

Asignación de activos Mosaïque

Mayo 2026

ASPECTOS FUNDAMENTALES

- Un alto el fuego provisional ha contribuido a estabilizar los mercados...
- ... y, por el momento, los costes de la energía y las interrupciones comerciales se han mantenido bajo control
- Hemos elevado la ponderación en renta variable a niveles neutrales y reducido la liquidez

Panorama macroeconómico

El riesgo geopolítico sigue siendo elevado...

Nuestros pensamientos están con todas las personas afectadas por el grave conflicto en Oriente Medio. Solo podemos esperar que el alto el fuego conduzca a una paz duradera. Desde una perspectiva estrictamente financiera, el conflicto ha provocado un aumento de los precios del petróleo, perturbaciones en las cadenas de suministro —especialmente en los productos refinados— y escasez y restricciones a nivel local. No obstante, incluso con el estrecho de Ormuz todavía en gran medida cerrado, el impacto a escala mundial ha sido, hasta ahora, moderado. En el momento de redactar estas líneas, los precios del crudo, en términos reales, se sitúan aproximadamente un 20 % por encima de su tendencia de los últimos diez años. Un nivel suficiente para presionar al alza la inflación y reducir el poder adquisitivo, pero, en nuestra opinión, no tan elevado como para provocar un deterioro económico significativo. La situación sigue siendo cambiante y poco transparente, con versiones contrapuestas por parte de los distintos protagonistas que añaden confusión.

... aunque la combinación inflación/crecimiento aún no se ha deteriorado de forma significativa

Antes del conflicto, el ciclo económico era relativamente favorable. Los derechos de aduana estadounidenses habían introducido fricciones en el crecimiento, pero sin frenarlo: el comercio mundial creció más rápido que el PIB en 2025 y seguía expandiéndose a comienzos de 2026. El principal motor del crecimiento global, la demanda privada en Estados Unidos, se mantenía sólida y sin una dependencia excesiva del endeudamiento, aunque esta situación podría cambiar ante el fuerte aumento de la inversión ligada a la inteligencia artificial. En Europa, el impulso previsto del gasto público en Alemania, liderado por la defensa, se ha retrasado, pero los datos económicos siguen siendo

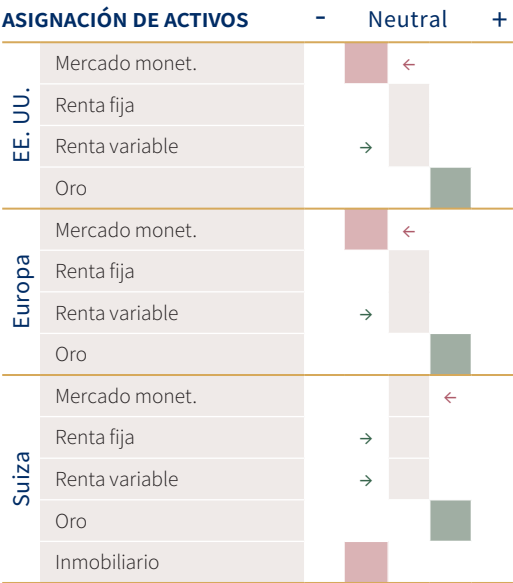
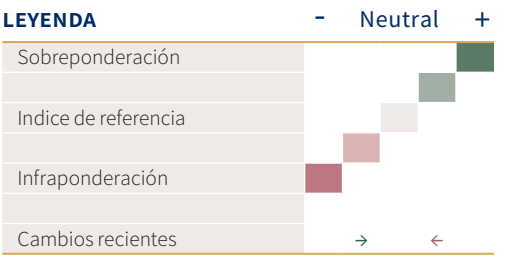
estables. En China, el crecimiento continúa superando al de las economías occidentales, a pesar del lastre persistente del sector inmobiliario. Las encuestas empresariales adelantadas hasta principios de abril —ya en pleno periodo de conflicto— apuntan a que el crecimiento se mantiene. Nuestra principal preocupación económica antes del conflicto era la persistencia de la inflación y la posibilidad de que los tipos de interés no bajaran mucho más, o incluso aumentaran. Las expectativas de tipos han repuntado desde febrero, aunque por motivos distintos a los previstos. En lugar de una inflación impulsada por una demanda sólida, el conflicto ha generado una inflación de costes debido al encarecimiento de la energía, junto con un mayor riesgo de desaceleración económica.

Tradicionalmente, los bancos centrales tienden a considerar este tipo de episodios como shocks puntuales, que incluso podrían derivar en menores presiones inflacionistas si el gasto de los consumidores cae y aumenta el desempleo. En esta ocasión, sin embargo, los mercados anticiparon inicialmente una reacción más restrictiva, con subidas de tipos en Europa y la interrupción de las bajadas en Estados Unidos. Estas expectativas más restrictivas se han moderado parcialmente desde entonces —aunque los tipos europeos siguen proyectándose al alza en 2026— y continúan siendo más elevados que a comienzos de año.

Una volatilidad de mercado contenida, por ahora

Los precios del petróleo subieron inicialmente alrededor de dos tercios desde niveles inferiores a su tendencia de largo plazo. Tras el alto el fuego, han corregido aproximadamente la mitad de esa subida. Como es habitual, los precios del gas natural en Europa han mostrado mayor volatilidad, pero también han revertido cerca de la mitad de su aumento, que en cualquier caso se mantuvo muy por debajo de los máximos de 2022. Los precios podrían repuntar nuevamente si el estrecho de Ormuz no se reabre pronto. La reacción de los mercados bursátiles fue moderada en relación con la volatilidad habitual y, en el momento actual, las bolsas han rebotado hasta alcanzar nuevos máximos históricos. El oro y los bonos —tradicionales activos refugio— cayeron de forma significativa ante el aumento de las expectativas de tipos de interés, aunque han recuperado parte del terreno perdido a medida que dichas expectativas se han relajado. El dólar se apreció inicialmente, pero posteriormente se ha debilitado. Todo ello podría cambiar rápidamente, dado lo dinámico del contexto.

Resumen de la asignación de activos (i)



Renta variable elevada a neutral, reducción de liquidez y mantenimiento de la sobreponderación en oro

Las carteras Mosaïque estaban posicionadas cerca de los índices de referencia al inicio del conflicto. Las valoraciones elevadas de la renta variable y nuestras dudas sobre un posible cambio en las expectativas de tipos de interés nos llevaron a reducir la exposición a acciones hasta neutral a finales de 2024. En la mayoría de divisas, manteníamos una posición neutral en renta fija desde hacía más tiempo. No obstante, conservábamos una sobreponderación en oro, financiada principalmente con liquidez y, en los portfolios en francos suizos, con bonos. Las posiciones tácticas eran limitadas.

Desde el inicio del conflicto, el comité de asignación de activos se ha reunido con mayor frecuencia de lo habitual. En primer lugar, cerramos dos posiciones sectoriales en renta variable: energía (infraponderada) y financieras (sobreponderadas). Una semana después, redujimos la exposición a acciones a infraponderación, aumentamos la liquidez y cerramos dos posiciones regionales (Estados Unidos y Asia emergente). Más recientemente, con la expectativa del alto el fuego, hemos cerrado la infraponderación en renta variable, financiándola con una reducción de liquidez.

Hemos mantenido en todo momento la sobreponderación en oro y una posición neutral en bonos fuera de las carteras en francos suizos. Ninguno de estos activos se comportó como cabría esperar en una crisis, dado que los bonos se vieron afectados por el aumento de las expectativas de tipos, aunque parte de esta debilidad se ha revertido recientemente.

Seguimos vigilando estrechamente la evolución de los acontecimientos, siendo conscientes de que la relación señal/ruido de los medios es aún menor de lo habitual. Mantenemos la flexibilidad necesaria tanto para reforzar una postura defensiva como para asumir mayor riesgo, según evolucione el contexto.

Ajuste estratégico en las carteras en francos suizos

Al margen de los acontecimientos recientes, ya veníamos encontrando dificultades para identificar activos no ligados a la renta variable con valoraciones atractivas para los clientes en francos suizos. Los rendimientos prácticamente nulos hacían poco atractivo el perfil riesgo/retorno de los bonos suizos, motivo por el que manteníamos una infraponderación táctica, en contraste con las carteras en euros y dólares, donde la posición era neutral.

Estamos incorporando una nueva clase de activos a las carteras suizas: fondos inmobiliarios cerrados, financiados mediante una reducción de la asignación estratégica de largo plazo a bonos hasta un nivel neutral. Al tratarse de un nuevo activo, comenzamos con una posición que consideramos inferior a su probable asignación a largo plazo. Esta infraponderación es el contrapeso de la sobreponderación táctica persistente en oro.

Resumen de la asignación de activos (ii)

RENTA FIJA		-	Neutral	+
EE. UU.	Duration			
	Bonos soberanos			
	Investment Grade			
	High Yield			
	Moneda fuerte ME ¹			
Europa	Duration			
	Bonos soberanos (>AA)			
	Bonos soberanos (<AA)			
	Investment Grade			
	High Yield			
Suiza	Duration			
	Bonos soberanos			
	Investment Grade			
	High Yield			
	Moneda fuerte ME ¹			
RU	Duration			
	Bonos soberanos			
	Investment Grade			
	High Yield			
	Moneda fuerte ME ¹			

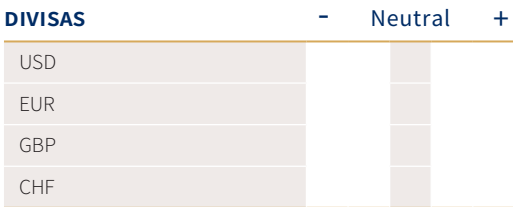
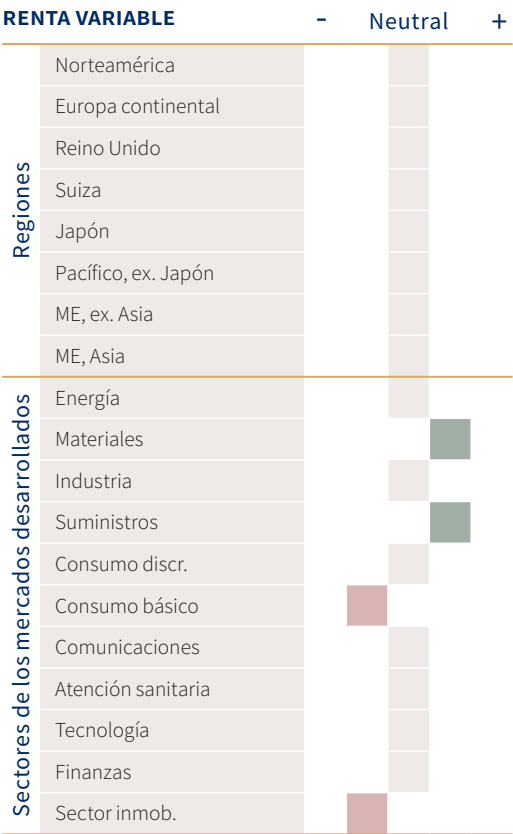
1 Mercados Emergentes

Renta fija: Preferencia por la máxima calidad y por la duración en la zona euro

Nuestra preferencia por bonos de máxima calidad, principalmente soberanos, no se ha visto favorecida recientemente, ya que los bonos corporativos han recuperado terreno. Los diferenciales de crédito, tanto investment grade como high yield, han vuelto a niveles muy próximos a sus mínimos históricos, encareciendo nuevamente el crédito. Por ello, mantenemos nuestra preferencia por la deuda pública.

Seguimos neutrales en duración en las carteras en dólares y libras, y favorecemos vencimientos más largos en las carteras en euros y francos suizos. Este posicionamiento no fue favorable al inicio de la crisis, pero la reciente caída de los rendimientos refuerza nuestra convicción de que las expectativas de subidas de tipos en la eurozona son excesivamente restrictivas. Dudamos de que el BCE las lleve a cabo plenamente o de que la inflación se mantenga significativamente por encima de su tendencia durante mucho más tiempo.

Resumen de la asignación de activos (iii)



Renta variable : Neutralidad regional y pocas apuestas sectoriales

Tras reducir la renta variable estadounidense a infraponderación a comienzos de año y sobreponderar Asia emergente, revertimos estas decisiones después del inicio del conflicto. A pesar de haber cerrado la infraponderación en renta variable global, aún no hemos reabierto estas posiciones regionales.

El impulso de los beneficios en Estados Unidos ha vuelto a fortalecerse gracias al gasto a corto plazo ligado a la inteligencia artificial. Aunque seguimos siendo cautelosos respecto a su rentabilidad a largo plazo, la mejora de los beneficios a corto plazo ha moderado las valoraciones.

A nivel sectorial, quitamos la infraponderación en energía, financiándola con una reducción de financieras —de mayor beta— hasta neutral. Esto nos deja con pocas posiciones abiertas, algo que consideramos adecuado en el entorno actual. Mantenemos una sobreponderación en materias primas y utilities, y una infraponderación en consumo básico e inmobiliario, configurando una combinación sectorial diversa. Cerramos hace unos meses una sobreponderación de larga duración en tecnología. Aunque las valoraciones relacionadas con la IA se han relajado, preferimos mantener la cautela y creemos que, si se normalizan las condiciones de inversión, el liderazgo del mercado podría trasladarse a otros sectores.

Divisas : El dólar mantiene su estatus de valor refugio, pero sin un atractivo destacado

Al cerrar la infraponderación en renta variable estadounidense, anticipábamos implícitamente un apoyo al dólar por su consideración como valor refugio. El regreso de los inversores a la divisa estadounidense durante el aumento de las tensiones geopolíticas confirmó que, al menos por ahora, sigue siendo vista como la principal moneda de reserva.

A medida que han aumentado las expectativas de un alto el fuego, este atractivo se ha reducido. No obstante, dudamos de que un retorno a una situación de “normalidad” en el contexto político actual conduzca necesariamente a una debilidad estructural del dólar. En este momento, no tenemos fuertes convicciones tácticas en el ámbito de las divisas.

* 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.