

# Asignación de activos Mosaïque

Diciembre 2025

## ASPECTOS FUNDAMENTALES

- El panorama económico sigue sin estar claro.
- Los mercados bursátiles parecen un poco menos exuberantes, pero siguen siendo caros.
- Abrimos otra posición sectorial, pero volvemos a mantenernos en gran medida cerca del índice de referencia.

## Panorama macroeconómico

### El riesgo arancelario parece remitir (de nuevo)

En la actualidad, parece que los drásticos aumentos arancelarios con los que Trump amenazó recientemente a Suiza y China podrían ser efímeros. Según se informa, las negociaciones están a punto de alcanzar un acuerdo en ambos casos, como ya ha ocurrido con muchos otros países durante el último año. Es probable que el tipo arancelario efectivo sobre las importaciones estadounidenses siga aumentando considerablemente en 2025, quizá hasta niveles nunca vistos desde antes de la Segunda Guerra Mundial, pero es posible que esto no sea suficiente, por sí solo, para provocar una recesión, ni en Estados Unidos ni en ningún otro lugar. En lo que va de 2025, el comercio mundial ha seguido mayormente creciendo. Los aranceles están «poniendo palos en las ruedas» del comercio mundial, pero no están haciendo que estas ruedas se detengan.

Más preocupante aún es que el desgaste continúa en Ucrania, aunque se habla de una nueva iniciativa de Trump, y el alto el fuego en Oriente Medio sigue siendo frágil. Sin embargo, la repercusión en los mercados de capitales sigue siendo marginal, con los precios del petróleo, en particular, manteniéndose firmemente por debajo de los niveles de tendencia en términos reales. Las preocupaciones más locales quizá se hayan atenuado un poco: el cierre de la administración americana se ha resuelto, al menos durante unos meses, y el último Gobierno de Francia podría tener más posibilidades de alcanzar un compromiso presupuestario.

### Las encuestas empresariales apuntan a un crecimiento moderado continuo.

El reciente cierre parcial de la administración americana (el más largo hasta la fecha) interrumpió la publicación de muchas estadísticas económicas clave de EE. UU., lo que

dejó a los analistas dependientes de datos «más imprecisos» basados en encuestas elaboradas por otras agencias. La publicación se está reanudando ahora, pero la situación reciente de la economía estadounidense está sujeta a (incluso) más incertidumbre de lo habitual. Dicho esto, las encuestas empresariales disponibles siguen mostrando pocos indicios de un empeoramiento significativo de la actividad económica, y es probable que el cierre en sí mismo no haya sido lo suficientemente grave como para provocar un retroceso considerable de forma directa. Las estimaciones sugieren que el crecimiento continuó al menos durante el tercer trimestre, posiblemente a un ritmo superior a la tendencia.

Las economías europeas han sido más visibles, pero probablemente más lentas, aunque, al igual que en Estados Unidos, hay pocos indicios de una crisis repentina. Los datos de China quizá se hayan consolidado un poco, y el Gobierno tiene muchas posibilidades de alcanzar su objetivo de una tasa de crecimiento anual del 5 % (sin que los datos locales sean más cuestionables de lo habitual). A pesar del aumento de los aranceles, que llevan vigentes gran parte del año, el comercio mundial ha seguido mostrando una tendencia al alza.

### La inflación sigue siendo persistente.

El desempleo ha aumentado lentamente y los salarios siguen creciendo más rápido que los precios. Esto, más que los aranceles (que aún no se reflejan claramente en los IPC publicados), probablemente explique por qué la inflación subyacente se mantiene «estable» por encima de los niveles objetivo en Estados Unidos (sujeto a la disponibilidad de datos), la zona euro y el Reino Unido. Suiza sigue comportándose mejor en este sentido, como es habitual.

**Es posible que las reducciones de los tipos de interés en EE. UU. no estén justificadas.**

Las tasas de interés oficiales de EE. UU. se redujeron nuevamente en octubre, y los mercados monetarios continúan esperando recortes significativos adicionales (alrededor de 100 puntos básicos acumulados) durante el próximo año. Seguimos dudando de que tal reducción en las tasas estadounidenses sea necesaria o probable. Sin embargo, las expectativas respecto a las tasas europeas siguen siendo (en nuestra opinión) más realistas: se cree ampliamente que las tasas de interés oficiales de la eurozona se encuentran en sus mínimos cíclicos o cerca de ellos.

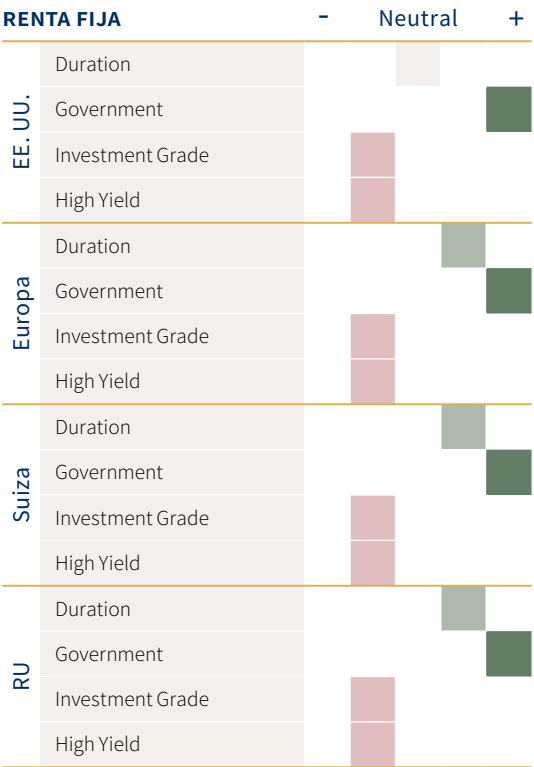
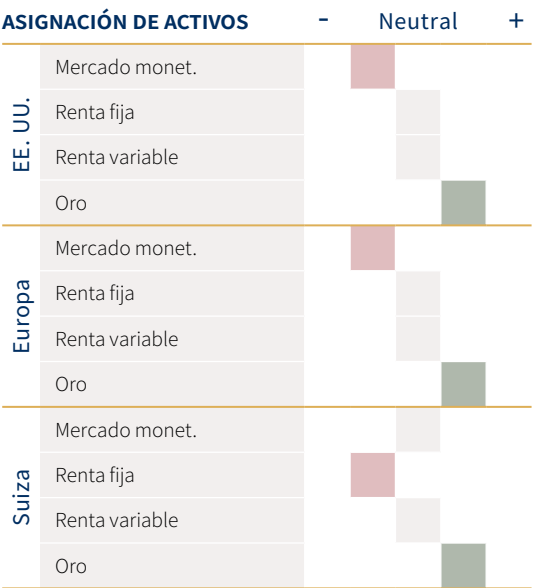
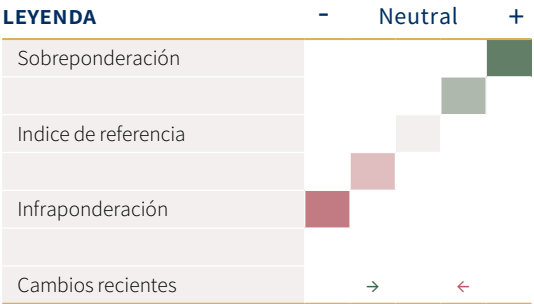
**Las valoraciones bursátiles siguen siendo elevadas.**

Los precios de las acciones alcanzaron nuevos máximos históricos en octubre. Más recientemente, han retrocedido ligeramente, pero las valoraciones siguen siendo elevadas. La única vez que las valoraciones basadas en los beneficios fueron notablemente más altas fue en el año 2000, que no terminó bien, y ambos episodios tienen mucho en común: una nueva tecnología con potencial transformador, elevadas expectativas de rentabilidad futura y signos de comportamiento gregario.

Sin embargo, hay algunas diferencias importantes con respecto al año 2000. Las acciones que lideran el mercado actual son en su mayoría rentables y generadoras de efectivo, lo que no era el caso entonces; la actividad de fusiones y adquisiciones es hoy más moderada, con pocos indicios de los excesos intersectoriales de construcción de imperios que se observaban entonces; y el apalancamiento corporativo es más moderado.

No obstante, los paralelismos han sido preocupantes y, junto con nuestra cautela respecto al margen para nuevos recortes de los tipos de interés en Estados Unidos, han mantenido nuestra asignación a la renta variable en niveles prudentes, en línea con el índice de referencia.

# Resumen de la asignación de activos (i)



**Firmemente neutral en renta variable y renta fija; sobreponderando el oro.**

La reciente caída de los precios de las acciones aún no ha provocado un descenso significativo de las valoraciones impulsadas por la IA y, junto con nuestro escepticismo sobre el margen para nuevas bajadas de tipos en EE. UU., esto nos ha llevado de nuevo a adoptar una postura de «esperar y ver», con ponderaciones en acciones en niveles de referencia. También nos mantenemos neutrales —en las carteras denominadas en dólares y euros— con respecto a los bonos: las valoraciones parecen razonables, pero, como se ha señalado, es posible que los tipos oficiales no bajen mucho más. La excepción sigue siendo de carácter técnico y local: 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.

Mantenemos la sobreponderación en el oro, a pesar de su reciente pérdida de impulso. Abrimos nuestra posición en julio. Desde entonces ha subido significativamente, pero aún puede ofrecer una oportunidad ante posibles escenarios de «riesgo de cola» e inflación. En las carteras en efectivo y en dólares, la posición se financia con una infraponderación en efectivo, y en las carteras en francos, con la infraponderación local en renta fija.

**Renta fija: Se prefiere 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 han mantenido firmes y las economías más moderadas. En las carteras denominadas en dólares, redujimos la duración a neutral en mayo, y los bonos del Tesoro parecen estar plenamente valorados en los últimos meses. También seguimos prefiriendo claramente los bonos del Estado al crédito, donde tanto los grados de inversión como los especulativos siguen pareciendo caros, incluso después del reciente revés de estos últimos. Dicho esto, no esperamos un empeoramiento drástico de la solvencia crediticia de las empresas, a pesar de los sonados colapsos de First Brands y Tricolor.

# 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: se ha abierto otra nueva posición sectorial.

Seguimos sin tener una preferencia regional marcada. En marzo redujimos nuestra sobreponderación en EE. UU. a una posición neutral, pero, como ya se ha señalado, el rendimiento económico relativo de Europa sigue siendo lento. Esto podría cambiar, ya que en Alemania se avecina un potente impulso del gasto público impulsado por la defensa, pero por ahora eso sigue estando al otro lado del horizonte de inversión táctica. Los mercados emergentes han tenido un buen comportamiento recientemente, pero fuera de Asia —que comparte con EE. UU. una fuerte predisposición hacia la inteligencia artificial— el bloque es simplemente demasiado volátil e ilíquido para que tomemos posiciones tácticas, a menos que la convicción sea realmente fuerte.

A nivel sectorial, estamos abriendo una segunda posición nueva tras la incorporación del mes pasado a los servicios públicos y la reducción de la energía: ahora volvemos a sobreponderar la sanidad, financiada con la reducción de los productos básicos de consumo a infraponderación. En primavera habíamos favorecido (prematuramente) el sector salud, pero se vio afectado por preocupaciones específicas sobre los aranceles. Estas preocupaciones parecen haber remitido y el impulso bajista del sector parece haberse detenido; mientras tanto, la ventaja tecnológica del sector le confiere un potencial de crecimiento independiente del tema más efímero de la IA y podría resultar atractivo ser un sector defensivo. Aunque por definición los productos básicos de consumo son un sector defensivo, en esta ocasión quizás lo sean menos si las preocupaciones por la inflación son una de las razones de la debilidad del mercado y se cuestionan sus valoraciones, tradicionalmente más altas. Mientras tanto, a pesar de nuestra cautela con respecto a las valoraciones relacionadas con la IA, seguimos perseverando en nuestra tradicional sobreponderación de la tecnología: no esperamos una caída drástica del mercado y el sector sigue liderando el mercado en la mayoría de los casos. En cualquier caso, gran parte de la espuma relacionada con la IA se encuentra fuera del sector.

| DIVISAS |  | - | Neutral | + |
|---------|--|---|---------|---|
| USD     |  |   |         |   |
| EUR     |  |   |         |   |
| GBP     |  |   |         |   |
| CHF     |  |   |         |   |

Divisas: siguen dentro de un rango

El dólar se ha estabilizado en términos generales desde la primavera, y los principales tipos de cambio cruzados siguen dentro de un rango limitado. Es posible que la intimidación de Trump hacia la Reserva Federal haya alcanzado su punto álgido y, como señalamos anteriormente, es posible que las futuras bajadas de tipos en EE. UU. sean menores de lo que esperan los mercados monetarios. Desde el punto de vista estratégico, llevamos mucho tiempo pensando que la estrategia «Make America Great Again» (Hagamos grande de nuevo a Estados Unidos) 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.

[www.rothschildandco.com/insights](http://www.rothschildandco.com/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.