

Vontobel

Investors' Outlook

**Coser costuras
deshilachadas**

Junio de 2025

2 Contenido



3 Editorial

4 Estrategia de inversión

Enhebrar la aguja

6 Aspectos destacados del mercado

La corona del dólar estadounidense se tambalea

12 Clases de activos en foco

16 Pronóstico

19 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: 3 de julio de 2025)

Concepto
MetaDesign AG

Creación y realización
Vontobel

Imágenes
Gettyimages,
Vontobel

Fecha límite de entrega para esta edición
4 de junio de 2025

Observaciones
Ver «Información legal» en la página 17

Coser costuras deshilachadas



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Estimados lectores:

Los mercados han sorprendido a muchos desafiando lo que parecía un panorama económico deshilachado. El parche político entre Estados Unidos y China – una tregua comercial de 90 días – ayudó a calmar las tensiones más inmediatas. Washington redujo temporalmente los aranceles desde el 145% a los productos chinos – un nivel a todas luces desconcertante – al 30%, mientras que Pekín rebajó sus gravámenes al 10%. Poco después, el presidente de EE.UU., Donald Trump, se puso la camiseta negociadora y alcanzó importantes acuerdos en Oriente Medio.

Esta evolución superó las expectativas de los inversores y mejoró la percepción. Los mercados respondieron con optimismo ante la posibilidad de que se pudiera reparar lo peor de los daños ocasionados por los aranceles. Todo ello impulsó la esperanza de que la economía estadounidense pudiera recuperar algo de tracción tras un flojo comienzo de año, arrastrada por el aumento de las importaciones antes del Día de la Liberación. Desde las conversaciones comerciales hasta la guerra entre Rusia y Ucrania, los esfuerzos diplomáticos son positivos, pero todavía no suponen una vuelta a la estabilidad y, en nuestra opinión, siguen siendo fuentes de tensión. No obstante, creemos que los mercados se han apresurado demasiado en descontar los aspectos positivos. Y cuando el optimismo se convierte en consenso, puede dejar poco margen para subidas del mercado.

Una gran incógnita es si un aplazamiento temporal de las medidas políticas puede restablecer la confianza antes de que se produzcan desgarrs más fundamentales en el tejido económico. En EE.UU., la contratación y el consumo se han ralentizado y el mercado de trabajo parece

encontrarse en un punto de inflexión: las empresas no están contratando agresivamente, pero tampoco han empezado a despedir con intensidad.

La Reserva Federal se encuentra en una situación similar, a la espera. A diferencia de los ciclos anteriores que desencadenaron intervenciones de emergencia, la tensión del mercado tras el Día de la Liberación no alcanzó ese nivel. Creemos que los inversores podrían tener que esperar aún para el próximo recorte de tipos de la Fed.

Mientras tanto, la reciente rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos por parte de Moody's también ha vuelto a centrar la atención en otros temas preocupantes, como el abultado déficit presupuestario, impulsado en parte por la perspectiva de que se aprueben rebajas fiscales sin otra fuente que aporte los ingresos que se pierdan, y por los efectos del proyecto de ley fiscal de Trump.

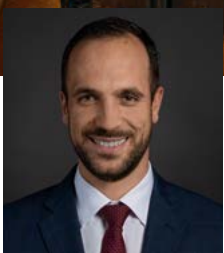
Los últimos meses han puesto de relieve la importancia de la diversificación geográfica y por clases de activos. A pesar de la debilidad del dólar estadounidense y de que cada vez se habla más de la desdolarización, cabe destacar que no todos los activos denominados en dólares han sufrido por igual. Mientras que los bonos del Tesoro estadounidense han sufrido presiones de venta, las acciones y la deuda corporativa estadounidenses han aguantado bastante bien.

En este Investors' Outlook, analizamos el dólar estadounidense y ponemos a los mercados bajistas de la divisa bajo la lupa, exploramos el entorno macroeconómico actual y compartimos nuestras reflexiones sobre las clases de activos.

Es poco probable que el camino que queda por recorrer sea sencillo, pero, como gestores activos, no tiramos de todos los hilos sueltos.

→ Webcast

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



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

Enhebrar la aguja

Después de que en abril los titulares relacionados con el comercio desestabilizaran la confianza de los mercados, provocando fuertes ventas tanto en la renta variable como en la renta fija, mayo ayudó a recomponer las cosas. La mejora del flujo de noticias y los avances en los acuerdos comerciales de EE.UU. favorecieron el repunte de los mercados, mientras que los datos de inflación y del mercado laboral se han mantenido intactos, al menos por ahora.

Creemos que la fase más perturbadora de la guerra comercial probablemente haya quedado atrás. El alivio se reflejó rápidamente en las encuestas. La Encuesta Global de Gestores de Fondos de Bank of America¹ mostró que las expectativas de un aterrizaje duro² cayeron al 26% en mayo, frente al casi 50% de abril. Pero tanto las empresas como los consumidores siguen teniendo dificultades para evaluar el alcance del daño económico que pueden haber infligido las tensiones comerciales. Es crucial que la incertidumbre siga disminuyendo para evitar que el debilitamiento de los datos blandos (por ejemplo, las encuestas de confianza de los consumidores y las empresas) se extienda a los datos duros (por ejemplo, el mercado laboral estadounidense).

Los meses de abril y mayo sirvieron como poderosos recordatorios de que las medidas políticas de Trump chocan con algunas limitaciones, ya que sus movimientos encontraron resistencia no solo en Wall Street, sino también en el extranjero. En mayo, el ministro de Finanzas de Japón, Katsunobu Kato, sugirió que sus reservas del Tesoro «actúan como una carta» en las conversaciones comerciales. Más tarde suavizó su comentario³, pero los inversores interpretaron el mero reconocimiento como un cambio sutil pero significativo en la comunicación. Japón es el mayor tenedor extranjero de bonos del Tesoro.

A finales de mes, Moody's rebajó la calificación crediticia de EE.UU. de «Aaa» a «Aa1», aludiendo a la preocupación por el creciente endeudamiento del Gobierno y el aumento de los costes del servicio de la deuda. Al ser la última de las tres principales agencias de calificación en actuar (después de S&P en 2011 y Fitch en 2023), la rebaja apenas afectó a la renta variable, pero empujó al alza los rendimientos estadounidenses a largo plazo.

El Comité de Inversión de la Multi Asset Boutique ha decidido no modificar su asignación de activos. Véase la página 5 para más detalles.

¹ Ver «Glosario y fuentes» en la p. 19.

	INFRAPONDERADO ⁴		NEUTRAL ⁵	SOBREPONDERADO ⁶		
	significa- tivamente	ligeramente		ligeramente	significa- tivamente	
1 Liquidez				→		Mantenemos nuestra sobreponderación en efectivo y estamos preparados para aprovechar las oportunidades que surjan.
2 Bonos		→				Mantenemos nuestra visión negativa sobre el segmento de renta fija. Los rendimientos de los bonos estadounidenses siguen navegando por un panorama complejo, ya que la atención vuelve a centrarse en las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y de 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. Si bien es cierto que el atractivo de los bonos del Tesoro como «refugio seguro» ha disminuido, creemos que seguirán contando con un apoyo fundamental (debido a la falta de alternativas al profundo y líquido mercado de bonos del Estado y al papel del dólar estadounidense como moneda de reserva mundial). Mantenemos una posición infraponderada en bonos corporativos con grado de inversión. Tras el estrechamiento de los diferenciales gracias a las noticias positivas sobre el comercio, los rendimientos no nos ofrecen una compensación suficiente en relación con los niveles históricos, dados los elevados riesgos y la volatilidad del mercado. Lo mismo ocurre con los bonos de alto rendimiento, donde mantenemos nuestra posición infraponderada. Seguimos neutrales con respecto a los bonos en moneda fuerte de los mercados emergentes (ME).
3 Renta variable				→		Mantenemos una ligera sobreponderación en acciones, con preferencia por las acciones de los ME. Las noticias positivas sobre el comercio han respaldado una fuerte recuperación de las acciones mundiales. Si bien los temores de recesión han remitido, persisten los riesgos relacionados con los aranceles y el déficit estadounidense, mientras que las valoraciones ya han vuelto a niveles elevados. Esto deja a los mercados vulnerables a nuevos retrocesos, mientras que la falta de visibilidad general sigue justificando, en nuestra opinión, un enfoque cauteloso a la hora de asumir riesgos. Mantenemos una posición neutral en la renta variable estadounidense. Seguimos sobreponderando la renta variable de los ME. La reducción de la exposición a los activos estadounidenses por parte de los inversores, junto con la debilidad del dólar estadounidense, también podría actuar como catalizador de una mayor rentabilidad de la renta variable de los ME.
4 Oro			→			Reiteramos nuestra posición neutral en el oro. El metal amarillo había subido a un máximo histórico de 3.500 USD por onza a finales de abril, antes de que el amplio repunte del apetito por el riesgo y la mejora del sentimiento empujaran al oro temporalmente por debajo de los 3.200 USD. Aunque consideramos que el metal amarillo es estructuralmente atractivo, los acontecimientos de mayo nos han llevado a ser algo más cautelosos a corto plazo.
5 Materias primas			→			Mantenemos nuestra neutralidad con respecto a las materias primas. Aunque esta clase de activos puede ser interesante para diversificar la cartera, podría verse sometida a presión si el crecimiento económico se ralentiza aún más o si la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) deciden inundar el mercado con petróleo.
6 Estrategias alternativas			→			Seguimos manteniendo una visión neutral sobre los fondos alternativos y el sector inmobiliario.

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

Cambios mensuales: sin cambios → aumento ↗ disminución ↘



La corona del dólar estadounidense se tambalea

Por qué la reciente debilidad del dólar estadounidense podría ser solo el principio y qué significa para los inversores.



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



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



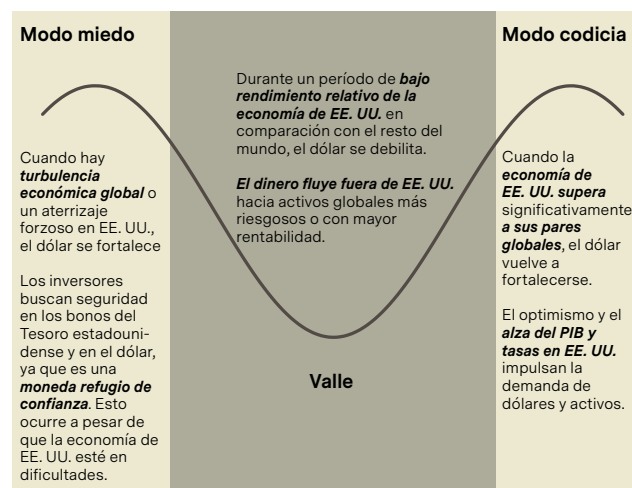
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Cualquier inversor familiarizado con el mercado de divisas (FX) sabe que, en este ámbito, el dólar es el rey. Desde el final de la Segunda Guerra Mundial, el billete verde⁸ ha reinado como moneda de reserva mundial. Esto significa que las instituciones extranjeras (por ejemplo, gobiernos, bancos centrales) mantienen activos denominados en dólares (por ejemplo, bonos del Tesoro de EE. UU.) para gestionar el valor de sus divisas, piden préstamos en dólares para asegurar a sus acreedores contra el riesgo cambiario o, simplemente, utilizan el dólar para pagos internacionales o transacciones comerciales. Este dominio ha sido un «privilegio exorbitante» para EE.UU., ya que «a la Oficina de Grabado e Impresión le cuesta solo unos céntimos producir un billete de 100 USD, pero otros países tienen que desembolsar 100 USD en bienes reales para obtener uno¹⁰».

La teoría de la «sonrisa» del dólar

Sin embargo, el sistema de tipo de cambio flotante¹¹ utilizado por muchas economías significa que ni siquiera el rey de las divisas es inmune a las fluctuaciones de la oferta y la demanda. Aquí es donde entra en juego la teoría de la sonrisa del dólar. Acuñada hace unos 20 años

Gráfico 1: La teoría simplificada explica la relación entre las condiciones económicas y el valor del dólar



Fuente: Stephen Jen, simplificado por Vontobel.

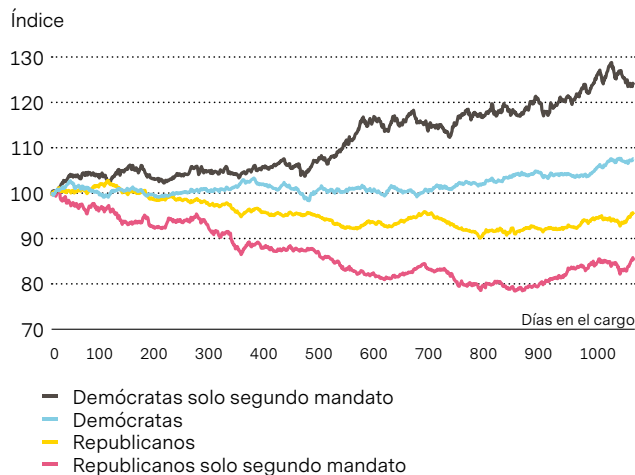
8 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 2: Ha habido tres importantes mercados bajistas del USD después de Bretton Woods



Fuente: LSEG, Vontobel, a 16 de mayo de 2025.

Gráfico 3: Los republicanos tienden a preferir un USD débil



Rendimiento promedio del índice USD con diferentes presidentes (indexado a 100 = inicio del mandato)

Fuente: LSEG, Vontobel, a 16 de mayo de 2025. Datos desde 1970.

por el economista Stephen Jen, la teoría describe cómo tiende a comportarse el dólar en relación con la salud de la economía estadounidense. Representada visualmente como una sonrisa, la teoría sugiere que el dólar tiende a fortalecerse en dos escenarios: durante épocas de auge económico y durante períodos de crisis económica mundial. El lado izquierdo de la sonrisa representa un entorno de «modo miedo», en el que las dificultades económicas mundiales llevan a los inversores a refugiarse en el dólar como valor seguro. El lado derecho refleja el «modo codicia», cuando la fortaleza de la economía estadounidense atrae la inversión e impulsa el dólar. Sin embargo, en el centro de la sonrisa, cuando la economía mundial es estable pero la estadounidense no destaca necesariamente, el dólar suele debilitarse (gráfico 1).

Los mercados bajistas del dólar y cómo se producen

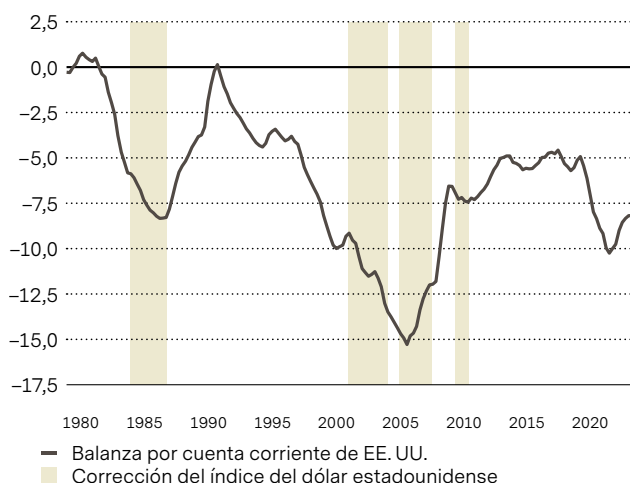
Cuando el dólar se estanca «en la cuneta» durante demasiado tiempo, puede entrar en un mercado bajista. En la historia moderna se han producido tres mercados bajistas de este tipo (gráfico 2). El primero fue provocado por el colapso del sistema de Bretton Woods. Establecido en 1944 en la conferencia de Bretton Woods, los representantes de 44 naciones aliadas acordaron vincular el valor del dólar al oro y vincular otras monedas al dólar. Inicialmente, el sistema funcionó bien. Sin embargo, con el tiempo, EE.UU. se enfrentó a retos económicos crecientes (por ejemplo, la creciente presión fiscal derivada de la

guerra de Vietnam y los programas de la «Gran Sociedad»¹² del presidente Lyndon B. Johnson, o la elevada inflación). Mientras tanto, países como Alemania y Japón experimentaban un rápido crecimiento económico. En la década de 1960, el dólar se había sobrevalorado considerablemente. Otros países, preocupados por la alta valoración del dólar y el creciente déficit estadounidense, comenzaron a exigir cada vez más oro como «cobertura»¹³ para sus activos en dólares. Pero en ese momento, el volumen de dólares en circulación superaba con creces el suministro de oro de EE.UU. En 1971, el presidente Richard Nixon puso fin de facto a la convertibilidad del dólar en oro (un acontecimiento conocido como el «shock Nixon»). El mercado bajista del dólar que siguió se prolongó hasta principios de la década de 1980, cuando el presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, subió agresivamente los tipos de interés.

El segundo gran mercado bajista tuvo lugar entre 1985 y 1995. La política monetaria restrictiva de Volcker, junto con la política fiscal expansionista del presidente Ronald Reagan, provocó otra apreciación del dólar. Además, EE.UU. registraba un elevado déficit comercial, mientras que sus principales socios comerciales (por ejemplo, Japón y Alemania) registraban importantes superávits comerciales¹⁴. La sobrevaloración del dólar encareció las exportaciones estadounidenses y abarató las importaciones, lo que agravó el desequilibrio comercial. Para abor-

Gráfico 4: El deterioro del déficit comercial de EE. UU. a menudo va seguido de un dólar débil

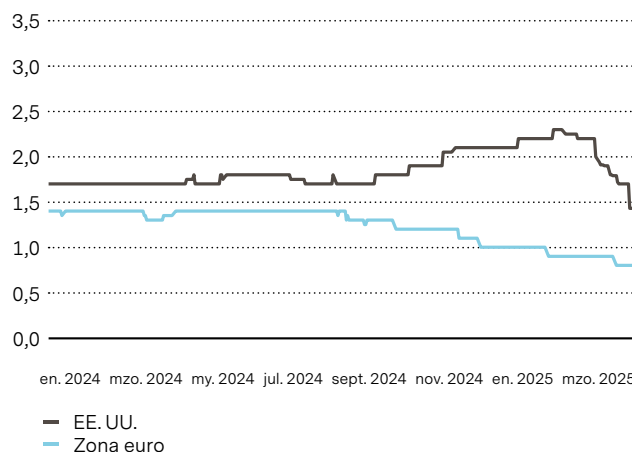
En % del producto interno bruto (PIB)



Fuente: LSEG, Vontobel, a 16 de mayo de 2025.

Gráfico 5: El excepcionalismo del crecimiento de EE. UU. probablemente ya quedó atrás

Previsión del PIB para 2025, en %



Fuente: Bloomberg, a 16 de mayo de 2025

dar esta cuestión, se firmó el Acuerdo del Plaza de 1985, un acuerdo entre EE.UU., Reino Unido, Francia, Alemania Occidental y Japón para depreciar el dólar frente al yen japonés y el marco alemán.

El tercer gran mercado bajista se prolongó desde 2002 hasta 2008. Durante ese periodo, EE.UU. no solo registró un importante déficit comercial, sino que también aumentó el endeudamiento para financiar recortes fiscales y gastos militares. Mientras tanto, otras economías (en particular China) crecían más rápido que la estadounidense, lo que llevó a los inversores a buscar mayores rendimientos en mercados no estadounidenses. En medio de una serie de conmociones, entre ellas el estallido de la burbuja puntocom, los atentados del 11 de septiembre y las primeras etapas de la crisis financiera mundial, la Reserva Federal recortó los tipos de interés en un esfuerzo por apoyar la economía estadounidense y restablecer la confianza de los inversores en los activos estadounidenses¹⁵.

¿Se aprecia un patrón? Los mercados bajistas del dólar suelen producirse cuando se dan una o varias de las siguientes condiciones: la valoración del dólar es elevada, el déficit comercial y fiscal de EE. UU. es alto (y debe reducirse), el crecimiento económico de EE. UU. ha alcanzado su punto álgido, los inversores se vuelven hacia activos no estadounidenses, la Fed tiene más margen para

recortar los tipos de interés que otros bancos centrales y/o los riesgos geopolíticos han alcanzado un punto álgido. Curiosamente, los tres principales mercados bajistas del dólar se produjeron mientras un presidente republicano estaba en el cargo.

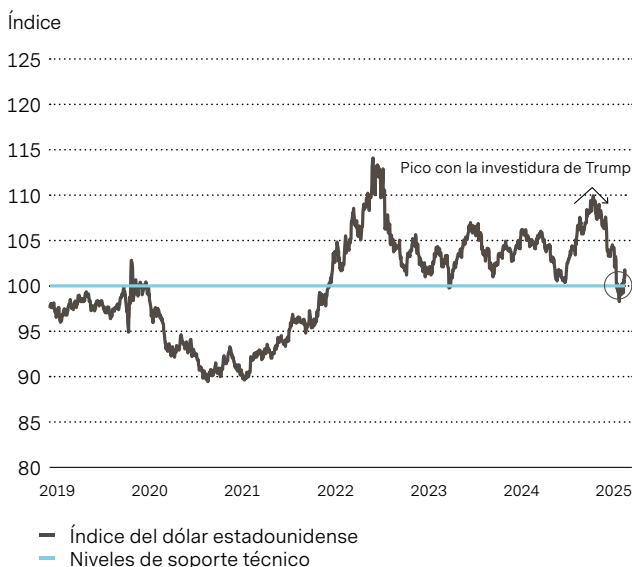
Por qué creemos que ya nos encontramos en las primeras fases de otro mercado bajista del dólar

Al observar la situación actual, es difícil no preguntarse si nos encontramos al borde de otro mercado bajista del dólar. Creemos que la respuesta es sí. Para empezar, vuelve a haber un presidente republicano en la Casa Blanca (que ha expresado abiertamente su preferencia por un dólar más débil¹⁶ (gráfico 3). Más allá de la política, el dólar también parece estar muy valorado desde el punto de vista de la paridad del poder adquisitivo¹⁷, lo que históricamente ha sido un precursor habitual de la devaluación.

En tercer lugar, la economía estadounidense se enfrenta a importantes desequilibrios comerciales. Según la Oficina de Análisis Económico de EE.UU., el déficit de bienes y servicios del país se situó en 140 500 millones USD en marzo de 2025. Un dólar más débil podría ayudar a reequilibrar el comercio estadounidense al abaratar las exportaciones estadounidenses para los compradores extranjeros y encarecer las importaciones para los consumidores estadounidenses (gráfico 4). En cuarto lugar, EE.UU. vuelve a vivir por encima de sus posibilidades.

10 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 6: Los inversores se vuelven contra el dólar

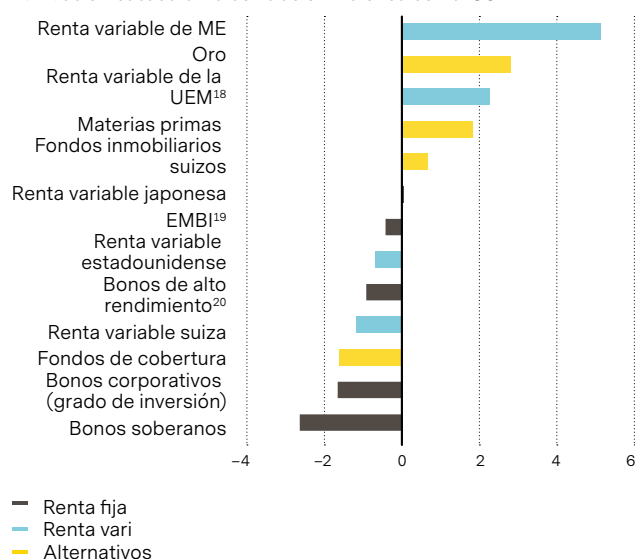


Fuente: LSEG, Vontobel a 16 de mayo de 2025.

La Oficina Presupuestaria del Congreso estima que el déficit presupuestario federal ascendió a 1,1 billones USD en los primeros siete meses del año fiscal 2025 (196.000 millones USD más que en el mismo periodo del año anterior). Como resultado, EE.UU. gasta ahora más en su deuda que en defensa, una situación que difícilmente puede mantenerse. En quinto lugar, hay cada vez más indicios de que la era del excepcionalismo del crecimiento estadounidense a la que nos hemos acostumbrado, especialmente tras la pandemia de Covid-19, podría estar llegando a su fin. Esto se debe, en parte, al enfoque político del presidente Donald Trump, que ha causado estragos en la confianza de los consumidores y las empresas estadounidenses, y en parte a otras razones específicas de cada país (por ejemplo, la inesperada reforma del freno al endeudamiento en Alemania). Una encuesta de Bloomberg muestra que los economistas han reducido significativamente sus previsiones sobre el producto interior bruto (PIB) de EE.UU. (gráfico 5). Un menor crecimiento de EE.UU. podría permitir a la Fed recortar los tipos de interés más que otros bancos centrales y reducir la ventaja del dólar en términos de rentabilidad. Por último, la confianza de los inversores hacia EE.UU. parece haberse deteriorado. La postura de «máxima presión» de Trump en materia de comercio y política exterior ha provocado salidas de activos denominados en dólares y ha contribuido a la debilidad de esta divisa (gráfico 6).

Gráfico 7: Multi-activos: ¿qué funcionó mejor en periodos de debilidad del USD?

Puntuación basada en la correlación histórica con el USD



Fuente: LSEG, Vontobel. A 16 de mayo de 2025. Datos 2008 – 2025.

Los rendimientos pueden subir o bajar debido a las fluctuaciones cambiarias.

Riesgos para nuestra visión bajista del dólar

Aunque creemos que es probable que se produzca un mercado bajista del dólar, existen algunos riesgos que podrían poner en tela de juicio esta perspectiva de forma temporal. Aunque el atractivo del dólar como valor refugio puede haber perdido parte de su brillo, podría volver a resurgir, por ejemplo, si la Fed adopta una postura demasiado restrictiva o si se produce una recesión profunda.

Entonces, ¿qué significa esto para nosotros como inversores multiactivos? Desde una perspectiva histórica, en el pasado, los mercados bajistas del dólar crearon unos pocos ganadores y perdedores (lo cual no es sorprendente). Las acciones de los ME y europeas, el oro y las materias primas fueron los que mejor se comportaron, mientras que los bonos gubernamentales y corporativos fueron los que peor se comportaron (véase el gráfico 7). ¿Por qué decimos que esto «no es sorprendente»? En primer lugar, muchos ME se endeudan en dólares. Un dólar más débil abarata la financiación de la deuda para estos países, lo que libera más capital para el crecimiento y la inversión. En segundo lugar, un dólar más débil también abarata los bienes y servicios de los ME para los compradores internacionales, lo que impulsa las exportaciones y fortalece estas economías. En tercer lugar, un dólar más débil suele incentivar a los inversores

Gráfico 8: El estatus del dólar como moneda reserva aún no ha sido cuestionado

Atributos de las monedas clave y alternativas

ATRIBUTOS DE LA MONEDA	USD*	EUR*	CNY*	JPY*	GBP*	INR*	BTC*	ORO*
Depósito de valor	■	■	■	■	■	■	■	■
Medio de cambio	■	■	■	■	■	■	■	■
Unidad de cuenta	■	■	■	■	■	■	■	■
FACTORES ECONÓMICOS								
Cuenta de capital abierta	■	■	■	■	■	■	■	■
Posibilidad de sostener políticamente el déficit por cuenta corriente	■	■	■	■	■	■	■	■
Escala de la economía	■	■	■	■	■	■	■	■
Participación en el comercio mundial	■	■	■	■	■	■	■	■
Mercados financieros: Tamaño, profundidad y apertura	■	■	■	■	■	■	■	■
Uso de la moneda como referencia	■	■	■	■	■	■	■	■
Economía estable	■	■	■	■	■	■	■	■
GEOPOLÍTICA								
Sólido sistema de alianzas geopolíticas	■	■	■	■	■	■	■	■
Potencia naval, aérea y cibernética dominante	■	■	■	■	■	■	■	■

■ Alto ■ Medio ■ Bajo

*USD = Dólar estadounidense, EUR = Euro, CNY = Yuan chino, JPY = Yen japonés, GBP = Libra esterlina, INR = Rupia india, BTC = Bitcoin
Fuente: Atlantic Council's Dollar Dominance Monitor, Alpine Macro, Vontobel. A mayo de 2025.

a buscar mayores rendimientos en otros lugares (por ejemplo, en los ME o en Europa). En cuarto lugar, muchos ME dependen en gran medida de las exportaciones de materias primas. Dado que las materias primas se cotizan generalmente en dólares, un dólar más débil puede provocar un aumento de los precios de las materias primas, lo que beneficia a estas economías.

El trono está disputado, no vacante

Las predicciones sobre la pérdida del dólar como moneda de reserva mundial no son nada nuevo. Durante años, los países del BRICS²¹ han debatido la creación de una alternativa al dólar respaldada por sus propias monedas. La Iniciativa del Cinturón y Ruta de la Seda²² de China de 2013 también se consideró un intento de reducir la dependencia de China del dólar y promover el comercio y la inversión en yuanes. Más recientemente, la guerra entre Rusia y Ucrania y la posterior congelación de las reservas de divisas del banco central ruso por parte de los países occidentales reavivaron los esfuerzos por desdolarizar la economía. En la cumbre del BRICS celebrada en Kazán (Rusia) en 2024, los participantes volvieron a plantear la idea de una moneda de reserva (denominada «la Unidad») que podría estar respaldada por oro. El presidente ruso, Vladimir Putin, incluso presentó lo que parecía ser un prototipo de billete del BRICS.

Aunque esperamos un dólar estructuralmente más débil, no creemos que su estatus de moneda reserva se vea seriamente amenazado por el momento. Esto se debe a que cualquier moneda que aspire a desempeñar ese papel debe cumplir varios criterios importantes. En primer lugar, debe reunir las tres características fundamentales de una moneda (es decir, debe servir como depósito fiable de valor, medio de intercambio ampliamente aceptado y unidad de cuenta). En segundo lugar, el país emisor de la moneda también debe cumplir varios requisitos. Aunque no existe una lista definitiva, un análisis del Departamento del Tesoro de EE.UU. ofrece un buen punto de partida: 1) el tamaño de la economía nacional, 2) la importancia de la economía en el comercio internacional, 3) el tamaño, la profundidad y la apertura de los mercados financieros, 4) la convertibilidad de la moneda, 5) el uso de la moneda como paridad fija y 6) las políticas macroeconómicas nacionales. Lo ideal es que la moneda de reserva mundial también cumpla varios «criterios geopolíticos²³». Esto significa que el país emisor de la moneda debe poder aprovechar las ventajas de un sistema de alianzas geopolíticas sólidas y poseer un poder naval, aéreo y cibernético dominante. Si observamos el gráfico 8, vemos que, aunque hay posibles candidatos, el dólar sigue superando claramente a sus rivales en el cumplimiento de estos criterios clave para ser moneda reserva²⁴.

Tensión en el telar



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

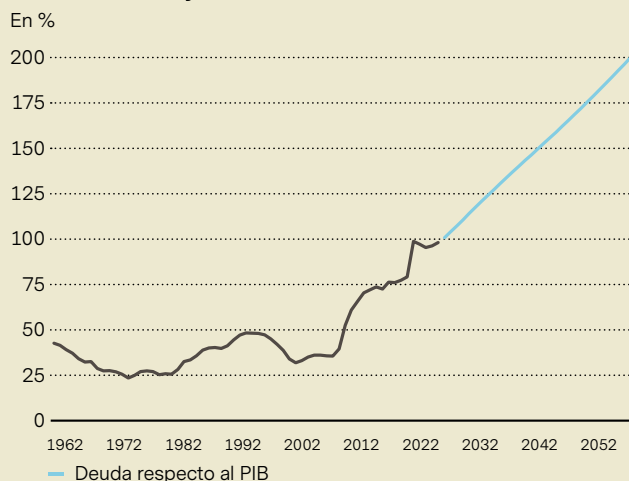
La última rebaja de la calificación crediticia de EE.UU. por parte de Moody's fue más una confirmación que una sorpresa, pero pone de relieve el creciente problema del déficit de Washington, justo cuando los inversores se preparan para una avalancha de nuevos bonos del Tesoro. Sin un sustituto real para la deuda estadounidense, los tipos podrían seguir siendo volátiles, pero los cimientos del mercado parecen sólidos. Mientras tanto, la Fed se mantiene firme y apunta a una estrategia de «esperar y ver» hasta otoño, mientras los inversores reducen sus expectativas a dos recortes de tipos este año.

La decisión de Moody's de retirar a EE.UU. su última calificación de máxima solvencia tiene más peso simbólico que consecuencias reales para el mercado. Cuando S&P dio ese primer paso en 2011, la conmoción fue real. Cuando Fitch siguió sus pasos años más tarde, la rebaja apenas llamó la atención. Ahora, la decisión de Moody's confirma en gran medida lo que los mercados ya habían descontado: la trayectoria fiscal de EE.UU. es preocupante y el sistema político no ofrece muchas garantías.

La pregunta clave es si esto se convertirá en el detonante que esperaba el mercado de bonos. Los inversores están nerviosos, con déficits crecientes y una avalancha de nuevas emisiones empujando al alza las yields. Puede que Moody's no mueva los mercados por sí sola, pero pone de relieve la falta de voluntad (o la incapacidad) de Washington para frenar el gasto. Las propuestas para prorrogar los recortes fiscales de la era Trump, por ejemplo, añadirían más de 3,5 billones USD al déficit en la próxima década²⁵. Si se hicieran permanentes, empujarían la ratio deuda/PIB de EE. UU. hacia el 200% en tan solo una generación²⁶ (gráfico 1), un nivel solo superado por Japón y Sudán. La falta de alternativas serias al profundo y líquido mercado de deuda pública estadounidense significa que, aunque es probable que el aumento del déficit fiscal mantenga elevadas las primas a plazo y la volatilidad del mercado, el apoyo general al mercado del Tesoro se mantiene intacto.

Los inversores siguen esperando que la Fed relaje su política antes de fin de año. Si los datos confirman que la inflación se está enfriando, el crecimiento se está desacelerando y la contratación se está debilitando, la Fed actuará con rapidez en lugar de dar palos de ciego. Los responsables políticos han repetido el mismo mensaje: primero paciencia, luego acción. Algunos afirman que se necesitan más datos antes de plantearse recortes, y señalan las tensiones comerciales y las perspectivas de crecimiento desigual. Por lo tanto, los inversores han reducido a la mitad sus expectativas de recortes de tipos en solo unas semanas (gráfico 2). Por ahora, la postura de la Fed es clara: mantener la estabilidad, observar los datos y reevaluar en septiembre.

Gráfico 1: Efectos presupuestarios de la ley tributaria de mayo de 2025



Fuente: LSEG, The Budget Lab at Yale, Vontobel; a 21 de mayo de 2025.

Gráfico 2: ¿Qué cree el mercado? Recortes de tipos descontados hasta diciembre de 2025



Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de mayo de 2025.

Volvamos al principio: ¿qué pasará después del rally?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

La narrativa arancelaria dio un giro radical, que culminó con la tregua entre China y EE. UU. a mediados de mayo. Esto ayudó a los mercados a recuperar la mayor parte de las pérdidas anteriores, y el repunte se vio impulsado aún más por una sólida temporada de resultados del primer trimestre. La pregunta ahora es: ¿qué camino seguirán los mercados?

La rentabilidad total ha sido sólida en la mayoría de los mercados desde la tregua del 9 de abril, especialmente en las acciones tecnológicas de gran capitalización y relacionadas con la inteligencia artificial de EE. UU. (gráfico 1). Estas siguen representando más del 40 % de la capitalización bursátil del índice S&P 500 y más de un tercio de sus beneficios, lo que las mantiene en el centro de la historia bursátil estadounidense en general.

Sin embargo, las previsiones de beneficios para todo el año para los mercados bursátiles en general siguen bajando, excepto en los ME. Con el repunte posterior a abril, las valoraciones han repuntado hasta situarse cerca de los máximos de principios de año. El S&P 500 cotiza ahora a más de 20 veces el ratio precio/beneficio (P/E)²⁷

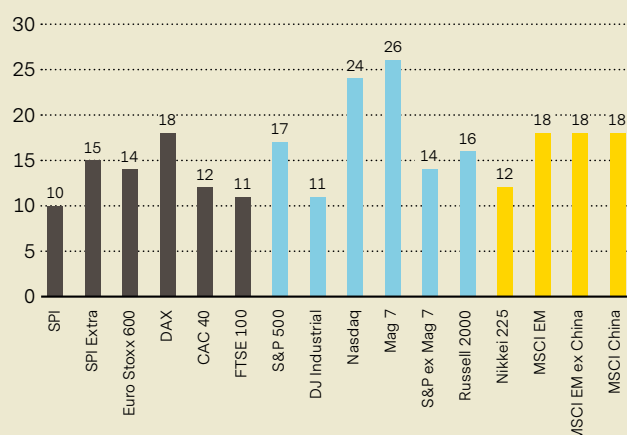
previsto para 2025, excluyendo las acciones tecnológicas y las Magnificent 7²⁸, y en torno a 22 veces en general, ambos muy por encima de la media de los últimos diez años. Europa y los ME muestran patrones similares, aunque los extremos son menos pronunciados (gráfico 2).

¿Se ha descontado ya por completo el riesgo de los aranceles? No lo creemos. Persisten tres riesgos clave. En primer lugar, las tensiones comerciales podrían recrudecerse este verano, como se vio recientemente con Europa. En segundo lugar, a pesar de algunas reducciones, los aranceles medios siguen siendo elevados, entre el 15 % y el 18 %, muy por encima de los niveles de cierre de 2024. Ahora afectan a más de 150 países y a 3 billones USD en importaciones estadounidenses. Suponer que no habrá ningún impacto en el crecimiento podría ser demasiado optimista. En tercer lugar, las tiras de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años han vuelto a subir recientemente por encima del 4,5 %, en parte debido al aumento de las expectativas de inflación, lo que históricamente ha sido un entorno desfavorable para las acciones.

Las estimaciones de beneficios a la baja para 2025 podrían sentar las bases para un fuerte repunte en 2026, ayudado por efectos de base favorables. Salvo que se produzcan perturbaciones graves y suponiendo que la inflación se mantenga moderada, es probable que la Fed opte por recortar los tipos, lo que podría impulsar la expansión de los múltiplos. Esta perspectiva respalda nuestra postura constructiva sobre la renta variable, con una sobreponderación continuada en los ME.

Gráfico 1: ¿Qué sucedió en las bolsas después del anuncio de la tregua de 90 días el 9 de abril?

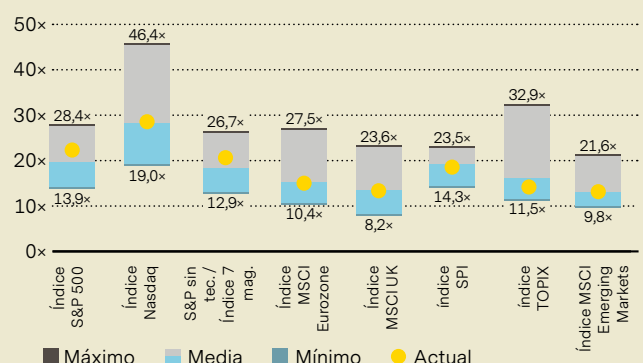
Rentabilidad total en divisas locales, en %



Fuente: LSEG, Vontobel; a 22 de mayo de 2025.
Los rendimientos pueden aumentar o disminuir debido a las fluctuaciones de divisas.

Gráfico 2: Comparación de la ratio precio-beneficio* a plazo en 2025 con los últimos 10 años

Estimaciones de la ratio precio-beneficio a plazo correspondientes a 2025



*La ratio precio-beneficio a plazo es una métrica de valoración que se utiliza para evaluar el valor relativo de las acciones de una empresa respecto al potencial de beneficios futuros

Fuente: LSEG, Vontobel; a 22 de mayo de 2025.

El momento Mona Lisa del crudo



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

Desde que Leonardo da Vinci pintara la enigmática sonrisa de Mona Lisa en un lienzo hace más de 500 años, el mundo ha reflexionado sobre su significado. Hoy, la curva del crudo también esboza una sonrisa. Pero, a diferencia de la de la Mona Lisa, su significado es menos misterioso²⁹.

Cualquiera que observe la curva de futuros del crudo se encuentra actualmente con una imagen agradable. La curva parece «sonreír», es decir, tiene una pendiente descendente («en backwardation») en la parte delantera, pero ascendente («en contango») en la parte posterior³⁰. Esta estructura poco habitual indica una escasez a corto plazo, pero un exceso de oferta a largo plazo.

Un ejemplo de ello se produjo en 2014, cuando el crudo Brent cotizaba a 115 USD por barril en junio, para caer por debajo de los 60 USD a finales de año. Entre los factores que impulsaron la caída de 2014 se encuentran el exceso de oferta provocado por el auge del esquisto en EE.UU., la menor demanda debido a la desaceleración de las economías de Europa y China, y la política de

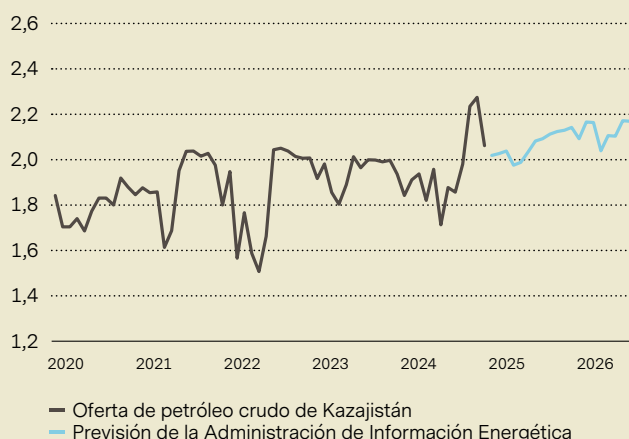
producción de OPEP+, que se negaron a recortar su propia producción de petróleo a pesar del exceso de oferta). Factores similares han dado lugar a la «sonrisa» actual.

Aunque el mercado está preparado para beneficiarse del apoyo estacional (temporada de conducción en EE. UU.) a corto plazo, es probable que haya un exceso de oferta a largo plazo. La guerra comercial, junto con los temores de crecimiento económico que conlleva, frena la demanda de petróleo. Mientras tanto, la OPEP+ ya no intenta mantener la oferta artificialmente baja: ha anunciado aumentos de producción mayores de lo esperado para abril, mayo y junio, de casi un millón de barriles al día. Hay varias explicaciones posibles para ello: el deseo de complacer a Donald Trump (que ha pedido una bajada de los precios del petróleo) o el intento de castigar a los productores excesivos dentro del grupo (que se ven perjudicados por los precios más bajos). Sea cual sea la motivación, Arabia Saudí, el líder de la OPEP+, parece haber matado dos pájaros de un tiro. En primer lugar, Kazajistán, conocido por su producción excesiva, ha vuelto al redil, al menos por ahora (gráfico 1). En segundo lugar, también ha puesto palos en las ruedas a los productores que no pertenecen a la OPEP+³¹ (gráfico 2).

Esa combinación es la razón por la que nuestras perspectivas para el petróleo son estructuralmente bajistas, a menos que Trump vuelva a apuntar a Irán, como hizo durante su primer mandato. Sin embargo, ese escenario no es nuestro caso base, ya que entraría en conflicto con su deseo de que los precios del petróleo se sitúen en 50 USD o por debajo.

Gráfico 1: Kazajistán, que es un país sobreproductor, ha prometido ceñirse a la cuota asignada

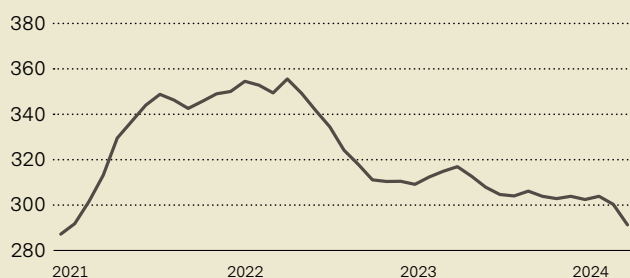
Millones de barriles al día



Fuente: LSEG, Vontobel; a abril de 2025.

Gráfico 2: La disminución de los pozos en la Cuenca Pérmica* se ha acelerado

Número de pozos**



*La Cuenca Pérmica se extiende desde el este de Nuevo México y cubre la mayor parte del occidente de Texas. Se considera la mayor región productora de petróleo de EE.UU.

**El número de pozos activos es un indicador inicial de la demanda de productos que se emplean a la hora de perforar, finalizar, producir y procesar hidrocarburos.

Fuente: Baker Hughes, Vontobel; a 21 de mayo de 2025.

Tensiones monetarias



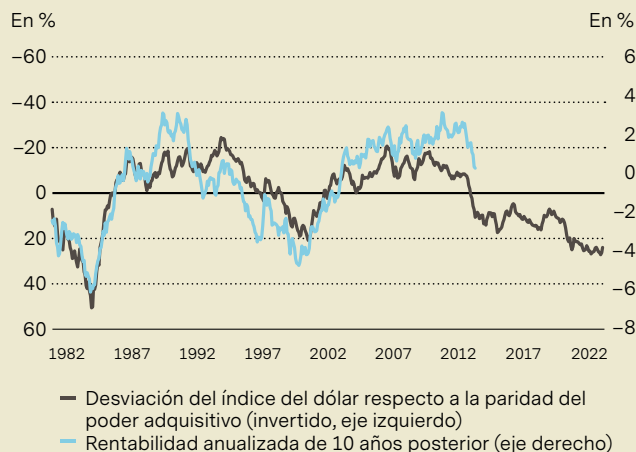
— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Cada vez son más las especulaciones sobre la posibilidad de que se esté gestando una versión moderna del Acuerdo del Plaza, impulsada por la fuerte apreciación de monedas asiáticas como el dólar taiwanés y el won coreano. Independientemente de que exista o no una coordinación entre bastidores, en nuestra opinión, la trayectoria general del dólar estadounidense cada vez más parece una prolongada caída provocada por desequilibrios estructurales.

Por supuesto, el dólar estadounidense desempeña un papel fundamental en las finanzas mundiales. Pero lo que está cambiando es la confianza que sustenta ese papel. La confianza se está erosionando y el dólar ha comenzado a retroceder desde sus máximos, aunque sigue estando sobrevalorado (gráfico 1). Además, el aumento de los tipos a largo plazo de los bonos del Tesoro estadounidense ya no respalda al dólar, sino que coincide con una nueva debilidad. La rebaja de Moody's puso de relieve el empeoramiento de las perspectivas fiscales de EE.UU. Las vulnerabilidades estructurales, como los déficits por cuenta corriente y fiscales están empezando a hacer mella.

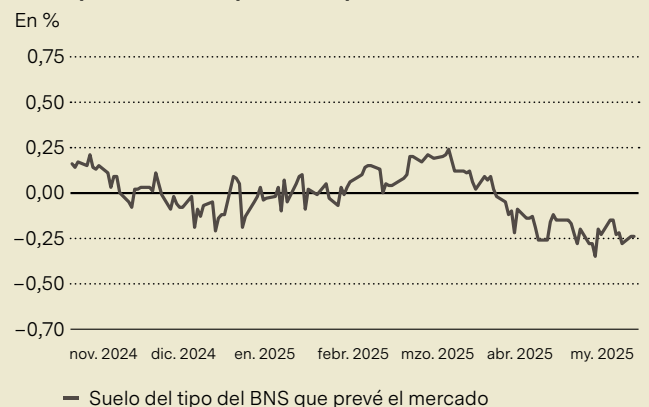
En otros lugares, Suiza se desliza hacia la de deflación³² y el Banco Nacional Suizo (SNB) se está quedando sin opciones. Tras iniciar el ciclo de flexibilización del G-10 en marzo de 2024, ahora se enfrenta a una inflación en desaparición, con una cifra global del 0% y una inflación subyacente del 0,6%. Sin el efecto retardado del aumento de los alquileres, el crecimiento de los precios probablemente ya sería negativo. Y ese apoyo se está desvaneciendo rápidamente: la caída de los tipos hipotecarios de referencia está a punto de arrastrar a la baja la inflación de los alquileres en los próximos meses. Se espera que el SNB vuelva a recortar los tipos en junio, situando el tipo oficial en cero. Es probable que eso no ponga fin al ciclo de flexibilización. Si la inflación sigue débil, son posibles más recortes, incluso por debajo de cero. Los mercados ya descuentan un recorte más, hasta el -0,25% (gráfico 2). Volver a los tipos negativos es el último recurso, ya que son impopulares y potencialmente contraproducentes, ya que perjudican los beneficios de los bancos y pueden contribuir poco a impulsar el crédito. En el mejor de los casos, podrían debilitar el franco, pero con la flexibilización del Banco Central Europeo, los diferenciales entre los tipos de ambas zonas podrían seguir favoreciendo al franco. Si la moneda no responde a los tipos, el SNB podría recurrir a la intervención directa en el mercado de divisas. En resumen, el SNB se encuentra en una encrucijada: la inflación es demasiado baja, los tipos están cerca de cero y el franco es demasiado fuerte. Una rebaja hasta cero parece inminente. Más allá de eso, las opciones se complican.

Gráfico 1: Cuando los excesos de valoración se corrigen



Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de mayo de 2025.
Los rendimientos pueden aumentar o disminuir debido a las fluctuaciones de divisas.

Gráfico 2: El nivel de soporte baja: los mercados reducen las expectativas respecto al tipo terminal del BNS



Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de mayo 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	1,5	2,2	2,3	
Zona euro	0,9	0,9	0,8	1,1	
EE. UU.	2,8	2,0	1,4	1,5	
Japón	0,1	1,7	0,8	0,8	
Reino Unido	0,9	1,3	1,0	1,1	
Suiza	1,3	1,6	1,1	1,4	
Australia	1,0	1,3	1,8	2,3	
China	5,0	5,4	4,3	4,0	

INFLACIÓN	2024 ³	ACTUAL ⁴	2025	2026	VISIÓN DE VONTOBEL EN 2025 ⁵
			CONSENSO	CONSENSO	
Zona euro	2,4	2,2	2,1	1,9	→
EE. UU.	3,0	2,3	3,1	2,8	→
Suiza	1,1	0,0	0,4	0,7	↓

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	2,25	1,91	1,87	↓
USD (tipo de los fondos federales, límite superior)	4,50	4,50	4,30	3,60	↓
CHF	0,50	0,25	0,00	0,00	→

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	2,65	2,56	2,78	↓
USD	4,57	4,58	4,18	4,1	↓
CHF	0,33	0,40	0,43	0,56	↓

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	0,93	0,94	0,95	↑
CHF por USD	0,91	0,83	0,83	0,82	↓
USD por EUR	1,04	1,13	1,14	1,16	↑

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	64	67	69	↓
Oro, USD por onza troy	2 625	3 312	3 048	3 103	→
Cobre, USD por tonelada métrica	8 768	9 534	9 200	9 605	↓

Nota: Las opiniones están actualizadas a mayo 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.

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.

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 distribuidos 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.

18 Información legal

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 Fuente: Bank of America, Global Fund Manager Survey, mayo de 2025
- ² Un aterrizaje brusco se produce cuando una economía se desacelera bruscamente tras un periodo de crecimiento, lo que a menudo desemboca en una recesión.
- ³ Fuente: Artículo de Bloomberg, publicado el 4 de mayo de 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasuries-in-trade-negotiations](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasuries-in-trade-negotiations)
- ⁴ 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.
- ⁵ 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.
- ⁶ 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.
- ⁷ La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados (OPEP+) es un influyente grupo de productores que representa a países exportadores de petróleo como Arabia Saudí, Irán y Rusia.
- ⁸ Apodo del dólar estadounidense, derivado del color verde del reverso de los billetes de dólar.
- ⁹ El término «privilegio exorbitante» (privilege exorbitant) fue acuñado por primera vez en la década de 1960 por el ministro de Finanzas francés Valéry Giscard d'Estaing.
- ¹⁰ Fuente: Barry Eichengreen: «Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System» (2012).
- ¹¹ Un sistema de tipo de cambio flotante es aquel en el que el valor de la moneda de un país sube y baja libremente en función de la cantidad que la gente quiere comprar o vender, en lugar de estar fijado por el gobierno.
- ¹² Conjunto de iniciativas gubernamentales puestas en marcha en la década de 1960 para reducir la pobreza, mejorar la educación, proporcionar asistencia sanitaria y promover los derechos civiles en los Estados Unidos.
- ¹³ Reservas de oro utilizadas para garantizar o respaldar el valor de los activos denominados en dólares en poder de gobiernos extranjeros.
- ¹⁴ Esto significa que Estados Unidos importó más bienes, servicios y capital de lo que exportó, mientras que otros países exportaron más de lo que importaron.
- ¹⁵ La bajada de los tipos de interés en EE. UU. puede reducir la rentabilidad de los activos denominados en dólares.
- ¹⁶ Fuente: Artículo de Bloomberg, publicado el 18 de julio de 2024. [bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities](https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities)
- ¹⁷ Compara el valor de diferentes divisas a través del coste de una cesta común de bienes y servicios, y se utiliza a menudo para evaluar si una moneda está infravalorada o sobrevalorada en relación con otra.
- ¹⁸ Las acciones de la UEM se refieren a acciones de empresas con sede en países que forman parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de la Unión Europea.
- ¹⁹ EMBI significa Índice de Bonos de Mercados Emergentes (Emerging Market Bonds Index).
- ²⁰ Alto rendimiento se refiere a bonos que ofrecen tasas de interés (rendimientos) más altas debido a que conllevan un mayor riesgo de crédito.
- ²¹ Los países BRICS estaban compuestos originalmente por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica. En 2025, hay 10 países miembros: Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica, Egipto, Etiopía, Indonesia, Irán y los Emiratos Árabes Unidos.
- ²² Plan de China para invertir en carreteras, ferrocarriles, puertos y otros proyectos en todo el mundo con el fin de facilitar el comercio y reforzar su influencia global.
- ²³ Fuente: «Informe al Congreso sobre políticas económicas y cambiarias internacionales» del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos(2009), home.treasury.gov/system/files/206/FXReportFINALOctober152009.pdf
- ²⁴ Fuente: Dollar Dominance Monitor (2025) del Atlantic Council, atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/
- ²⁵ Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 22 de mayo de 2025. [reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/](https://www.reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/)
- ²⁶ Fuente: Artículo del Washington Post, publicado el 22 de mayo de 2025. [washingtonpost.com/business/2025/05/22/trump-tax-bill-debt-investor-bonds/](https://www.washingtonpost.com/business/2025/05/22/trump-tax-bill-debt-investor-bonds/)
- ²⁷ La relación precio/beneficio (P/E) futura es una métrica de valoración utilizada para evaluar el valor relativo de las acciones de una empresa en función de su potencial de beneficios futuros.
- ²⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms y Tesla.
- ²⁹ La curva del crudo, también conocida como curva de futuros del petróleo, es una representación gráfica de los precios de los contratos de futuros del crudo. Muestra el precio del petróleo para su entrega en diferentes momentos en el futuro. La forma de la curva puede indicar las expectativas del mercado sobre los precios futuros del petróleo.
- ³⁰ Cuando un mercado se encuentra en backwardation, el precio a plazo del contrato de futuros es inferior al precio al contado actual. Cuando un mercado se encuentra en contango, el precio a plazo es superior al precio al contado.
- ³¹ Los productores que no pertenecen a la OPEP+ necesitan precios del petróleo mucho más altos que los productores de la OPEP+ para alcanzar el umbral de rentabilidad. Si los precios del petróleo son demasiado bajos, los productores que no pertenecen a la OPEP+ suelen reducir su producción.
- ³² Fuente: Artículo del Wall Street Journal, publicado el 5 de mayo de 2025. [wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7](https://www.wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7)

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zúrich
Suiza
vontobel.com

