

Vontobel

Investors' Outlook

Tratar con cuidado

Julio de 2025

2 Contenido



3 Editorial

4 Estrategia de inversión

Conflictos en aumento

6 Aspectos destacados del mercado

¿Almidonar el futuro de Europa?

10 Viewpoint

De las materias primas a las energías renovables:
la clave está en la receta

14 Clases de activos en foco

18 Pronóstico

21 Referencias

Glosario y fuentes

Publicado por
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Editores
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autores*
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Frecuencia
Diez veces al año
(próxima edición: 4 de septiembre de 2025)

Concepto
MetaDesign AG

Creación y realización
Vontobel

Imágenes
Gettyimages,
Vontobel

Fecha límite de entrega para esta edición
1 de julio de 2025

Observaciones
Ver «Información legal» en la página 19

Tratar con cuidado



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Estimados lectores:

Las últimas semanas han traído un nuevo ciclo de optimismo inversor. Diversas encuestas mostraron que la confianza había aumentado, gracias a una desescalada de las tensiones comerciales entre las dos mayores economías mundiales, Estados Unidos y China, y a unos datos macroeconómicos mejores de lo previsto. Los propietarios de pequeñas empresas en EE. UU. señalaron que esperaban obtener unas ventas más sólidas ajustadas por la inflación y que confiaban en las condiciones comerciales a corto plazo. Además, el ánimo de los consumidores mejoró, ante una sensación más generalizada de que lo peor podría haber pasado ya.

La mejoría es bienvenida pero sigue siendo frágil y los consumidores continúan señalando los aranceles como una fuente de preocupación. Después de todo, las expectativas respecto al comercio han sido objeto de varios centrifugados extra. La retórica del principio de «90 acuerdos en 90 días» no se ha materializado. Es más, los pactos alcanzados hasta ahora dejan las tasas arancelarias efectivas notablemente más altas que antes de la guerra comercial.

El diálogo comercial entre EE. UU. y China terminó con un acuerdo: China suministrará tierras raras a EE. UU., clave para energía, electrónica y defensa. Los mercados lo recibieron con optimismo. Con el fin de la pausa arancelaria previsto para el 9 de julio, EE. UU. insinúa nuevos acuerdos, aumentando las expectativas pero también la cautela.

Las tensiones geopolíticas globales también siguen muy enredadas. En Ucrania, las esperadas negociaciones aún no se han concretado. Mientras tanto, los acontecimientos recientes en Oriente Medio han vuelto a demostrar lo rápido que los eventos de riesgo geopolítico pueden escalar y desestabilizar los mercados.

Ante esta creciente incertidumbre geopolítica, los presupuestos de defensa han recobrado protagonismo. En toda Europa y también en otras regiones, los gobiernos están abriendo el grifo fiscal para la modernización militar y la seguridad y la autonomía energéticas. Algunos argumentan que esto deja de lado la transición verde, pero nosotros creemos que podría ser lo contrario. La resiliencia energética, la soberanía tecnológica y la adaptación climática de hecho forman parte de la seguridad nacional.

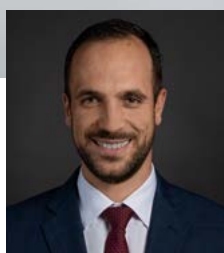
En esta edición de Investors' Outlook, nuestros compañeros de Conviction Equities Boutique examinan los fundamentos de la transición verde, centrándose en sus componentes esenciales. Asimismo, encontrará un análisis más en profundidad de los cambiantes acontecimientos en el ámbito de la macroeconomía y las políticas europeas, junto con una actualización sobre los precios del petróleo y los factores que los están impulsando.

Estamos viendo una mejoría parcial. Algunas áreas presentan mejor aspecto, mientras que otras permanecen atascadas. Pero sigue siendo un momento muy delicado.

→ Webcast

Para ver nuestro webcast sobre los desarrollos recientes del mercado, haga clic [aquí](#).

4 Estrategia de inversión



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Conflictos en aumento

Los mercados entraron en junio relativamente bien planchados. Aunque seguían existiendo algunas arrugas en el terreno comercial (como la duplicación de los aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio por parte de Estados Unidos), el aplazamiento de los aranceles del presidente estadounidense Donald Trump dieron tiempo a los países para reflexionar sobre sus próximos pasos, y las nuevas conversaciones entre Estados Unidos y China ayudaron a suavizar el sentimiento.

Pero los ataques de Israel a las instalaciones nucleares iraníes rompieron abruptamente la calma y provocaron un fuerte aumento en los precios del petróleo crudo. Hasta el día de hoy, parece que nuestro escenario base (ataques de Israel, represalias por parte de Irán, seguidos de una participación militar limitada de EE. UU. y un aumento temporal en los precios del petróleo crudo a entre 70 y 80 USD por barril) se ha materializado.

Creemos que actualmente hay pocas razones para temer un aumento significativo de la inflación. La política monetaria se ha relajado, pero no es excesivamente acomodaticia. Y es poco probable que se produzca un aumento significativo de la demanda, ya que el crecimiento económico mundial sigue ralentizándose.

Aun así, las tensiones en Oriente Medio han añadido otra capa de incertidumbre a la ya complicada tarea de la Reserva Federal estadounidense (Fed). En junio mantuvo estables los tipos de interés y revisó al alza las expectativas de inflación y desempleo. El Banco Central Europeo (BCE) volvió a recortar los tipos de interés, y los mercados esperan al menos un recorte más de aquí a finales de año. El Banco Nacional Suizo situó su tipo de interés oficial en cero para controlar la fortaleza del franco y las presiones deflacionistas.

Consulte los detalles de nuestra asignación de activos en la página 5.

	INFRAPONDERADO ¹		NEUTRAL ²	SOBREPONDERADO ³		
	significa- tivamente	ligeramente		ligeramente	significa- tivamente	
1 Liquidez				→		Seguimos sobreponderados en efectivo atentos a reasignar cuando surjan oportunidades.
2 Bonos		→				Mantenemos nuestra opinión ligeramente negativa sobre la renta fija. Las yields de los bonos estadounidenses siguen navegando por un panorama complejo, a medida que la atención vuelve a centrarse en las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y la deuda de EE. UU. En respuesta, los rendimientos de los bonos del Tesoro han subido, con los aumentos más pronunciados en los vencimientos a más largo plazo. Dentro de la renta fija, tenemos una ligera preferencia por la deuda pública (neutral) frente a los bonos de high yield (negativa). Tras el reciente estrechamiento de los diferenciales por las noticias comerciales más positivas, las yields no ofrecen ahora una compensación suficiente en relación con los niveles históricos, teniendo en cuenta los elevados riesgos y la volatilidad del mercado. Nos mantenemos neutrales en cuanto a los bonos en divisas fuertes de mercados emergentes (ME).
3 Renta variable				→		Reiteramos nuestra ligera sobreponderación en renta variable, expresada principalmente a través de una modesta sobreponderación en renta variable de ME. Hemos observado que los inversores siguen reduciendo su exposición a los activos estadounidenses, lo que podría beneficiar a otras regiones, incluidos los ME. Nuestra visión bajista del dólar respalda una leve sobreponderación en renta variable de emergentes, que históricamente se benefician de su debilidad. No obstante, el verano podría ser volátil: el plazo de 90 días para los aranceles de Trump vence a principios de julio, sin avances relevantes. Algunos tuits podrían provocar vaivenes bursátiles, como en su primer mandato. Aconsejamos a los inversores mirar más allá del ruido temporal.
4 Oro			→			Reiteramos nuestro posicionamiento neutral en oro. El mes de junio sirvió de poderoso recordatorio del atractivo del oro como refugio seguro. La crisis entre Israel e Irán llevó al metal amarillo a superar los 3.400 USD por onza. Aunque consideramos que el metal amarillo es estructuralmente atractivo – apoyado por los elevados niveles de deuda pública, la disminución de la confianza en el papel moneda y los esfuerzos de los bancos centrales por diversificarse y alejarse del dólar estadounidense – somos un poco más cautos a corto plazo. El oro dista mucho de ser una cobertura «barata» a estos niveles, y la demanda china parece haber pasado a un segundo plano.
5 Materias primas			→			Gran parte de la huida hacia delante inducida por los aranceles ha quedado atrás. Los índices de gestores de compras (PMI) del sector manufacturero mundial han vuelto a bajar. Los datos chinos tampoco han sido buenos. Esto, unido a los crecientes temores sobre el crecimiento económico, sugiere una postura prudente hacia esta clase de activos cíclicos. Al mismo tiempo, los riesgos geopolíticos han vuelto, empujando temporalmente al alza los precios del petróleo y del oro. Consideramos que lo más sensato es adoptar una postura neutral.
6 Estrategias alternativas			→			Mantenemos una postura neutral tanto en fondos alternativos como en el sector inmobiliario.

Nota: Las opiniones están actualizadas a junio de 2025. Sujetas a cambios sin previo aviso.

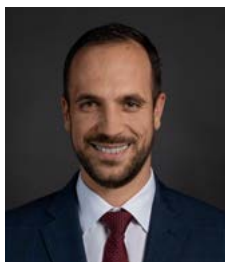
¹ Ver «Glosario y fuentes» en la p. 21.

¿Almidonar el futuro de Europa?

Las acciones europeas han tenido una impresionante racha este año. Los principales índices bursátiles europeos han subido entre un 20% y un 25%, y el índice DAX alemán incluso más de un 30%⁴. A principios de año, el repunte se debió sobre todo a las valoraciones, ya que muchos valores europeos cotizaban con un importante descuento respecto a sus homólogos estadounidenses. En los meses siguientes, sin embargo, se impuso el optimismo: esperanzas de que se pusiera fin a la guerra en Ucrania, esperanzas de generosos paquetes de estímulo... y quizá incluso esperanzas de una especie de «Make Europe Great Again».



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Las acciones europeas ya no son tan baratas como a principios de año, pero siguen siendo más asequibles que las estadounidenses. Esa diferencia de valoración refleja, entre otras cosas, la creencia de los inversores de que la zona euro es menos productiva que Estados Unidos u otras regiones. Hay varias razones que explican este retraso de la productividad, siendo una de las principales la fragmentación de la propia zona euro.

A pesar de compartir una moneda común, los 20 países que componen la eurozona mantienen sistemas fiscales, mercados laborales y políticas económicas diferentes. Esta fragmentación hace más difícil que las empresas operen eficientemente a través de las fronteras y limita las economías de escala. Sus mercados de capitales están igualmente separados por las fronteras nacionales. La propia Unión Europea reconoce que la integración de los mercados europeos de capitales sigue siendo «relativamente modesta»⁵. Unos mercados de capitales integrados y que funcionen bien son importantes para ayudar a los mercados nacionales a crecer y para apoyar a las empresas innovadoras de nueva creación y a las de nueva escala. Un mercado de capitales plenamente unificado

también podría impulsar las inversiones transfronterizas, atraer más capital extranjero a la región y reforzar el papel del euro como moneda de inversión mundial.

Por eso no sorprende que Estados Unidos sea líder en el desarrollo y la adopción de nuevas tecnologías, especialmente en campos como la inteligencia artificial, los macrodatos y la computación en la nube. Gigantes tecnológicos estadounidenses como Google, Amazon, Apple y Microsoft impulsan la productividad a través de la innovación. Europa tiene su propia cuota de empresas innovadoras, pero a menudo tienen dificultades para crecer con la misma rapidez o asertividad.

Presiones externas

El programa «América primero» del presidente de Estados Unidos, Donald Trump, ha tensado los lazos transatlánticos y cuestionado el modelo económico europeo basado en las exportaciones. En Alemania, la mayor economía de la eurozona, las exportaciones de bienes y servicios representan más del 40% del producto interior bruto (PIB). Países como España (36,7%), Francia (33,5%) e Italia (32,3%) están igualmente expuestos a los flujos comerciales mundiales. Además, la guerra en Ucrania sigue pesando en la confianza de las empresas y los consumidores, y crece la preocupación de que Rusia pueda llegar a amenazar a más naciones europeas. El aumento de las amenazas a la seguridad también ha provocado llamamientos para aumentar el gasto en defensa.

Trump ha criticado repetidamente a los aliados de la OTAN por quedarse cortos en los presupuestos de defensa e incluso ha amenazado con retirar el apoyo de EE. UU. si no contribuyen más: ha propuesto un objetivo del 5% del PIB. Aunque el gasto europeo en defensa aumentó un 11,7% hasta los 423.300 millones EUR el año pasado, la mayoría de los países aún están lejos de alcanzar el 5%, dadas las actuales restricciones presupuestarias.



Europa también se enfrenta a la presión del Este. China está inundando los mercados mundiales con productos baratos de alta tecnología, como vehículos eléctricos y paneles solares, lo que supone una amenaza para industrias europeas clave. Al mismo tiempo, las empresas europeas siguen luchando por hacerse un hueco significativo en el mercado chino.

A esto hay que añadir las secuelas de crisis anteriores. La Eurozona aún arrastra las cicatrices de la crisis del euro que siguió al colapso financiero de 2008⁶. Como muestra el gráfico 1, el gasto en inversión en Europa se desplomó durante ese tiempo y aún no se ha recuperado del todo.

Y en el frente interno, la inmigración sigue siendo un tema candente. Las expectativas en torno a la integración, la vivienda y la seguridad interior suelen alimentar movimientos políticos populistas y contrarios a la UE, sobre todo en países como Alemania y Francia.

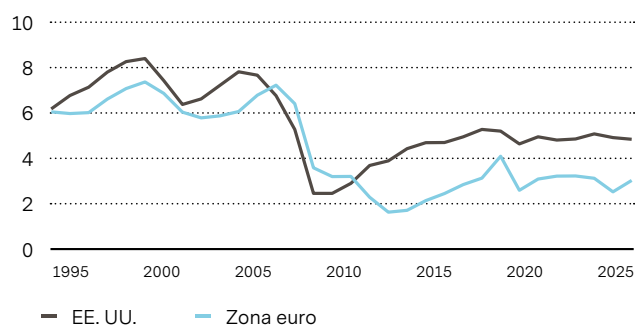
Teniendo en cuenta todos estos vientos en contra, puede que no sorprenda que las empresas europeas tengan una visión bastante pesimista de su competitividad global (gráfico 2).

Se han hecho progresos

A pesar del pesimismo, la Eurozona ha realizado verdaderos progresos estructurales en los últimos años. Un logro

Gráfico 1: La inversión en inmovilizado en Europa nunca se recuperó de la crisis financiera global

Formación de capital fijo neto como % del PIB



La formación de capital fijo neto como porcentaje del PIB es un indicador económico que mide la inversión neta en activos fijos (como edificios, maquinaria, equipos e infraestructuras) en relación con el tamaño de la economía de un país. Refleja la porción del PIB de una nación que está reinvertiéndose en activos productivos después de tener en cuenta la depreciación.

Fuente: LSEG, Vontobel; a 17 de junio de 2025.

Gráfico 2: Las empresas de la zona euro admiten que su posición competitiva internacional es débil

Saldo neto

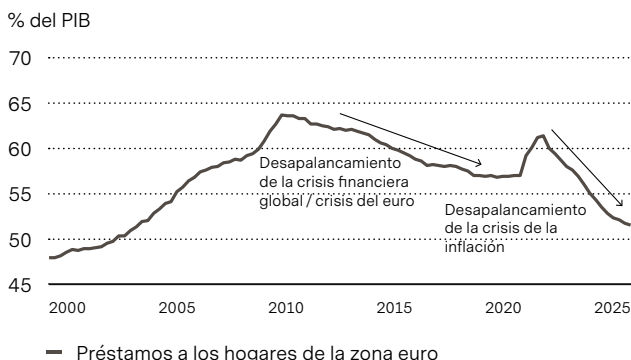


— Encuesta de la industria:
Posición competitiva en el mercado extranjero
■ Recesión en la zona euro

Fuente: Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, Vontobel; al segundo trimestre de 2025.

8 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 3: Los hogares europeos han hecho los deberes



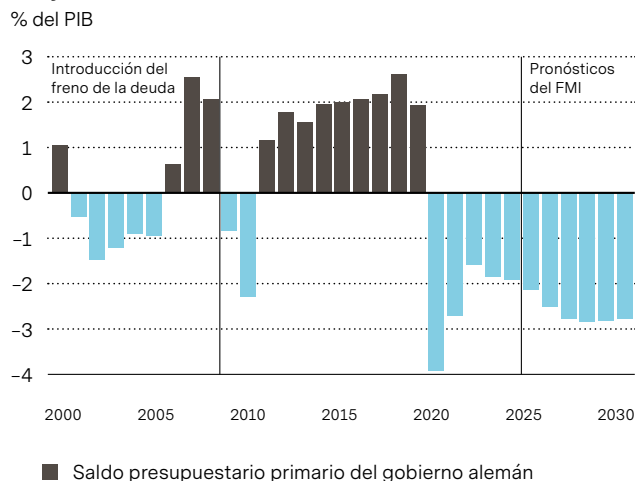
Fuente: LSEG, Vontobel; a 17 de junio de 2025.

destacado es la fuerte reducción del desempleo estructural. Desde lo más profundo de la crisis del euro, la tasa de desempleo de la eurozona se ha reducido a la mitad (abril de 2025: 6,2%). La mejora ha sido aún más espectacular en el sur de Europa, donde el desempleo llegó a superar el 18%, pero ahora sólo alcanza el 7,7%⁷. Los hogares también han saneado sus finanzas, con niveles de deuda significativamente inferiores a los de después de la crisis financiera o la pandemia (gráfico 3).

El sector bancario también ha avanzado. La proporción de préstamos morosos, especialmente en países como Grecia, Italia, España, Portugal e Irlanda, ha caído de más del 10% durante la crisis a menos del 3% en la actualidad, gracias a la recuperación económica y a reformas clave. Los bancos también están mejor capitalizados, con mayores ratios de capital de nivel 1.⁸

Los años de tipos de interés ultrabajos también han contribuido a reducir la carga neta de intereses de la eurozona. En porcentaje del PIB, los costes por intereses han caído de más del 5% en el punto álgido de la crisis del euro a sólo el 3%, una posición mucho más cómoda que en EE.UU., donde ahora superan el 8%⁹. Dicho esto, algunos países, como Italia (más del 6%) y España (4%), siguen enfrentándose a elevados costes del pago de la deuda.

Gráfico 4: Alemania ha puesto fin a la austeridad fiscal relajando el freno de la deuda



Fuente: Fondo Monetario Internacional, LSEG, Vontobel; a 17 de junio de 2025.

Vientos de cola a corto plazo

Además de estas mejoras a largo plazo, también hay aspectos positivos a corto plazo. Irónicamente, Donald Trump podría ser uno de ellos. Su primer mandato provocó un puñado de reformas menores pero positivas en Europa. La presión ha vuelto con su segundo mandato, y se podría argumentar que los líderes europeos no tienen más remedio que actuar.

Un buen ejemplo es la reforma del freno de la deuda alemana (gráfico 4). En febrero, el entonces candidato a canciller Friedrich Merz rechazó rotundamente cualquier cambio en la norma alemana de equilibrio presupuestario. Pero en marzo, citando las «amenazas a la libertad en nuestro continente»¹⁰, pidió una enmienda constitucional para permitir cientos de miles de millones de euros en inversiones financiadas con deuda para defensa e infraestructuras. Este cambio parece haber tenido un efecto dominó en toda Europa: otros países también han anunciado un mayor gasto en defensa, aunque no a la misma escala. Según el Secretario General de la OTAN, Mark Rutte, todos los miembros de la Alianza van camino de alcanzar este año el objetivo de gasto del 2%.

La política industrial también está cobrando impulso. El antiguo jefe del BCE, Mario Draghi, presentó en septiembre de 2024 un exhaustivo informe sobre competitividad en el que destacaba los puntos débiles de la economía

Gráfico 5: Lista de verificación de Make Europe Great Again (MEGA)

		¿QUÉ SE NECESITA?	¿VERIFICADO?	COMENTARIO
ENTORNO EXTERNO	1	Aceleración de la economía global	(x)	Alta incertidumbre de políticas
	2	Entorno de comercio global estable		Se necesita un acuerdo comercial EE. UU.-UE
	3	Alto el fuego Rusia-Ucrania		Mucho ruido y pocas nueces
POLÍTICA DEL LADO DE LA DEMANDA	4	Política monetaria de la UEM favorable	x	Ciclo de recorte de tipos del BCE en curso
	5	Política fiscal de la UEM favorable	x	Anuncio del fin de la austeridad
POLÍTICA DEL LADO DE LA OFERTA	6	Desregulación apreciable		Primeros intentos (p. ej., Ómnibus IV)
	7	Iniciativas de I+D concretas		Primeros intentos (p. ej., fábricas de IA)
	8	Creación de una unión de mercados de capitales		Vigilancia de fusiones transfronterizas
	9	Suministro de energía a precios competitivos		Precios todavía elevados frente a competidores
	10	Medidas de liberalización del mercado laboral		Énfasis en las aptitudes, no en la liberalización

Fuente: Vontobel; a 19 de junio de 2025.

europea¹¹, que la Presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, utilizó como base para una nueva «Brújula de la competitividad». Según declaraciones de von der Leyen a finales de enero, Europa tiene «todo lo que necesita para triunfar en la carrera hacia la cima», y ahora es necesario recuperar la competitividad para superar las debilidades. La Brújula de la Competitividad pretende traducir las recomendaciones de Draghi en una hoja de ruta factible. «Así que ahora tenemos un plan», dijo. «Tenemos la voluntad política. Lo que importa es la velocidad y la unidad. El mundo no nos está esperando. Todos los Estados miembros están de acuerdo en esto. Así que pasemos de este consenso a la acción»¹².

El plan se centra en tres áreas fundamentales: 1) Cerrar la brecha de innovación de Europa, 2) alinear la descarbonización con la competitividad, y 3) reducir las dependencias y reforzar la seguridad. De estas prioridades se derivan una serie de iniciativas, como un «Fondo de Competitividad», una «Unión Europea del Ahorro y la Inversión» y una «Iniciativa Ómnibus» destinada a reducir la burocracia.

Otro dato alentador: la inflación está volviendo a la normalidad. En mayo, la inflación de los precios al consumo en la eurozona cayó al 1,9%, por debajo del objetivo del 2% fijado por el BCE. El crecimiento salarial también se está ralentizando. El indicador salarial del BCE, ba-

sado en los convenios colectivos en vigor, prevé un aumento medio del 3,1% en 2025, frente al 4,7% de 2024. Si se excluyen las primas extraordinarias, el crecimiento salarial podría caer hasta el 2,9%, frente al 4,9%.

Esto da margen al BCE para seguir relajando la política monetaria. En junio, recortó los tipos de interés por octava vez, situando el tipo de depósito en el 2%. Aunque el banco central señaló que podría hacer una pausa en durante el verano para reevaluar las perspectivas, los mercados siguen apostando por al menos una nueva bajada de tipos para finales de año. La normalización de los tipos podría dar a la economía de la eurozona un impulso necesario.

¿Qué haría falta para que Europa volviera a ser «grande»?

En nuestra lista de control interna «Make Europe Great Again» (Hagamos a Europa grande de nuevo), sólo dos de las diez casillas están marcadas (gráfico 5). No es necesario cumplir todos los criterios, pero probablemente se necesiten más de dos. Con algunos pasos iniciales dados y las velas desplegadas, todo lo que Europa necesita es un poco más de viento a favor para insuflar nueva vida al viejo continente.

De las materias primas a las energías renovables: la clave está en la receta



Las crecientes tensiones globales y los cambios en las políticas han complicado la transición hacia la neutralidad de carbono. En EE. UU., el regreso del presidente Donald Trump ha traído incertidumbre sobre el futuro de la Ley de reducción de la inflación (IRA)¹³ y la política climática a largo plazo. En algunas partes de Europa, las centrales eléctricas de carbón han vuelto a ponerse en marcha para asegurar el suministro de electricidad durante las crisis energéticas. A escala mundial, los combustibles fósiles están más integrados en la cesta energética de lo que numerosas personas esperaban. Es lógico que los inversores se pregunten si la transición ecológica ha muerto.



Marco Lenfers
Client Portfolio Manager,
Conviction Equities



Romain Hohl
Portfolio Manager, Impact &
Thematic Investing team,
Conviction Equities

Nosotros creemos que puede ser todo lo contrario. En 2024, la inversión en energía limpia alcanzó un máximo histórico de 2,1 billones USD, más del doble que en 2020, según el informe «Energy Transition Investment Trends» de 2025 de BloombergNEF publicado a principios de este año¹⁴. El transporte electrificado, las energías renovables y las redes eléctricas centraron la mayor parte de ese crecimiento. En los últimos cinco años, las alternativas limpias han superado a los combustibles fósiles, duplicando las tasas de crecimiento anual compuesto (gráfico 1). Esta evolución nos indica que la transición energética mundial sigue ganando terreno, aunque de forma desigual.

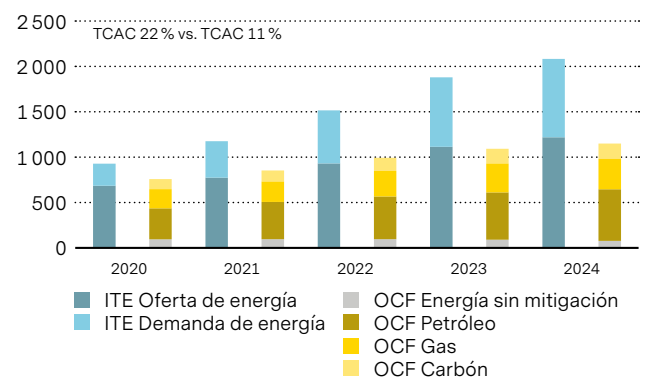
En EE. UU., el presidente Donald Trump no tardó en dismantelar las disposiciones clave de la IRA cuando asumió el cargo a principios de este año. En cuestión de días, firmó órdenes ejecutivas que suspendían el apoyo federal a iniciativas de energía limpia, paralizaban los desembolsos de fondos conforme a la IRA y revertían las regulaciones sobre emisiones y combustibles fósiles. Europa presenta un panorama igualmente complejo. En Alemania, las plantas de carbón se reactivaron temporalmente hasta

2024 para gestionar la escasez de gas causada por la guerra en Ucrania y la reducción de las importaciones rusas¹⁵. Y China, el mayor emisor del mundo, sigue poniendo en marcha docenas de nuevas centrales eléctricas de carbón.

Sí, la transición ecológica se enfrenta a ciertos obstáculos regionales, pero, por lo que podemos observar, no se está paralizando a escala mundial. Otras grandes economías están intensificando sus esfuerzos para ayudar a cubrir los posibles vacíos ante la falta de liderazgo de Estados Unidos: la UE mantiene su firme compromiso con los objetivos climáticos generales, destinando más de 300 000 millones EUR a través del Pacto Verde Europeo y REPowerEU a reducir la dependencia de los combustibles fósiles y potenciar las energías renovables¹⁶. China está avanzando en dos vías paralelas: las centrales eléctricas de carbón se juxtaponen con la incorporación de más de 216 gigavatios de capacidad solar y eólica solo

Gráfico 1: La inversión en transición energética supera la de capital en fósil

Inv. en transición energética vs. capex en oferta fósil (mil millones USD)

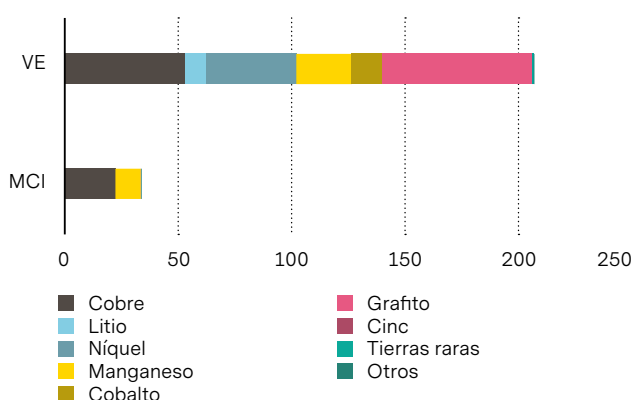


«ITE» se refiere a «inversión en transición energética». «OCF» se refiere a «oferta de combustibles fósiles». Volúmenes históricos de inversión en OCF agregados procedentes del informe World Energy Investment 2024 de la AIE. La inversión incluye los ámbitos upstream, midstream y downstream y la generación de energía a partir de combustibles fósiles sin medidas de mitigación. Los valores en dólares se han ajustado a términos nominales. No se incluye la inversión en demanda de combustibles fósiles, como calderas de gas.

Fuente: BNEF, «Energy Transition Investment Trends 2025», enero de 2025.

Gráfico 2: La transición verde consume una gran cantidad de materiales

Minerales críticos: coche eléctrico vs. combustión (kg / vehículo)

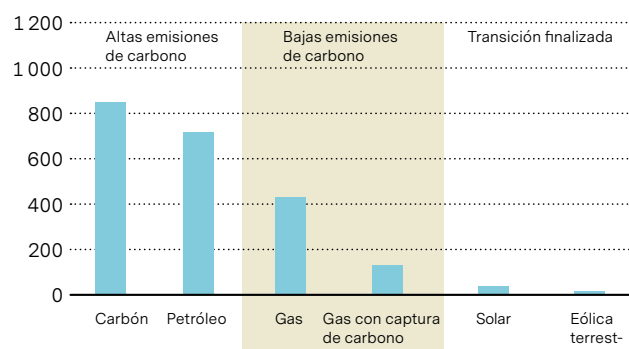


VE: vehículo eléctrico. MCI: motor de combustión interna. Con fines meramente ilustrativos.

Fuente: AIE, «Minerals used in electric cars compared to conventional cars», mayo de 2021.

Gráfico 3: Garantizar la seguridad energética potenciando al mismo tiempo las alternativas limpias

Emisiones durante el ciclo de vida en UE28, en g de CO2 por kWh



Fuente: Comisión Económica de las Naciones Unidas para Europa, «Life Cycle Assessment of Electricity Generation Options», octubre de 2021. Dado que el petróleo no se utiliza de forma convencional para las cifras de producción de electricidad, las emisiones del ciclo de vida del petróleo se han extraído de Turconi et al., «Life cycle assessment (LCA) of electricity generation technologies», 2013.

en 2023³⁷, casi el doble de la capacidad instalada total del Reino Unido. Japón sigue adelante con su política de «transformación verde»³⁸, que tiene como objetivo movilizar más de un billón de dólares en inversiones públicas y privadas durante la próxima década, centrándose en la descarbonización de la industria, la expansión del uso del hidrógeno y el amoníaco, y el impulso de las energías renovables.

En este contexto, las tecnologías maduras, como las energías renovables, las redes eléctricas o el transporte electrificado, cuentan con el respaldo de un favorable análisis de costes y beneficios, pues a menudo son económicamente viables sin subvenciones y altamente dimensionables, y revisten un riesgo tecnológico limitado. Como resultado, reciben la mayor parte de la inversión en transición energética, y esperamos que sigan creciendo a pesar de algunos obstáculos políticos.

La importancia del área upstream

La dimensión downstream de la transición (energías renovables, vehículos eléctricos, edificios ecológicos y tecnologías industriales limpias) ya se ha convertido en un componente fundamental de las carteras de renta variable global de numerosos inversores. Sin embargo, una transición ordenada hacia un mundo con cero emisiones netas requiere un uso intensivo de materiales y exige seguridad y estabilidad energéticas, al tiempo que se potencian las alternativas limpias. Por tanto, acertar

en la parte upstream de la transición es crucial para el progreso general.

El camino hacia un sistema energético libre de carbono está literalmente pavimentado con metales (gráfico 2). Para construir un mundo con cero emisiones netas, necesitamos insumos upstream: las materias primas y las infraestructuras que hacen posibles las tecnologías limpias. Cobre, litio, níquel, cobalto y aluminio, o los «cinco grandes». Son componentes clave de los paneles solares, las turbinas eólicas, las baterías y las redes eléctricas, que no pueden existir sin ellos. No es de extrañar, pues, que se prevea un aumento de la demanda de estos materiales en los próximos años.

Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), se augura que el valor de mercado de los minerales críticos para la transición se duplicará con creces para 2040, alcanzando unos 770 000 millones USD en el escenario de cero emisiones netas. Se espera que la demanda se cuadruple para 2040 en dicho escenario, alcanzando casi los 40 millones de toneladas³⁹, si bien la oferta se enfrenta a dificultades para seguir el ritmo.

Hoy en día, seguimos dependiendo de la minería primaria. El desarrollo de nuevas minas se ha vuelto más caro y lento: el tiempo medio entre el descubrimiento y la producción actualmente es de 18 años, el triple que en la década de 1990. El aumento de los costes de capital, los

obstáculos normativos y la resistencia de las comunidades agravan el desafío. El aumento de la oferta de minerales se complica aún más por los largos plazos necesarios para pasar de la identificación de un yacimiento mineral a su extracción, el aumento de la inflación de la inversión en gastos de capital necesaria para desarrollar nuevas minas y las importantes externalidades negativas que las minas suponen para las comunidades cercanas.

Esta es la razón por la que creemos que el reciclaje es fundamental. Probablemente, no sustituirá a la minería primaria, pero sí ofrece una valiosa fuente secundaria. El reciclaje puede mejorar la seguridad del suministro y reducir los residuos y el impacto medioambiental. Además, abre la puerta a que los inversores aprovechen esta emergente cadena de valor que abarca desde la extracción primaria de minerales (por ejemplo, cobre y litio) hasta la minería urbana y las tecnologías de procesamiento (por ejemplo, operadores y servicios de reciclaje, y equipos y tecnología de reciclaje), pasando por materiales innovadores (por ejemplo, polisilicio o cemento con bajas emisiones de carbono).

Ávidos de energía

Un segundo reto que nos espera en nuestro camino hacia la transición ecológica es la electrificación. A medida que el mundo avanza hacia soluciones más eléctricas, la demanda de energía no deja de aumentar en todos los sectores. Los centros de datos son buen ejemplo de ello: en EE. UU., representaron el 4,4% del consumo de electricidad en 2023 y podrían llegar a suponer hasta el 12% en 2028²⁰. A escala mundial, la demanda energética de los centros de datos podría duplicarse con creces para 2030, superando el consumo total de electricidad de Japón²¹.

Y aquí está el problema: tienen una necesidad inmediata de energía y, hoy por hoy, no pueden depender totalmente de recursos renovables, que aún deben dimensionarse. Durante los próximos años, su demanda cada vez mayor de energía deberá satisfacerse con fuentes fósiles (al menos, en parte) para garantizar un suministro energético ininterrumpido, fiable y asequible. Sin embargo, los diferentes recursos fósiles tienen efectos medioambientales muy diferentes (gráfico 3). Así pues, los centros de datos y demás sectores con alto consumo de energía están impulsando sus esfuerzos hacia la descarbonización, movidos por los objetivos de neutralidad en carbono y el creciente escrutinio público. Para los inversores, esto abre la puerta a aprovechar un amplio conjunto de oportunidades en toda la cadena de valor de la energía baja en carbono. Aquí se incluye no solo a los facilitadores de la transición puros, sino también a determinados productores

de energía tradicionales, en concreto, aquellos que pueden demostrar una estrategia creíble para transicionar a fuentes de energía con menos emisiones de carbono y que están aumentando activamente su participación en este tipo de actividades.

Vemos que la transición ecológica se acelera, pero también se vuelve más compleja, lo que crea nuevas oportunidades, como las tecnologías de reducción de emisiones, como la captura de carbono y la energía nuclear, y los combustibles de nueva generación, como el hidrógeno y el combustible sostenible para la aviación.

Invertir en facilitadores del cambio

En Conviction Equities Boutique, una de las áreas de interés es el upstream, es decir, los pilares que hacen posible la transición al downstream. Desde las materias primas hasta las infraestructuras habilitadoras, identificamos aquellas empresas que son esenciales para la transición, pero que a menudo el capital convencional pasa por alto. Creemos que una senda ordenada hacia las cero emisiones netas debe ser intensiva en materiales, segura y resiliente. Eso implica invertir en empresas que no solo potencien las tecnologías limpias, sino que también garanticen la estabilidad.

Adoptamos un enfoque holístico y repetible basado en análisis fundamentales y nos centramos en los factores impulsores a largo plazo, concebimos flujos de efectivo plurianuales y nos centramos en empresas con ventajas competitivas, balances sólidos y capacidad para generar rentabilidades superiores.

Para nosotros, es importante mirar más allá de los titulares y el ruido y comprender los componentes clave que intervienen en la transición ecológica. Para quienes adoptan una visión integral y con perspectiva de futuro, las ventajas son claras: las empresas que ofrecen soluciones escalables, con fundamentales sólidos y un enfoque hacia la rentabilidad a largo plazo podrían estar preparadas para liderar el cambio. Al invertir en todo el espectro, desde los recursos básicos hasta los facilitadores tecnológicos, los inversores pueden contribuir tanto a acelerar la transición como a participar de sus beneficios.

Elegir el programa «delicado»



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

La Fed mantiene tipos y prevé dos recortes este año, pero anticipa menor crecimiento, inflación persistente y mayor desacuerdo interno. La flexibilización es ahora más incierta, con septiembre como posible inicio, si los datos lo avalan.

Las previsiones actualizadas de la Fed muestran una revisión a la baja del PIB de 2025 hasta el 1,4% (desde el 1,7%), una inflación subyacente del PCE²² hasta el 3,1% y un aumento del desempleo hasta el 4,5%. Estas condiciones similares a la estanflación complican el equilibrio de la Fed entre el apoyo al crecimiento y el mantenimiento de la inflación bajo control.

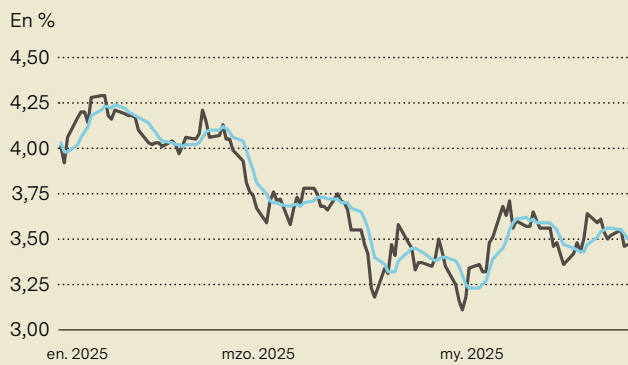
Aumentan las divisiones en la Fed: un grupo aboga por recortes por el enfriamiento económico, otro pide cautela ante la inflación. En junio, siete de 19 miembros no preveían recortes en 2024, frente a cuatro en marzo. Se recortan previsiones para 2026–2027, apuntando a una normalización más lenta. El FOMC votó por unanimidad mantener tipos, y Powell destacó: «Estamos bien posicionados para esperar y aprender más», reafirmando el enfoque dependiente de los datos.

Un recorte en septiembre sigue siendo posible, pero solo si se confirma la desinflación y el mercado laboral se suaviza aún más. Hasta entonces, la Fed se mantiene a la expectativa, considerando las dos opciones de su mandato. Las expectativas del mercado sobre el tipo de interés final de la Fed se han mantenido estables (gráfico 1), reflejando la confianza en que los recientes datos de inflación, las condiciones del mercado de trabajo y las señales de la política monetaria son coherentes con una orientación alcista a largo plazo.

Los diferenciales desafían a la volatilidad

Los mercados de crédito muestran signos de complacencia. Dados los actuales niveles de volatilidad, lo normal sería que los diferenciales fueran más amplios (gráfico 2). El fuerte repunte y la compresión de los diferenciales tras el episodio de tensión de la primavera pueden haber corregido en exceso, dejando los diferenciales desalineados con los riesgos macroeconómicos y crediticios subyacentes. Unos diferenciales más ajustados dejan ahora poco margen de maniobra en caso de que repunte la volatilidad o se deterioren las variables fundamentales. La prima de riesgo del grado de inversión parece elevada en relación con el nivel de tensión del mercado implícito en el Índice de Volatilidad (VIX), lo que plantea interrogantes sobre la protección a la baja y la creciente vulnerabilidad de las valoraciones crediticias.

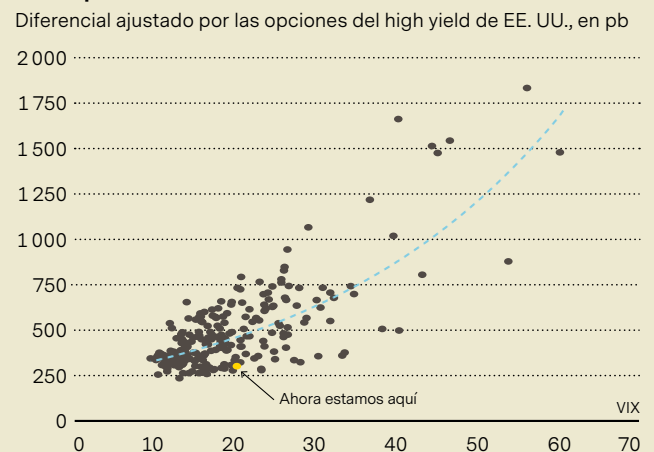
Gráfico 1: Expectativas de tasa terminal de la Fed, estables en las últimas semanas



Nota: Tipo terminal: El tipo de interés oficial de la Fed más bajo que prevé el mercado y que está implícito en los swaps de índices a un día para los tres próximos años

Fuente: LSEG, Vontobel; a 18 de junio de 2025.

Gráfico 2: La prima de riesgo de crédito es más estrecha de lo que debería ser



Fuente: LSEG, Vontobel; a 18 de junio de 2025.

Las señales contradictorias de Europa



Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

A medida que nos adentramos en el segundo semestre del año, está claro que los mercados acaban de atravesar un turbulento ciclo de giros, culminado por el estallido del conflicto en Oriente Medio. ¿Qué nos espera?

Los mercados siguen completamente enfocados en lo que realmente marca la diferencia: la inflación, los bancos centrales y la trayectoria de la política monetaria. En Europa, tras un primer trimestre fuerte, la renta variable empezó a perder impulso a finales del segundo. Gran parte de la rentabilidad superior de la primera mitad del año procedió de los sectores cíclicos sobre todo del financiero (bancos) y del industrial (relacionados con la defensa). Tomando como ejemplo el índice alemán DAX, los valores relacionados con la defensa representaron por sí solos aproximadamente el 30% de las ganancias del índice en lo que va del año. Sin tener en cuenta estos factores cíclicos, el mercado europeo en su conjunto es relativamente plano en divisas locales, similar al mercado suizo, con un fuerte peso de los productos básicos y la atención sanitaria, o al estadounidense, donde el rendimiento se vio aún más afectado por la debilidad del dólar. Lo que más nos llama la atención es el contraste político entre EE.UU. y Europa. Mientras que la política monetaria

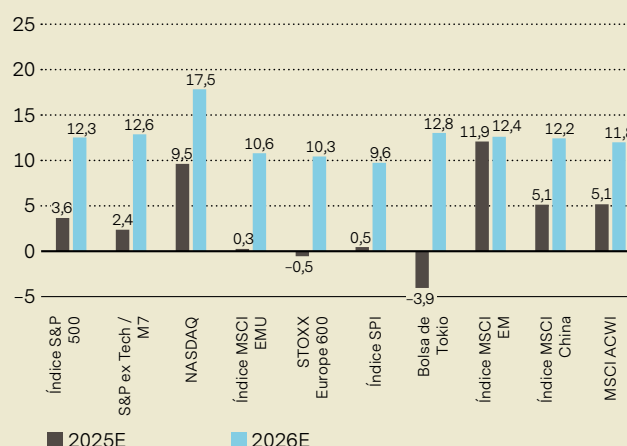
estadounidense sigue siendo restrictiva, Europa ha avanzado hacia la relajación fiscal. Con el BCE manteniendo bajos los tipos de interés, creemos que el crecimiento de los beneficios europeos está a punto de repuntar tras años de estancamiento (gráfico 1). Un catalizador clave aquí es el histórico estímulo fiscal de Alemania, anunciado a principios de este año, centrado en defensa e infraestructuras.

Sin embargo, una cuestión clave es si las buenas noticias ya están descontadas. Las valoraciones en algunos sectores nos parecen exageradas, y las encuestas a inversores institucionales globales muestran que las posiciones largas en valores europeos, especialmente en bancos, siguen siendo un mercado muy concurrido. También merece la pena destacar que el rendimiento relativo de los valores cíclicos frente a los defensivos²³ ha alcanzado su nivel más alto en 10 años, un extremo que suele estar respaldado por datos sólidos de los índices PMI²⁴, que brillan por su ausencia en el entorno actual (gráfico 2). Esto significa que los PMI tendrán que mejorar para mantener la tendencia que los mercados ya han descontado. Además, a medida que los bancos centrales bajen los tipos, los bancos, que hasta ahora han sido uno de los principales motores del repunte, podrían empezar a perder fuelle.

Si añadimos a esta mezcla la inminente fecha límite de julio para la amenaza arancelaria de 90 días de Donald Trump, vemos una receta para una volatilidad renovada durante el verano. Por eso, a pesar de algunos acontecimientos positivos, seguimos neutrales en renta variable europea por ahora.

Gráfico 1: Las previsiones de BPA 2025 se han recortado en la mayoría de los mercados desarrollados

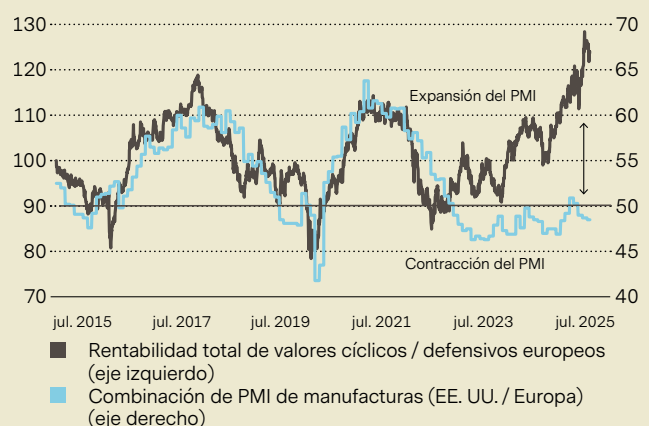
Crecimiento interanual en % y en moneda local



Fuente: LSEG, Vontobel; a 19 de junio de 2025.

Gráfico 2: Cíclicos vs. defensivos – rentabilidad relativa en máximo de 10 años, rompiendo con la tendencia del PMI

Rentabilidad total relativa, en %*



*Indexada al 100 %, **Combinación de datos de EE. UU. y europeos

Fuente: LSEG, Vontobel; a 20 de junio de 2025.

Un fuerte rugido del mercado petrolero



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Hay un dicho entre los analistas de materias primas: «Los mercados del petróleo siempre se sientan y toman nota cuando Irán está involucrado».²⁵ Tras un desempeño discreto durante la mayor parte del año, el «Operación León Ascendente» los hizo subir hasta los 80 USD por barril en algunos momentos.

Tal y como están las cosas hoy, nuestro escenario base se ha confirmado. En él, suponíamos ataques israelíes y ataques de represalia iraníes, seguidos de una participación militar estadounidense limitada. Como resultado, pronosticamos un impacto nulo o mínimo en el suministro de petróleo y un aumento temporal de los precios del petróleo (entre 70 y 80 USD por barril). Posteriormente, supusimos que la situación se calmaría.

Como en conflictos anteriores, Irán ha amenazado con cerrar el estrecho de Ormuz²⁶. A menudo se describe como la arteria petrolífera más importante del mundo, ya que alrededor del 20% de los envíos mundiales de productos petrolíferos se transportan a través de este estrecho (gráfico 1). Casi dos tercios del volumen son petróleo crudo procedente de Irán, Kuwait, Arabia Saudí, Qatar y Emiratos Árabes Unidos, y el resto consiste en produc-

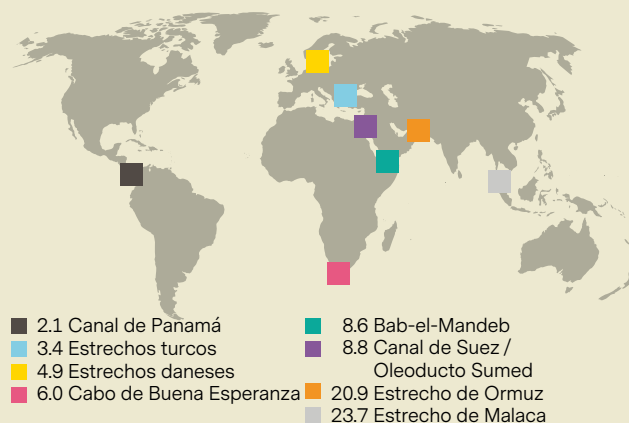
tos petrolíferos y gas natural. El cierre del Estrecho sigue siendo el mayor riesgo extremo, que podría llevar los precios a superar ampliamente los 100 USD. Hay una razón por la que Irán nunca ha puesto su dinero donde está su boca: estaría cortando su propio petróleo y, por tanto, los flujos de dinero. Creemos que Irán sólo tomaría una medida tan drástica si temiera un cambio de régimen.

Si, en contra de lo esperado, el Estrecho se ve arrastrado al conflicto, la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR)²⁷ estadounidense y/o la OPEP+²⁸ podrían ayudar (gráfico 2). Sin embargo, existen algunas reservas. Tras varias retiradas de emergencia, la SPR se ha agotado²⁹ y ahora «sólo» contiene 402 millones de barriles. En cuanto a la OPEP+, existen dudas sobre el alcance real del exceso de capacidad. Los años de recortes de la producción y la disminución de las inversiones tras el Covid han provocado que algunas plantas no puedan volver a funcionar fácilmente. Es probable que sólo Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos puedan aumentar rápidamente la producción.

Al margen de los titulares geopolíticos, nuestras previsiones para el crudo hasta finales de 2025 siguen siendo prudentes. Esto se debe en parte a las incertidumbres de la guerra comercial, las preocupaciones de crecimiento asociadas y el suministro adicional de otros productores (Brasil, Guyana y Canadá).

Gráfico 1: El estrecho de Ormuz: la arteria de petróleo del mundo

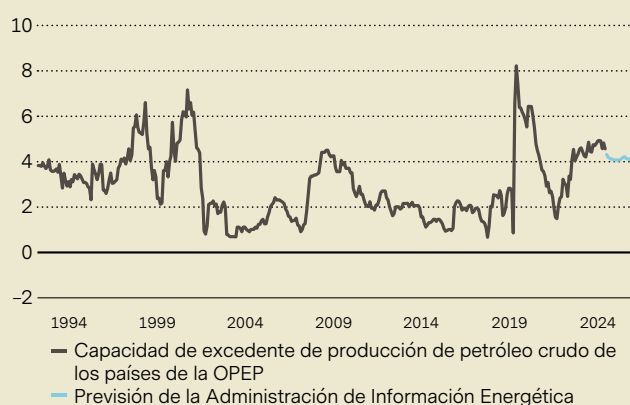
Suministro de líquidos del petróleo, en %



Fuente: Administración de Información Energética (2023), datos de seguimiento de petroleros de Vortexa y de la Autoridad del Canal de Panamá, actualizados por última vez el 25 de junio de 2024. Cifras en millones de barriles al día.

Gráfico 2: Si ocurriera lo peor, la OPEP+ podría ofrecer algo de ayuda

Millones de barriles al día



Fuente: LSEG, Vontobel; a mayo de 2025.

¿Manchas permanentes en el billete verde?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

El dólar estadounidense sigue siendo el ancla del sistema monetario global. Tiene la mayor cuota de reservas oficiales, denomina la mayoría de la deuda y el crédito comercial transfronterizos, y representa cerca del 40% del mercado diario de divisas. Pero su primacía ya no se da por sentada. Dos factores – cambios en el comercio y mayor presión fiscal – llevan a gestores de reservas e inversores a reconsiderar su rol (gráfico 1).

Los aranceles de EE. UU. y el desvío progresivo de las cadenas globales de suministro probablemente reduzcan la proporción del comercio mundial liquidado en dólares. Cada vez que un exportador usa otra divisa, cae la demanda estructural de liquidez en dólares. Los bancos centrales parecen coincidir: datos del FMI muestran que la cuota del dólar en las reservas declaradas cae desde hace nueve trimestres, mientras aumentan las tenencias oficiales de oro. El ritmo es gradual, pero la intención parece estratégica.

Los fundamentos internos refuerzan esta tendencia. El gasto neto por intereses ya iguala al de defensa, y las necesidades anuales de financiación superan los 2 billones USD hasta 2029. Con el Congreso preparando más

gasto y otra votación sobre el techo de deuda, las primas a largo plazo se amplían: los inversores exigen compensación por un riesgo fiscal antes considerado irrelevante.

Esta prima impulsada por la política ya se refleja en las opciones FX y refuerza la visión bajista sobre el dólar. Las asimetrías en las opciones indican que su debilidad hasta 2026 no se debe solo a factores cíclicos – como recortes de la Fed o menores diferenciales de tipos – sino también a un replanteamiento estructural del rol de EE. UU. en los flujos de capital. Esto implica un dólar más débil y volátil, a medida que se erosionan las reglas que sostienen su estatus como divisa de reserva. Las opciones USD / CHF lo evidencian (gráfico 2): al 19 de junio, el mercado asigna un 51,8% de probabilidad a un tipo inferior a 0.80 en nueve meses, 57,1% en un año y 69,3% en dos años. Las probabilidades para el rango 0.80–0.85 caen de forma constante. Estas valoraciones reflejan un reajuste estructural, no una cautela táctica.

En resumen, el dólar enfrenta un doble reto: una economía interna en enfriamiento y una prima fiscal creciente sobre un marco político que ya no garantiza acceso pleno al capital. Su estatus como divisa de reserva no desaparecerá de inmediato, pero cambios graduales en la facturación, asignación de portafolios y credibilidad percibida de la política influirán más en los tipos de cambio que en ciclos anteriores. El balance de riesgos apunta a una depreciación progresiva, aunque con episodios de volatilidad.

Gráfico 1: El dólar, bajo presión, al situarse en mínimos desde comienzos de 2022

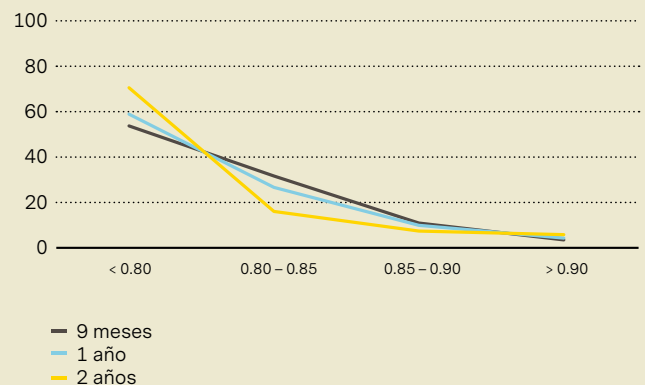
Tipo de cambio



Fuente: LSEG, Vontobel; a 19 de junio de 2025.

Gráfico 2: El cruce USD / CHF se inclina a la baja, pues el mercado prevé que el franco suba

Distribución de probabilidad implícita, en %



Fuente: LSEG, Vontobel; a 20 de junio de 2025.

Economía y mercados financieros 2024 – 2026

La siguiente lista muestra los valores reales, tipos de cambio y precios de 2024, así como las previsiones consensuadas para 2025 y 2026 del producto interior bruto (PIB), la inflación/ expectativas de inflación, los tipos de interés clave de los bancos centrales, los bonos gubernamentales a 10 años, los tipos de cambio y las materias primas.

PIB (EN %)	2024 ¹	ACTUAL ²	2025	2026	
			CONSENSO	CONSENSO	
Global (G20)	3,0	1,9	2,3	2,4	
Zona euro	0,9	1,2	1,0	1,1	
EE. UU.	2,8	2,1	1,4	1,6	
Japón	0,1	1,7	0,8	0,7	
Reino Unido	0,9	1,3	1,1	1,2	
Suiza	1,4	1,9	1,1	1,4	
Australia	1,0	1,3	1,8	2,3	
China	5,0	5,4	4,5	4,2	

INFLACIÓN	2024 ³	ACTUAL ⁴	2025	2026	VISIÓN DE VONTOBEL EN 2025 ⁵
			CONSENSO	CONSENSO	
Zona euro	2,4	1,9	2,0	1,9	↓
EE. UU.	3,0	2,4	3,0	2,8	↓
Suiza	1,1	-0,1	0,3	0,6	→

TIPOS DE INTERÉS CLAVE (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
EUR (tipo de depósito)	3,00	2,00	1,74	1,77	↓
USD (tipo de los fondos federales, límite superior)	4,50	4,50	4,30	3,70	↓
CHF	0,50	0,00	-0,10	-0,05	↓

RENDIMIENTOS DE BONOS GUBERNAMENTALES A 10 AÑOS (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
EUR (Alemania)	2,37	2,52	2,57	2,76	↓
USD	4,57	4,41	4,32	4,17	↓
CHF	0,33	0,39	0,35	0,46	↓

TIPOS DE CAMBIO	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
CHF por EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF por USD	0,91	0,82	0,82	0,81	↓
USD por EUR	1,04	1,15	1,15	1,18	↑

MATERIAS PRIMAS	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
Petróleo Brent, USD por barril	75	77	66	64	↑
Oro, USD por onza troy	2.625	3.354	3.155	3.206	→
Cobre, USD por tonelada métrica	8.768	9.615	9.178	9.600	↓

Nota: Las opiniones están actualizadas a junio de 2025. Sujetas a cambios sin previo aviso.

¹ Sujeto a revisiones (por ejemplo, posibles revisiones de los datos del cuarto trimestre)
² Último trimestre disponible
³ Sujeto a revisiones
⁴ Último mes disponible, datos del G20 solo trimestrales
⁵ ↑ por encima del consenso, → en línea con el consenso, ↓ por debajo del consenso

Aviso de divulgación y descargo de responsabilidad

1. Aviso legal y fuentes

Este documento promocional ha sido producido por una o más empresas del Grupo Vontobel (colectivamente «Vontobel») para los clientes institucionales. La información, los análisis y las opiniones contenidos en este sitio web han sido elaborados por Vontobel Asset Management.

Vontobel Asset Management es el nombre comercial del negocio de gestión de activos de Vontobel Holding AG y sus afiliadas en todo el mundo, incluida Vontobel Asset Management, Inc.

El presente documento se ofrece exclusivamente a título informativo y su información no constituye invitación, oferta o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros, ni para realizar transacciones o cualquier otra operación. El análisis presentado en este documento no constituye ni debe interpretarse como un respaldo a ningún partido político.

Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades actuales o futuras. La rentabilidad puede fluctuar, por ejemplo, debido a variaciones de los tipos de cambio. El valor del capital invertido puede aumentar o disminuir y no hay garantía de que la totalidad del capital invertido pueda ser recuperado. Invertir conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital, y los rendimientos positivos, incluidos los ingresos, no están garantizados. Las referencias a empresas se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. No debe asumirse la rentabilidad ni el desempeño de ningún valor asociado a ellas. No debe suponerse que ninguna inversión sea o vaya a ser rentable.

El sitio web de Vontobel Asset Management es únicamente informativo y no constituye asesoramiento de inversión ni una opinión sobre la idoneidad de ninguna inversión, ni una oferta, solicitud o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros, realizar transacciones o celebrar actos jurídicos de ningún tipo. La idoneidad de la información debe evaluarse en función de sus objetivos, situación financiera y necesidades. El uso de la información aquí contenida queda a la entera discreción del lector.

La información de MSCI solo se destinará a uso interno y no podrá ser reproducida o diseminada de ninguna forma, ni utilizada como base o componente de ningún instrumento, producto o índice financiero. MSCI, sus socios y todas las personas que hayan participado en o que estén relacionadas con la recopilación, el procesamiento informático o la creación de cualquier información de MSCI (en conjunto, las partes «MSCI») renuncian de forma expresa a todas las garantías (incluidas, de forma enunciativa pero no limitativa, todas las garantías de originalidad, precisión, compleción, vigencia, no violación de derechos de terceros, comerciabilidad y adecuación para un objetivo concreto) con respecto a dicha información. Sin limitación de lo anterior, ninguna parte MSCI asumirá responsabilidad alguna por cualquier daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuencial (incluidos, a título enunciativo, los daños por lucro cesante) o de cualquier otro tipo.

«BLOOMBERG®» y los índices Bloomberg enumerados en el presente documento (los «Índices») son marcas de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales, incluida Bloomberg Index Services Limited («BISL»), administradora de los Índices (conjuntamente, «Bloomberg») y han sido objeto de licencia de uso para determinados fines por parte del distribuidor del presente documento (el «Licenciario»). Bloomberg no está afiliada al Licenciario, y Bloomberg no aprueba, avala, revisa ni recomienda los productos financieros aquí mencionados (los «Productos»). Bloomberg no garantiza la puntualidad, exactitud o integridad de ningún dato o información relativa a los Productos.

Los índices se muestran únicamente con fines ilustrativos, no están gestionados y no tienen en cuenta las condiciones del mercado ni los costos asociados a la inversión. Además, la estrategia de la firma puede emplear técnicas e instrumentos de inversión que no se utilizan para generar el rendimiento de los índices. Por esta razón, el rendimiento de la firma y el de los índices no son directamente comparables.

Aunque Vontobel considera que la información facilitada en este documento se basa en fuentes fiables, no puede asumir responsabilidad alguna por la calidad, corrección, oportunidad o exhaustividad de la información contenida en este documento. Excepto en los casos permitidos por las leyes de derechos de autor vigentes, nada de esta información puede ser reproducido, adaptado, cargado a un tercero, enlazado, enmarcado, representado en público, distribuido o transmitido en ninguna forma ni por medio de ningún proceso sin el consentimiento específico por escrito de Vontobel. En la medida máxima permitida por la ley, Vontobel no será responsable de ninguna pérdida o daño que usted pudiera sufrir por utilizar o acceder a esta información, o porque Vontobel no hubiere suministrado esta información. Nuestra responsabilidad por negligencia, violación de contrato o contravención de cualquier ley que pudiera resultar de no haber suministrado esta información o alguna parte de ella, o de cualquier problema relacionado con esta información, que no pueda ser excluida conforme con la ley, se limita, a nuestra discreción y en la medida máxima permitida por la ley, a suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella, o a pagar por suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella. Ni este documento ni ninguna copia del mismo podrán ser dis-

20 Información legal

tribuidos en ninguna jurisdicción donde su distribución pueda estar restringida por la ley. Las personas que reciban este documento deberían informarse al respecto y respetar cualquier restricción vigente. En particular, este documento no se distribuirá ni entregará a personas estadounidenses y no se distribuirá en Estados Unidos.

2. Directrices e información específicas por país

La distribución y publicación de este documento, así como las inversiones descritas en él, pueden estar sujetas a restricciones en algunas jurisdicciones debido a leyes y regulaciones locales. Este documento y la información contenida en el mismo solo pueden distribuirse en países en los que el productor o el distribuidor cuenten con las licencias correspondientes. Si no se indica lo contrario en este documento, no debe asumirse que el productor o distribuidor posee dichas licencias en un país específico. Tenga en cuenta que la siguiente información específica por país debe observarse estrictamente. Salvo por los siguientes canales de distribución, este informe de investigación se considera distribuido por la empresa indicada en la portada.

Información para clientes de América Latina

La información proporcionada no constituye una oferta ni una invitación para comprar o vender valores en ninguna jurisdicción donde dicha solicitud u oferta esté prohibida por la ley. La exactitud de la información contenida en el presente documento no ha sido confirmada por el regulador del mercado de valores de ningún país dentro de América Latina. La información aquí contenida no constituye una oferta pública para vender participaciones de ningún fondo dentro del territorio de dichos países.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (“FCA”) with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. (“Vontobel”) public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (“CSSF”) with reference number A00001304 and S00001011.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glosario y fuentes

- ¹ Infraponderado significa que el Comité de Inversión de la Multi Asset Boutique tiene una preferencia menor por una clase de activo o subclase de activo.
- ² Neutral significa que el Comité de Inversión de la Multi Asset Boutique no tiene una preferencia ni mayor ni menor por una clase de activo o subclase de activo.
- ³ Sobreponderado significa que el Comité de Inversión de la Multi Asset Boutique tiene una preferencia mayor por una clase de activo o subclase de activo.
- ⁴ Rentabilidad total en dólares estadounidenses, a 18 de junio de 2025.
- ⁵ Fuente: Consejo Europeo, consilium.europa.eu/de/policies/capital-markets-union-explained/#:~:text=Die%20EU%20arbeitet%20an%20der,davon%2C%20wo%20sie%20ans%C3%A4ssig%20sind.
- ⁶ La crisis del euro, también conocida como crisis de deuda de la eurozona, fue una grave crisis económica y financiera que afectó a los países de la eurozona a partir de 2009. Tuvo su origen en la crisis financiera mundial de 2008, que puso de manifiesto las deficiencias estructurales de la zona del euro y la mala gestión fiscal de algunos Estados miembros. La crisis comenzó con Grecia, cuando en 2009 se reveló que el país llevaba años falseando sus cifras presupuestarias. Grecia ya no podía hacer frente al pago de su deuda y se vio obligada a aceptar un rescate. La crisis se extendió rápidamente a otros países, como Irlanda, Portugal, España e Italia. Estos países se enfrentaban a elevados niveles de deuda, sistemas bancarios débiles, o ambas cosas. Como muchos bancos europeos estaban fuertemente invertidos en deuda pública de los países afectados, varios gobiernos tuvieron que rescatar a sus propios bancos para evitar el colapso del sistema financiero.
- ⁷ Sur de Europa: Media de España, Portugal e Italia.
- ⁸ El coeficiente de capital de nivel 1 (también conocido como coeficiente de capital básico) es un parámetro clave de la regulación bancaria. Indica cuánto capital básico posee un banco en relación con sus activos ponderados por riesgo. El capital básico es la forma de capital de mayor calidad de un banco y consiste principalmente en acciones ordinarias y beneficios no distribuidos. Un coeficiente de capital básico 1 elevado indica que un banco tiene una base de capital sólida y está mejor equipado para afrontar riesgos financieros.
- ⁹ Los gastos netos por intereses del sector público como porcentaje del PIB miden cuánto gasta un gobierno en pagos de intereses en relación con el tamaño de su economía. Se trata de un indicador importante de la salud financiera de un gobierno y de la sostenibilidad de su deuda.
- ¹⁰ Fuente: Artículo de la BBC, publicado el 5 de marzo de 2025. bbc.com/news/articles/c981w25y5wpo
- ¹¹ Fuente: Comisión Europea, commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en
- ¹² Fuente: Comisión Europea, publicado el 29 de enero de 2025. germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-stellt-kompass-fur-wettbewerbsfahigkeit-vor-2025-01-29_de?prefLang=en
- ¹³ La IRA fue promulgada por el presidente Joe Biden en 2022 y, entre otras cosas, tiene como objetivo fomentar la inversión en energía limpia.
- ¹⁴ Fuente: «Energy Transition Investment Trends» de 2025 de BloombergNEF, publicado el 30 de enero de 2025. about.bnef.com/blog/global-investment-in-the-energy-transition-exceeded-2-trillion-for-the-first-time-in-2024-according-to-bloombergnef-report/
- ¹⁵ Fuente: artículo de Reuters, publicado el 16 de diciembre de 2022, reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-come-back-germany-2022-12-16/
- ¹⁶ Fuente: Comisión Europea, commission.europa.eu/topics/energy/repowereu_en?
- ¹⁷ Fuente: artículo del Foro Económico Mundial, publicado el 6 de septiembre de 2023. weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/
- ¹⁸ Fuente: nota de prensa del Ministerio de economía, comercio e industria de Japón, publicada el 10 de febrero de 2023. meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html
- ¹⁹ Fuente: informe de la AIE, publicado en mayo de 2024, iea.org/energy-system/industry/critical-minerals
- ²⁰ Fuente: nota de prensa del Departamento de energía de Estados Unidos, publicada el 20 de diciembre de 2024. energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers
- ²¹ Fuente: informe de la AIE, publicado el 10 de abril de 2025. iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surging-electricity-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works
- ²² La inflación subyacente del PCE es una medida de las variaciones de los precios al consumo en EE.UU. que excluye los alimentos y la energía para reflejar las tendencias de la inflación subyacente. Es el indicador preferido de la Reserva Federal para seguir la presión inflacionista a largo plazo.
- ²³ Los valores cíclicos suben y bajan con la economía, mientras que los defensivos se mantienen estables porque venden bienes o servicios esenciales que la gente necesita en cualquier situación económica.
- ²⁴ Los índices de gestores de compras (PMI) son encuestas que miden la salud de la economía mediante el seguimiento de la actividad empresarial. Una lectura por encima de 50 indica crecimiento, mientras que por debajo de 50 señala contracción.
- ²⁵ Irán es una potencia energética: su producción ronda los 3,3 millones de barriles por día (bpd), y se estima que exporta más de 2 millones de bpd de petróleo y combustible.
- ²⁶ El estrecho de Ormuz conecta el golfo Pérsico con el golfo de Omán y el mar Arábigo, y separa Irán de la península arábiga.
- ²⁷ La Reserva Estratégica de Petróleo (SPR, por sus siglas en inglés) se considera la mayor fuente mundial de crudo de emergencia. Fue creada principalmente para reducir el impacto de interrupciones en el suministro de productos petrolíferos y cumplir con las obligaciones de EE. UU. en el marco del programa energético internacional. Las reservas, propiedad del gobierno federal, se almacenan en enormes cavernas subterráneas de sal en cuatro sitios a lo largo de la costa del golfo de México.
- ²⁸ La Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados. Es una coalición de los 12 miembros de la OPEP más 10 países productores de petróleo que no pertenecen a la OPEP.
- ²⁹ Tras la invasión rusa de Ucrania (2022), la administración Biden autorizó ventas de emergencia desde la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR), lo que la redujo en más del 40%.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zúrich
Suíza
vontobel.com

