

Asignación de activos Mosaïque

Noviembre 2025

ASPECTOS FUNDAMENTALES

- El cierre del Gobierno estadounidense oscurece el panorama económico.
- Los mercados bursátiles han subido hasta alcanzar nuevos máximos.
- Abrimos una nueva posición sectorial, pero nos mantenemos en gran medida cerca del índice de referencia.

Panorama macroeconómico

El riesgo político vuelve a centrarse en los aranceles

Donald Trump ha logrado acordar otro alto el fuego en Gaza. Quizás sea demasiado pronto para saber si será duradero, pero la iniciativa parece tener una base más sólida que la anterior. Sin embargo, como suele ocurrir, ha tenido poca repercusión —esta vez en sentido positivo— en los mercados de capitales, tal vez debido al resurgimiento coincidente de la preocupación por los aranceles. Las restricciones de China a las exportaciones de tierras raras han provocado que Trump imponga aranceles del 100 % a otras exportaciones chinas a Estados Unidos y, aunque seguimos creyendo que la economía mundial podrá soportar el probable régimen comercial que pudiera acontecer—entre otras cosas porque seguimos pensando que las dos mayores economías acabarán llegando a algún tipo de compromiso—, el camino que se avecina vuelve a parecer más accidentado.

En otros ámbitos, las dificultades políticas de Francia pueden haber remitido, aunque a costa de una mayor procrastinación fiscal, mientras que las de Estados Unidos se han agravado un poco más con el cierre de la Administración americana. Mientras tanto, el conflicto continúa en Ucrania aunque los precios de la energía parecen no verse afectados, ya que el precio del petróleo ajustado a la inflación ha caído aún más por debajo de su tendencia.

Probablemente las economías sigan siendo resilientes...

El cierre parcial de la Administración americana ha interrumpido la publicación de la mayoría de las estadísticas económicas estadounidenses. Dicho esto, las encuestas empresariales disponibles siguen mostrando pocos indicios de un empeoramiento significativo de la actividad

económica, y es posible que el cierre en sí mismo no sea lo suficientemente grave como para provocar un retroceso considerable de forma directa. Según los últimos datos, la economía estadounidense parecía estar creciendo a un ritmo muy superior a la tendencia en el tercer trimestre.

Las economías europeas siguen estancadas, pero, al igual que en Estados Unidos, hay pocos indicios de una crisis repentina. Los datos de China siguen siendo decepcionantes, pero con tasas de crecimiento que se mantienen muy por encima de las de los países desarrollados. A pesar del aumento de los aranceles, que ya llevan varios meses en vigor, el comercio mundial ha seguido creciendo.

... manteniendo la inflación estable...

Es probable que esta resiliencia económica, y no los aranceles en sí mismos (que siguen siendo difíciles de negociar en los IPC publicados), explique por qué la inflación subyacente se mantiene «estancada» por encima de los niveles objetivo en Estados Unidos (sujeto a la disponibilidad de datos), la zona euro y el Reino Unido. La inflación suiza sigue comportándose mejor, como es habitual. El principal factor que lo explica parece ser el crecimiento de los salarios reales, respaldado por unas tasas de desempleo que se mantienen por debajo de las tendencias históricas, lo que mantiene las tasas de inflación del sector servicios en niveles incómodamente altos

... y probablemente limitando el margen para recortes de los tipos de interés.

Las tasas de interés oficiales de EE. UU. se redujeron en septiembre, como se esperaba, por primera vez desde diciembre, y los mercados monetarios siguen esperando recortes significativos adicionales durante el próximo año. Seguimos dudando de que tal reducción de las tasas

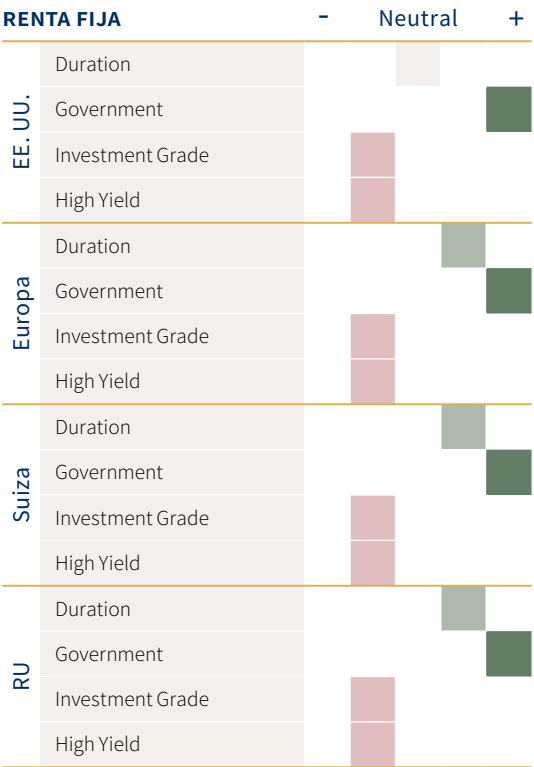
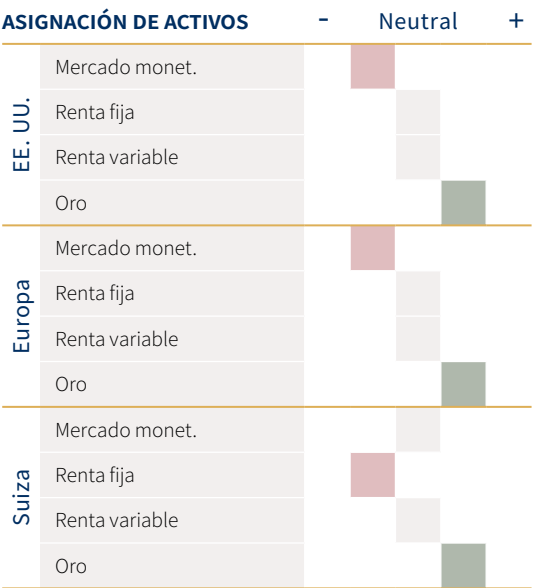
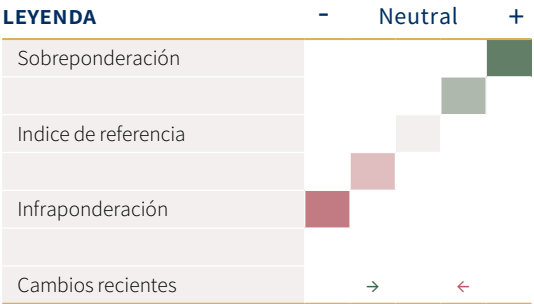
estadounidenses sea necesaria o probable. Sin embargo, las expectativas respecto a las tasas europeas nos parecen más realistas: se cree ampliamente que las tasas de interés oficiales de la zona euro se encuentran en sus mínimos cíclicos o cerca de ellos.

Las valoraciones bursátiles han subido aún más.

Los precios de las acciones alcanzaron recientemente nuevos máximos históricos y, a pesar de la venta masiva provocada por las renovadas preocupaciones sobre los aranceles, las valoraciones siguen siendo históricamente elevadas. La única vez que las valoraciones basadas en los beneficios fueron más altas fue en el año 2000, un episodio que terminó de forma desafortunada, y ahora, al igual que entonces, el mercado está impulsado por una temática orientada a la tecnología, algunas ideas cada vez más ambiciosas sobre la rentabilidad futura y signos de un comportamiento de tipo «efecto bandwagon».

Todavía hay algunas diferencias con respecto al año 2000. La mayoría de las empresas que hoy están a la cabeza son muy rentables y generan mucho efectivo; hasta ahora no se ha producido el auge de las fusiones y adquisiciones que vimos entonces, incluidas algunas alianzas entre sectores muy cuestionables, y tampoco se ha producido el apalancamiento empresarial (al menos en los mercados públicos). No obstante, los paralelismos son preocupantes y, junto con nuestra cautela respecto al margen para nuevos recortes de los tipos de interés en Estados Unidos, nos han llevado a mantener nuestra asignación a la renta variable en niveles prudentes, en línea con el índice de referencia.

Resumen de la asignación de activos (i)



Mantener una posición neutral en acciones y bonos, sobreponderar el oro.

Las preocupaciones sobre los tipos de interés estadounidenses provocadas por la inflación persistente y las elevadas valoraciones impulsadas por la IA nos mantienen de nuevo en una postura de «esperar y ver», con ponderaciones de referencia en las acciones: creemos que es demasiado tarde para aprovechar el impulso, pero también demasiado pronto para anticipar una corrección significativa. También nos mantenemos neutrales —en las carteras denominadas en dólares y euros— con respecto a los bonos: las valoraciones parecen razonables, pero es posible que los tipos oficiales no bajen mucho más. La excepción sigue siendo de carácter local y técnico: en las carteras denominadas en francos suizos, consideramos que la relación riesgo/rentabilidad de la renta fija es muy desigual y mantenemos una posición infraponderada. Mientras tanto, mantenemos una sobreponderación en el oro. Abrimos nuestra posición en julio, pero desde entonces ha subido significativamente y sigue ofreciendo una oportunidad ante posibles escenarios de «riesgo de cola» e inflación. La posición en oro se financia con una infraponderación en efectivo en las carteras en dólares y euros, y con la infraponderación en renta fija en las carteras en francos.

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, donde 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 los bonos del Tesoro parecen haber alcanzado su valoración lógica. También seguimos prefiriendo claramente los bonos del Estado al crédito, donde tanto los bonos de alta calidad crediticia como los de alto rendimiento siguen pareciendo caros, incluso después del reciente retroceso de estos últimos.

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.			

DIVISAS		-	Neutral	+
USD				
EUR				
GBP				
CHF				

Renta variable: nueva posición sectorial abierta.

En marzo redujimos nuestra sobreponderación en EE. UU. a una posición neutral. En los últimos meses, el rendimiento relativo del mercado estadounidense se ha estabilizado, pero dado que las valoraciones siguen pareciendo relativamente elevadas, no estamos dispuestos a volver a adoptar una postura más positiva; de hecho, a medida que se acerca el estímulo fiscal impulsado por la defensa en Europa, los argumentos a favor de una sobreponderación allí pueden reforzarse antes. Los mercados emergentes han tenido un buen comportamiento recientemente, y un entorno de dólar débil y tipos a la baja puede ayudarles, pero fuera de Asia —que se enfrenta a sus propias preocupaciones a corto plazo con los aranceles y la decepcionante economía china— el bloque es simplemente demasiado volátil e ilíquido para que tomemos posiciones tácticas, a menos que nuestra convicción sea realmente fuerte.

A nivel sectorial, estamos abriendo una nueva posición: una sobreponderación en servicios públicos, financiada por una infraponderación ampliada en energía. En los últimos años, hemos infraponderado el primero con mayor frecuencia, pero su carácter defensivo se ha visto atenuado últimamente por su exposición a la demanda de energía del Big Data —una demanda que no desaparecerá pronto, a pesar de nuestras dudas sobre las valoraciones de las acciones más directamente influidas por el tema de la IA— y por la evolución de la transición energética. El sector energético es una fuente natural de financiación para ello, especialmente con los precios del petróleo y el gas moderados por la abundante oferta actual. Mientras tanto, seguimos perseverando en nuestra sobreponderación tecnológica de larga data, a pesar de esas dudas sobre las valoraciones: el sector sigue liderando el mercado en la mayoría de los casos y, en cualquier caso, gran parte de la espuma relacionada con la IA se encuentra fuera del sector inmediato.

Divisas: rango limitado

El dólar se ha estabilizado tras reanudar su caída el mes pasado y, en relación con el euro y la mayoría de las demás divisas importantes, parece estar en general dentro de un rango limitado. La intimidación de Trump a la Reserva Federal puede haber alcanzado su punto álgido tras la bajada de tipos en septiembre —aunque no creemos que la decisión del FOMC se debiera principalmente a ello— y, como señalamos anteriormente, es posible que las futuras bajadas de tipos sean menores de lo que esperan los mercados monetarios. Desde el punto de vista estratégico, hace tiempo que consideramos que la estrategia «Make America Great Again» es errónea. Con un gran superávit por cuenta corriente y controles de capital, el renminbi chino 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.