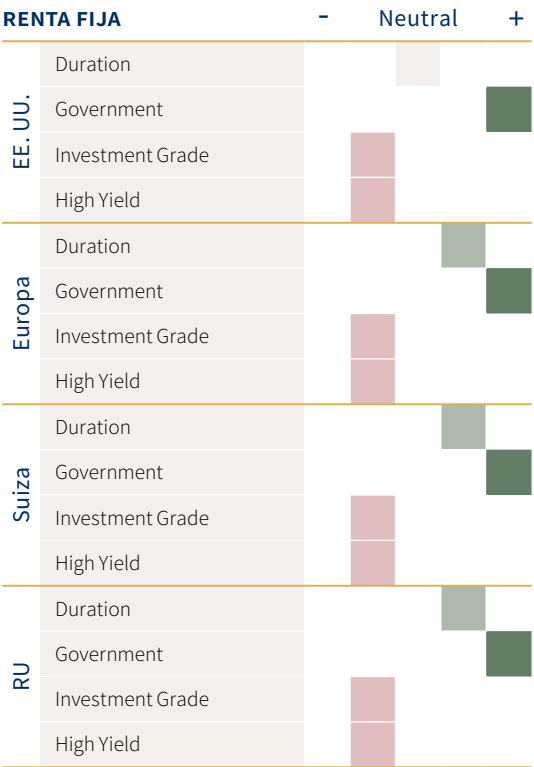
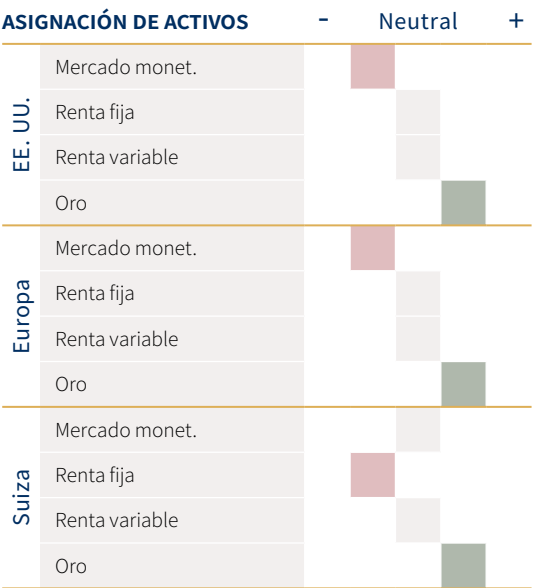
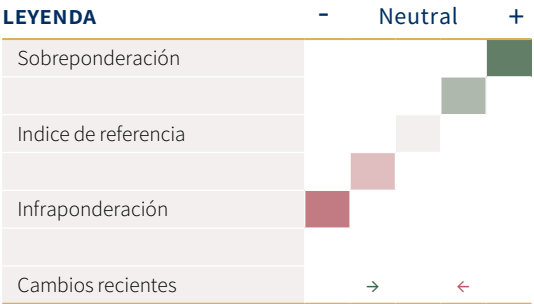
... lo que sugiere un margen limitado para nuevas bajadas de los tipos de interés

En el momento de redactar este informe, los tipos de interés oficiales de EE. UU. parecen estar a punto de bajar por primera vez desde diciembre, y los mercados monetarios esperan ahora una nueva caída significativa en los próximos doce meses. Seguimos dudando de que sea necesario o probable un nuevo descenso tan importante de los tipos de interés estadounidenses. Aquí en Europa también, aunque el crecimiento es más débil, parece que los tipos de interés podrían estar cerca de tocar fondo.

Mientras tanto, los precios de las acciones han alcanzado nuevos máximos

Las últimas noticias sobre los beneficios han sido mejores de lo esperado, especialmente en EE. UU., pero no hacen que el mercado bursátil parezca menos caro: los precios ya han subido más. No era barato a principios de año y solo ha parecido significativamente más caro una vez antes, en 2000. Las empresas que lideran el mercado tienen modelos de negocio, flujos de caja y balances más sólidos que entonces, pero se aprecia cada vez más cierta espuma en torno al tema de la inteligencia artificial. El contexto económico es, sin duda, más favorable de lo que muchos temían, pero a estos niveles, y con menos margen para que bajen los tipos de interés, creemos que es necesario actuar con cierta cautela.

Resumen de la asignación de activos (i)



La convicción sigue siendo menor de lo habitual

Una vez más, este mes, la combinación de las elevadas valoraciones bursátiles con una inflación persistente, junto con los riesgos relacionados con los aranceles, nos mantiene neutrales con respecto a las acciones y los bonos. Esto nos deja en una buena posición para responder a los cambios de circunstancias en cualquier dirección. La excepción sigue siendo de carácter local y técnico: en las carteras en francos suizos, consideramos que la relación riesgo/rentabilidad de la renta fija es muy desigual y preferimos la liquidez a los bonos, incluso con los tipos de interés al borde de territorio negativo.

El oro es la opción preferida

El mes pasado pasamos a una posición sobreponderada en oro, reduciendo el efectivo a una posición infraponderada. Incluso después de sus nuevos máximos, seguimos pensando que el precio puede seguir subiendo: la inflación parece haber tocado fondo, los tipos de interés estadounidenses están a punto de bajar (al menos por ahora), el dólar sigue débil y la credibilidad monetaria se ha visto cuestionada por el intento público del presidente Trump de intimidar a la Reserva Federal.

Renta fija: seguimos prefiriendo la duración europea y la alta calidad

Seguimos prefiriendo los bonos a más largo plazo en las carteras denominadas en euros, francos y libras, aunque últimamente esto nos haya perjudicado un poco: las divisas se mantienen firmes y las economías son más frágiles. En las carteras denominadas en dólares, redujimos la duración a neutral en mayo y, tras el reciente repunte, los bonos del Tesoro parecen estar plenamente valorados. También seguimos prefiriendo los bonos del Estado al crédito, a pesar de la política fiscal más laxa. Los diferenciales de crédito se mantienen cerca de los mínimos posteriores a la década de 2000, y tanto los grados de inversión como los especulativos parecen caros, incluso con pocos contratiempos corporativos.

Resumen de la asignación de activos (ii)

RENTA VARIABLE		-	Neutral	+
Regiones	Norteamérica			
	Europa continental			
	Reino Unido			
	Suiza			
	Japón			
	Pacífico, ex. Japón			
	ME, ex. Asia			
	ME, Asia			
Sectores de los mercados desarrollados	Energía			
	Materiales			
	Industria			
	Suministros			
	Consumo discr.		→	
	Consumo básico			←
	Comunicaciones			
	Atención sanitaria			
	Tecnología			
	Finanzas			
	Sector inmov.			

Renta variable: seguimos esperando una rotación más amplia

Nuestras posiciones en renta variable regional también se mantienen en el nivel de referencia. En marzo redujimos nuestra sobreponderación en EE. UU. a un nivel neutral, pero consideramos que una infraponderación sería prematura y, en los últimos meses, el rendimiento relativo del mercado estadounidense se ha estabilizado. Puede que Europa esté dispuesta a gastar mucho más en defensa, pero la rentabilidad de las empresas sigue siendo menor, el riesgo cambiario es un obstáculo y, hasta ahora, el crecimiento interno sigue siendo mediocre. Europa también tiene relativamente pocas acciones tecnológicas, que siguen liderando los mercados.

A nivel sectorial, estamos cerrando una de nuestras pocas posiciones activas. La sobreponderación en bienes de consumo básico ha perjudicado el rendimiento, ya que los valores defensivos han dejado de ser favoritos, a pesar de todo el ruido de fondo y el riesgo. Estamos cerrando esa posición y, al mismo tiempo, cerrando una infraponderación en consumo discrecional, un sector más convencionalmente cíclico cuyos grandes nombres idiosincrásicos pueden ser un poco menos volátiles últimamente. En términos netos, esto añade un pequeño riesgo económico a las carteras, pero también las deja (aún) más cerca del índice de referencia, lo que no es inapropiado en un momento en el que nuestra convicción macroeconómica es menor de lo habitual. Mientras tanto, mantenemos la infraponderación en energía y perseveramos en nuestra sobreponderación en tecnología, a pesar de nuestras dudas sobre algunas valoraciones impulsadas por la inteligencia artificial: el sector sigue liderando el mercado en la mayoría de los casos.

DIVISAS		-	Neutral	+
USD				
EUR				
GBP				
CHF				

Divisas: el dólar se deprecia, pero no desaparece

El dólar se ha debilitado de nuevo en el último mes, ante la probabilidad de una bajada de los tipos de interés en Estados Unidos y las amenazas de Trump a la independencia de la Reserva Federal. Sin embargo, aún no ha roto de forma decisiva por debajo de su rango de cotización de 2025. Cerramos una postura implícita a favor del dólar cuando cancelamos nuestra sobreponderación regional en acciones estadounidenses en marzo, y seguimos pensando que esto era suficiente por el momento, especialmente si los mercados vuelven a tener expectativas excesivas en cuanto a nuevas bajadas de tipos en EE. UU. Estratégicamente, creemos que la estrategia «Make America Great Again» es errónea. No obstante, el renminbi de China se enmarca en un país con un gran superávit por pagos y controles de capital, con lo que no puede sustituir rápidamente al dólar en las carteras globales.

* Ex Suiza

Wealth Insights

Nuestras Wealth Insights se basan en la diversidad de publicaciones y podcasts oportunos y exhaustivos.

Si desea obtener más información visite la página de web.

<https://www.rothschildandco.com/en/wealth-management/switzerland/insights/>

Este documento lo ha elaborado Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, con fines meramente informativos y comerciales. No constituye recomendación, asesoramiento, oferta o invitación personal para comprar o vender valores o cualquier otro producto bancario o de inversión. Ningún aspecto incluido en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal. Aunque la información y los datos que aquí se incluyen proceden de fuentes que se consideran fiables, no se ofrecen ni se ofrecerán garantías, ni expresas ni implícitas, y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co Bank AG declina toda responsabilidad por la imparcialidad, la precisión o la integridad de este documento o de la información en la que este se basa, así como toda responsabilidad por el hecho de que cualquier persona base sus actuaciones en este documento.

En concreto, no se garantiza que se vayan a materializar cualesquiera proyecciones, objetivos, estimaciones o previsiones que se incluyan en este documento ni que sean razonables. Asimismo, todos los datos y las opiniones que se emplean en este documento pueden cambiar sin previo aviso. La legislación y demás regulación podrían restringir la distribución de este documento en determinadas jurisdicciones. Por consiguiente, los destinatarios de este documento deberán informarse sobre todas las obligaciones legislativas y reglamentarias aplicables, y cumplirlas. Este documento no podrá enviarse a Estados Unidos, introducirse en ese país ni distribuirse en Estados Unidos o a personas estadounidenses, ni siquiera copias de él. Rothschild & Co Bank AG está autorizada y regulada por la FINMA, la Autoridad suiza de supervisión de los mercados financieros.