Vontobel

Investors' Outlook

Unir los puntos



Septiembre 2026

Contenido





3
Editorial

4
Estrategia de inversión

Un verano cruel

6
Aspectos destacados del mercado

Con cariño, Kevin

14
Clases de activo en el 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
Clémence Rusek,
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: 1 de octubre de 2026)

Concepto
MetaDesign AG

Creación y realización
Vontobel

Imágenes
Gettyimages,
Vontobel

Fecha límite de entrega para esta edición
2 de septiembre de 2026

Fecha de publicación
3 de septiembre de 2026

Observaciones
Ver «Información legal» en la página 19

Unir los puntos



—
Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Estimados lectores:

Ahora que esta publicación vuelve tras su parón estival, hay muchos puntos que unir. Pero no todos ellos conducen necesariamente a la misma conclusión. Tomemos como ejemplo la economía. El «Dr. Copper»[1] nos quiere hacer creer que está en pleno auge, impulsada por la demanda de centros de datos, redes eléctricas e infraestructura de inteligencia artificial (IA). El índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan, por otro lado, lleva años indicándonos lo contrario, señalando repetidamente una recesión que aún no se ha materializado. El gasto de los consumidores se ha mantenido bien, y la economía en forma de «K»[2] ayuda a explicar por qué: los hogares más acomodados han seguido gastando,[3] mientras que los de rentas más bajas han notado mucho más la presión.

Otras preocupaciones de los inversores han remitido por ahora. En nuestra opinión, es poco probable que el crédito privado sea la ficha de dominó que lo derrumbe todo. El mercado se mantiene alerta mientras el sector asimila algunos préstamos morosos y la demanda de los prestatarios vuelve a dirigirse hacia los bancos y los mercados públicos. El tráfico por el estrecho de Ormuz se ha recuperado ligeramente, lo que ha atenuado en parte los temores sobre el crecimiento. Y la eterna pregunta de cuánto tiempo puede durar el auge de la inversión en capital fijo en el sector de la IA ha sido respondida, hasta ahora, por los resultados empresariales. Las preocupaciones sobre una subida de tipos por parte de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) en su próxima reunión de septiembre se habían disipado ante la debilidad del empleo y una inflación inferior a la esperada. Sin embargo, el tono más restrictivo del presidente de la Fed, Kevin Warsh, en Jackson Hole llevó a los mercados a volver a contemplar una subida.

Además, vemos algunas nubes en el horizonte. Las ventas minoristas de EE.UU. han decepcionado durante dos meses consecutivos y, aunque dos informes no bastan para hablar de una recesión, nos dan otra razón para no perder de vista al consumidor. La otra señal que nos hace reflexionar proviene del mercado de bonos. Los rendimientos a largo plazo han subido a máximos de varios años, y el secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, está intentando contrarrestar esta tendencia duplicando el volumen de las recompras previstas de bonos a más largo plazo para aliviar parte de la presión. Aun así, los inversores exigen una mayor compensación por mantener deuda de mayor duración, en medio de las preocupaciones por los elevados déficits y la inflación. El consiguiente aumento de la prima de plazo[4] es una de las razones por las que estamos observando un «empinamiento bajista»[5] de la curva de yields, lo que históricamente no ha sido una señal muy positiva para la renta variable.

Por ahora, mantenemos nuestra sobreponderación en renta variable y veremos hasta qué punto las acciones pueden impulsar la rentabilidad a partir de aquí. No obstante, creemos que es prudente buscar más activos potencialmente defensivos que ayuden a equilibrar los riesgos en las carteras, razón por la cual hemos mejorado la calificación del oro, ya que creemos que está bien posicionado para beneficiarse de un posible debilitamiento del dólar estadounidense y, además, ofrece una cobertura frente al riesgo geopolítico. En esta edición de Investors' Outlook, analizamos más detenidamente cómo podría cambiar la Fed bajo Warsh (que probablemente preferiría eliminar un conjunto concreto de puntos), explicamos lo que ha estado sucediendo en los mercados de renta fija y compartimos nuestras opiniones sobre el metal amarillo.

Puede que no todas las piezas encajen a la perfección, pero seguiremos uniéndolas para ayudar a nuestros clientes a entender lo que puede deparar el futuro.

→ Webcast
Para ver nuestro webcast sobre los desarrollos recientes del mercado, haga clic **aquí**.

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





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



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

Un verano cruel

El verano apenas ha supuesto un respiro, ni en lo que respecta a las temperaturas ni a los mercados. Las tensiones entre EE.UU. e Irán se reavivaron, lo que provocó una subida de los precios del petróleo, mientras que las dudas sobre el gasto en IA lastraron a las acciones tecnológicas. Posteriormente, los sólidos resultados empresariales y la demanda de infraestructura de IA contribuyeron a la recuperación de la renta variable. Los bonos se mostraron menos indulgentes, ya que la deuda pública estadounidense superó los 40 billones USD y las preocupaciones por el elevado volumen de emisiones empujaron al alza los rendimientos a largo plazo.

La economía mundial, y especialmente la de EE.UU., se ha mantenido bien. Creemos que el crecimiento perderá algo de impulso a partir de ahora, ya que los bancos centrales ofrecen menos apoyo que a principios de año, el margen para nuevos estímulos fiscales parece limitado y los riesgos geopolíticos no han desaparecido. Pero no esperamos que la desaceleración lleve a la economía a una recesión.

Creemos que la inflación está abocada a descender ligeramente, a pesar de la presión ejercida por los precios de la energía durante el verano. Esperamos que la inflación de los bienes en EE.UU., que los aranceles han impulsado al alza temporalmente, se modere aún más. Es probable que el impacto de la crisis del petróleo también se vaya atenuando a medida que se desvíen más rutas de transporte de crudo para sortear las interrupciones en el estrecho de Ormuz. Así pues, aunque la inflación sigue por encima del objetivo tanto en EE.UU. como en la zona del euro, prevemos que las recientes presiones del lado de la oferta se vayan aliviando en los próximos meses. Esto debería permitir a los bancos centrales adoptar un enfoque más paciente respecto a nuevas subidas de tipos. Los inversores pasaron gran parte del verano centrados en el petróleo y la inflación, pero el mercado laboral estadounidense se ha ido debilitando en segundo plano. Teniendo en cuenta el doble mandato de la Fed, una inflación más moderada y un enfriamiento del mercado laboral podrían darle una buena razón para mantener su política sin cambios. En nuestra opinión, el listón para las subidas de tipos está alto.

El Comité de Inversiones de Vontobel Multi Asset Boutique ha decidido reducir su exposición a los bonos del Estado de neutral a infraponderada y elevar la del oro de neutral a sobreponderada. Encontrará los detalles de nuestra asignación de activos en la página 5.

	INFRAPONDERADO[6] significativamente	INFRAPONDERADO[6] ligeramente	NEUTRAL[7]	SOBREPONDERADO[8] ligeramente	SOBREPONDERADO[8] significativamente	
1 Liquidez			→			Mantenemos una postura neutral respecto al efectivo, pero estamos preparados para aprovechar las oportunidades que surjan.
2 Renta fija	↘					Hemos pasado de una posición neutral a una de infraponderación en bonos de gobierno, lo que sitúa nuestra posición global en renta fija en una infraponderación significativa. A falta de una recesión, que no esperamos que se produzca en un futuro previsible, consideramos que los argumentos a favor de los bonos de gobierno son menos convincentes. El crecimiento económico resistente, la persistente incertidumbre sobre la inflación, la perspectiva de mayores primas de plazo bajo el liderazgo de Warsh al frente de la Fed y las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y el elevado volumen de emisión de deuda siguen lastrando esta clase de activos. Seguimos manteniendo una sobreponderación en bonos de alto rendimiento. Sus rendimientos se mantienen por encima de la media de los últimos 10 años, mientras que su menor duración hace que esta clase de activos sea menos sensible a la inflación y a las subidas de los tipos de interés.
3 Renta variable				→		Mantenemos nuestra posición de sobreponderación en renta variable, expresada principalmente a través de acciones de mercados emergentes. Los mercados bursátiles han absorbido en gran medida la volatilidad geopolítica y relacionada con la IA del verano. El contexto macroeconómico sigue siendo resistente, con un fuerte impulso de los beneficios, un apoyo fiscal continuado y la inversión en capital fijo relacionada con la IA como principales motores del apetito por el riesgo.
4 Oro				↗		Hemos elevado la recomendación sobre el oro de neutral a sobreponderar, ya que observamos un perfil de riesgo-rentabilidad más atractivo. Tras un sólido comienzo de año, los precios se vieron sometidos a presión cuando el conflicto con Irán impulsó al alza el petróleo y el dólar estadounidense y reavivó las preocupaciones sobre la inflación y el endurecimiento monetario. Esa ola de ventas eliminó gran parte del exceso especulativo del mercado. Desde entonces, los datos más débiles de EE.UU. han atenuado las preocupaciones sobre una postura más agresiva de la Fed, mientras que las inquietudes sobre la sostenibilidad fiscal y la dinámica de la deuda contribuyen a reforzar los argumentos a favor del oro. La demanda de los bancos centrales sigue siendo sólida y los fondos cotizados en bolsa respaldados por oro también han vuelto a registrar entradas de capital. Si la Fed mantiene los tipos sin cambios antes de volver finalmente a los recortes, creemos que podría desaparecer uno de los últimos grandes obstáculos a los que se enfrenta el oro.
5 Materias primas			→			En 2026, las materias primas han vuelto a demostrar su papel como eficaz cobertura frente a la inflación, especialmente cuando las perturbaciones en la oferta son el principal motor del aumento de los precios. También ofrecen protección frente a la incertidumbre vinculada a las tensiones geopolíticas, lo que refuerza sus ventajas de diversificación. Sin embargo, dado que se espera que los riesgos se atenúen de cara a las elecciones de mitad de legislatura en EE.UU. y que el suministro de petróleo se recupere gradualmente, nos parece justificada una postura neutral respecto a las materias primas.
6 Estrategias alternativas			→			Nuestra visión neutral respecto a los fondos alternativos y al sector inmobiliario se mantiene sin cambios.

Nota: Las opiniones están actualizadas en agosto de 2026. Sujetas a cambios sin previo aviso.

Cambios mensuales: sin cambios → aumento ↗ disminución ↘

Con cariño, Kevin

La Fed goza de una reputación imponente, pero su historial reciente es desastroso. Ese fue el mensaje de la conferencia que Kevin Warsh pronunció en abril de 2025 en el Grupo de los Treinta (G30),[9] titulada «Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads» (Alturas dominantes: los bancos centrales en una encrucijada), en la que lanzó una crítica mordaz a lo que denominó «la agencia económica más influyente del mundo».[10]





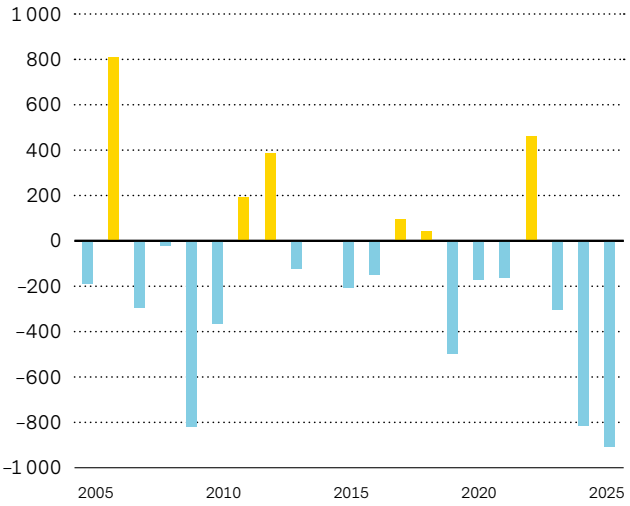
—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

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

En un panfleto de nueve páginas, Warsh expuso lo que considera los numerosos fallos de la institución que ahora dirige. En primer lugar, se refirió a lo que describió como «comida rápida de los bancos centrales». Warsh expresó su desdén por los frecuentes cambios de la Fed en sus indicadores, incluidas sus medidas preferidas de inflación. También descartó la política de dependencia de los datos del banco central por considerar que ofrece poco valor real, argumentando que los responsables políticos deberían prestar escasa atención al segundo decimal de los últimos datos del Gobierno. En su opinión, «esperar con ansias datos atrasados de unas cuentas nacionales obsoletas» que están sujetas a revisión refleja una falsa sensación de precisión más que una formulación de políticas sólida (gráfico 1). Warsh se mostró igualmente escéptico respecto a las previsiones a corto plazo. Según él, una vez que los responsables políticos publican sus proyecciones económicas, corren el riesgo de convertirse en prisioneros de sus propias palabras. Tampoco le convencía la orientación prospectiva, «una herramienta presentada a bombo y platillo durante la crisis financiera». En su opinión, esos esfuerzos por orientar las expectativas del mercado pueden haber sido adecuados en momentos de gran tensión, pero tienen poco sentido en condiciones económicas más normales.

Gráfico 1: Warsh cree que los datos económicos oficiales van con retraso y sufren revisiones importantes

¿Cuántos puestos más o menos se crearon frente al dato anterior*, en miles?

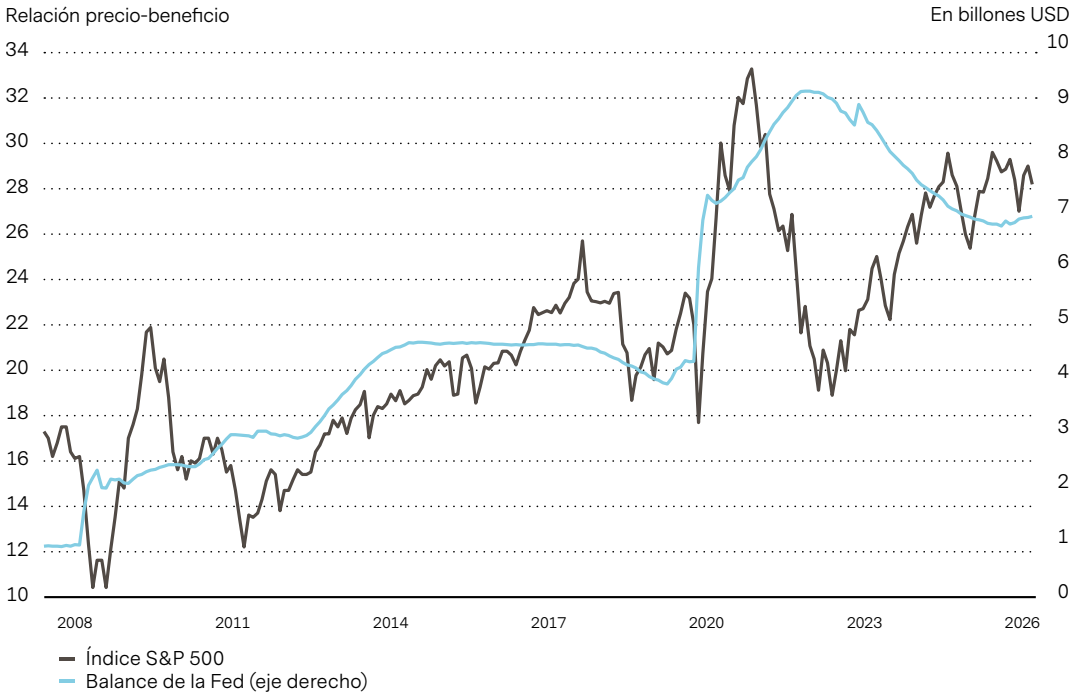


*Durante el periodo de 12 meses que finaliza en marzo

Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales, Vontobel; a 2025.
Nota: La estimación de 2013 que figura en el gráfico se refiere a la situación tras los cambios en el ámbito de aplicación de la legislación laboral.



Gráfico 2: Warsh considera que la Fed ha adquirido un peso excesivo



Fuente: LSEG, Vontobel; a 31 de julio de 2026.

A continuación vino lo que Warsh describió como «una aportación más sustancial». Más allá de la mecánica cotidiana de la formulación de políticas, argumentó que la Fed había ampliado de manera fundamental su papel en la economía estadounidense. Warsh señaló que, desde principios de la década de 1990 hasta la crisis financiera mundial, el banco central se limitó en gran medida a gestionar episodios de crisis y pánico en los mercados antes de, en sus propias palabras, «retirarse en gran medida y cumplidamente» una vez recuperada la estabilidad. Sin embargo, desde 2008, «el predominio del banco central se ha convertido en una nueva característica de la gobernanza estadounidense». A continuación, criticó a los responsables de la Fed por apoyar el gasto público durante las recesiones económicas, al tiempo que guardaban un silencio llamativo sobre la disciplina fiscal en períodos de crecimiento sostenido y pleno empleo. Aún más preocupante, argumentó, era la posición de la Fed como el mayor comprador individual de deuda del Tesoro de EE.UU. y otros pasivos respaldados por el Gobierno desde 2008. Warsh consideraba que el balance de 7 billones USD de la Fed era un «indicador de la creciente influencia de la Fed sobre la economía». En su opinión, esto había creado un ciclo que se refuerza a sí mismo: «Cada vez que la Fed entra en acción, más amplía su tamaño y alcance … se acumula más deuda … se asigna mal más capital … se traspasan más límites institucionales … y la Fed se ve obligada a actuar de forma aún más agresiva la próxima vez» (gráfico 2).

Pero Warsh no se limitó a la política fiscal. También apuntó contra el «banco central moderno», del que afirmó que se había vuelto «demasiado propenso a traficar con contrabando» al aventurarse en cuestiones con carga política que excedían su mandato legal (en otras palabras, acusó a la Fed de una «deriva de su misión»). En su opinión, la Fed debería abstenerse de tomar posición sobre asuntos sociales o políticos, a menos que supongan una amenaza clara para sus misiones fundamentales de estabilidad de precios y máximo empleo. En cuanto a esas misiones fundamentales, Warsh también acusó al banco central de cometer «errores intelectuales» que, en última instancia, condujeron a la crisis inflacionista de principios de la década de 2020. Entre ellos, argumentó, se encontraba la creencia de que la política monetaria «no tenía nada que ver con el dinero», que la Fed era meramente un espectador ante fuerzas que escapaban a su control, y que la inflación estaba impulsada principalmente por

«Putin y la pandemia» en lugar de por «el aumento del gasto público y la impresión de dinero».

El discurso de Warsh de 2025 ofreció un primer atisbo de su deseo de cambio. En los meses siguientes, aportó más elementos de reflexión, incluida su opinión de que la IA es una poderosa fuerza desinflacionaria, capaz de impulsar la productividad y reducir los costes en toda la economía.

¿Quién es este feroz crítico de la Fed?
Pocas figuras de la política económica moderna tienden puentes entre los mundos de Wall Street, el Capitolio y la banca central con tanta fluidez como Warsh. Formado en la Universidad de Stanford y en la Facultad de Derecho de Harvard, Warsh comenzó su carrera en el ámbito de las fusiones y adquisiciones en Morgan Stanley antes de ocupar el cargo de asistente especial del presidente para política económica bajo el mandato de George W. Bush.[11] Cuando fue nombrado miembro de la Junta de Gobernadores de la Fed en 2006, con tan solo 35 años, se convirtió en el gobernador más joven de la historia del banco central. Durante su mandato, Warsh se consolidó firmemente como un halcón económico. Advirtió constantemente de los riesgos a largo plazo de una inflación galopante y cuestionó la dependencia prolongada de los estímulos monetarios de emergencia. Tras oponerse al plan de Ben Bernanke de comprar 600 000 millones USD en títulos del Tesoro, Warsh dimitió de la Junta en 2011. Warsh cuenta además con un pedigrí financiero y político de élite. Su matrimonio con Jane Lauder, heredera de la fortuna de la marca de cosméticos Estée Lauder, lo convierte en la persona más rica que jamás haya dirigido el banco central. Su suegro, Ronald Lauder, no solo es un destacado donante republicano,[12] sino también un viejo amigo de Donald Trump.[13]

El replanteamiento estratégico: cinco grupos de trabajo
Para impulsar el cambio de rumbo, Warsh ha creado cinco grupos de trabajo formados por tres personas cada uno. Cada grupo reúne a expertos del mundo académico, tecnológico y de la política global para reexaminar los supuestos fundamentales de la Fed.[14]

El Grupo de Trabajo sobre Comunicaciones, codirigido por el exfuncionario del Tesoro Peter R. Fisher, el expresidente del Banco Central de Brasil Arminio Fraga y el exgobernador del Banco de Inglaterra Mervyn King, «analizará cómo la Fed transmite sus deliberaciones y decisiones de política monetaria en un contexto de incertidumbre». Fisher es conocido por ser un crítico acérrimo de la comunicación de la Fed, y sostiene que el proceso de toma de decisiones y las comunicaciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) reflejan un «consenso falso que oscurece la rendición de cuentas y aumenta la inercia».[15] Por su parte, King es conocido por su «teoría de Maradona» sobre los tipos de interés, inspirada en el «gol del siglo» que marcó la estrella argentina del fútbol Diego Maradona contra Inglaterra en el Mundial de 1986.[16] Aunque Maradona pareció regatear sin esfuerzo a cinco defensas, King argumentó que su genialidad no residía únicamente en su regate, sino en su capacidad para anticipar hacia dónde se dirigía el partido. Para los responsables de los bancos centrales, sugirió King, la lección es que los responsables políticos pueden moldear los resultados adelantándose a los acontecimientos y orientando las expectativas. Al hacerlo, los bancos centrales pueden influir en las condiciones financieras y provocar que los tipos de interés y los precios de los activos se ajusten incluso antes de que se adopte ninguna medida oficial de política monetaria.

El Grupo de Trabajo sobre Política de Balance está dirigido por la profesora de Harvard Karen Dynan, junto con Raghuram Rajan, exgobernador del Banco de la Reserva de la India y actualmente profesor en la Escuela de Negocios Booth de Chicago, y Jeremy Stein, exgobernador de la Fed y actual profesor de Harvard. Este grupo analizará «los beneficios y riesgos del actual régimen de reservas abundantes y la composición del balance de la Fed … [y] evaluará marcos alternativos para la conducción y el funcionamiento de la política monetaria». Dynan es considerada una economista que se basa en los datos. Rajan lleva mucho tiempo advirtiendo de que ampliar el balance de un banco central es mucho más fácil que revertir esa expansión. Ha argumentado que dicha expansión puede haber hecho que el sistema financiero dependa más de la liquidez del banco central, de modo que las medidas posteriores para reducir el balance pueden poner de manifiesto vulnerabilidades de financiación y requerir nuevas intervenciones.[17] Stein analiza el balance principalmente desde la perspectiva de la estabilidad financiera.[18] En lugar de recortar a ciegas su tamaño total, se centra en la composición y aboga por reorientar los activos de la Fed, pasando de los bonos del Tesoro a largo plazo y los títulos respaldados por hipotecas a letras del Tesoro a corto plazo. En su opinión, mantener un balance general amplio puede, de hecho, reforzar la estabilidad financiera, ya que proporcionar una amplia oferta de pasivos seguros a corto plazo desplaza la creación de dinero arriesgada por parte del sector privado.

El Grupo de Trabajo sobre Datos reúne al economista de Harvard Raj Chetty, al profesor de la Universidad de Chicago Kevin Murphy y al exdirector ejecutivo de Walmart Doug McMillon. Su mandato consiste en «mejorar la calidad y la puntualidad de las señales económicas reales»



que sirven de base para las decisiones de la Fed. Los miembros se inclinan en gran medida por la opinión de que los indicadores macroeconómicos tradicionales llegan demasiado tarde para captar los cambios en el comportamiento de los consumidores. Chetty fue pionero en el uso de datos alternativos para supervisar la situación económica durante la pandemia, mientras que McMillon ha observado que los enormes conjuntos de datos corporativos pueden ofrecer una visión más oportuna de la inflación, los patrones de gasto de los consumidores y la salud económica en general, a menudo semanas antes de que se publiquen los datos oficiales.

El Grupo de Trabajo sobre Productividad y Empleo cuenta con el inversor de capital riesgo Marc Andreessen, el economista de Stanford Charles I. Jones (actualmente de baja en Anthropic) y la directora ejecutiva de Xbox, Asha Sharma. Su mandato consiste en «analizar el ritmo, el alcance [y] el impacto económico de las nuevas tecnologías de uso general, incluida la IA, y explorar las implicaciones para la Fed en el cumplimiento de nuestros mandatos en materia de empleo e inflación». Dada la firme convicción de Andreessen en el poder deflacionista y transformador de la IA,[19] y el amplio enfoque académico de Jones en los modelos de crecimiento económico a largo plazo impulsados por el cambio tecnológico,[20] una cosa está clara: este grupo de trabajo tiene una postura muy optimista y favorable a la tecnología, y parece decidido a reflejar con rapidez en los modelos de la Fed el impacto económico de la rápida adopción de la IA.

El Grupo de Trabajo sobre Marcos de Inflación está dirigido por Greg Mankiw, de Harvard; Thomas Sargent, profesor de la Universidad de Nueva York y premio Nobel; y William White, investigador principal del Instituto C.D. Howe. Este grupo tiene la tarea, algo opaca, de «revisar» cómo la Fed «entiende y responde a los factores que impulsan la inflación». Mankiw no solo ha defendido que los agregados monetarios merecen mayor atención, sino que también ha bromeado diciendo que «un objetivo de inflación del 2 es mejor que uno del 2,0».[21] Sargent fue una figura destacada en la revolución de las expectativas racionales de la década de 1970. Los modelos anteriores partían del supuesto de que las personas respondían de forma pasiva a los cambios en la política fiscal y monetaria. La teoría de las expectativas racionales adoptó un punto de vista diferente, al reconocer que los individuos miran hacia el futuro, anticipan las acciones de los gobiernos y los mercados, y ajustan su comportamiento en consecuencia de la forma que creen que les reportará mayores beneficios.

Un comunicado de prensa de la Fed no indicó cuándo concluiría el trabajo de los grupos de trabajo, aunque Warsh ha afirmado que espera que la mayoría, si no todas, las conclusiones se den a conocer este año.

Lo que esperamos: un poco de revolución, un poco de evolución

Los nuevos grupos de trabajo han desatado una carrera en Wall Street para predecir qué recomendaciones se presentarán primero y cuáles podrían tener mayores implicaciones para la política monetaria y los mercados

financieros. De los cinco, creemos que el Grupo de Trabajo sobre Comunicaciones es el que tiene más probabilidades de generar cambios en la política a corto plazo. De hecho, se podría argumentar que el proceso ya ha comenzado. El comunicado del FOMC tras la primera reunión de Warsh como presidente, celebrada en junio, contenía tan solo 132 palabras, frente a las 341 del comunicado posterior a la última reunión de Powell en abril. Más notable aún es que Warsh se negó a presentar su propia proyección de tipos de interés para el «dot plot» de junio. Al hacerlo, redujo el número de puntos de 19 a 18, lo que indica explícitamente que, bajo su liderazgo, la Fed se basará menos en promesas futuras y más en datos económicos en tiempo real.[22]

En nuestra opinión, es poco probable que el ajuste del tipo de datos que tiene en cuenta la Fed o la ampliación de la gama de indicadores que supervisa encuentren mucha resistencia. Pocos responsables sostendrían que recurrir a agentes de campo para que recorran los pasillos de los supermercados y registren manualmente las etiquetas de precios para calcular la inflación siga siendo un enfoque eficaz en la era digital. De hecho, la Fed lleva años intentando aprovechar los datos del sector privado. Dicho esto, esperamos que los datos alternativos complementen, en lugar de sustituir, las estadísticas gubernamentales tradicionales. Si bien estos conjuntos de datos pueden proporcionar información oportuna, también presentan importantes limitaciones metodológicas. Los datos de precios en línea, por ejemplo, pueden recopilarse con frecuencia y ofrecer una señal temprana de las presiones inflacionistas, pero pueden no ser representativos de la cesta más amplia de bienes y servicios que consumen los hogares. Otra salvedad es que estos conjuntos de datos suelen tener un historial más corto que las estadísticas oficiales y, por lo tanto, ofrecen menos evidencia de su comportamiento en diferentes regímenes económicos.

Por el contrario, es probable que los cambios en la política de balance tarden más tiempo. Cualquier medida encaminada a la venta activa de valores respaldados por hipotecas o de bonos del Tesoro a más largo plazo, en lugar de depender únicamente de la reducción pasiva de la cartera, probablemente solo se produciría tras un prolongado proceso de revisión. Como señaló el propio Warsh: «No caigo en el error de pensar que podamos volver a la situación en la que nos encontrábamos cuando llegué a la Fed en 2006, pero creo que hay otros equilibrios sostenibles que podemos alcanzar». Consideraciones similares se aplican al marco de inflación. Entre otras cosas, creemos que Warsh quiere que el grupo de trabajo elabore una hoja de ruta para un mundo en el que las perturbaciones de la oferta se hayan convertido en la nueva normalidad y que reevalúe el marco de Objetivo de Inflación Media Flexible (FAIT) de 2020, que pretendía compensar los períodos de inflación por debajo del objetivo permitiendo que la inflación se situara moderadamente por encima del 2% durante algún tiempo.

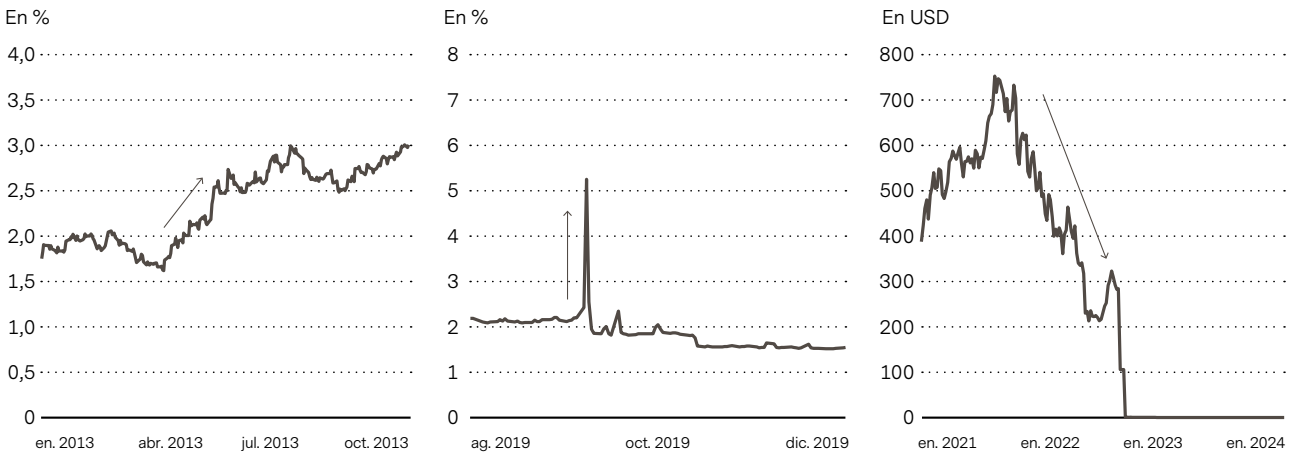
También cabría esperar que el grupo de trabajo examinara si medidas como la inflación de media recortada podrían desempeñar un papel más importante, junto con los indicadores tradicionales del gasto en consumo personal (PCE), a la hora de evaluar las presiones subyacentes sobre los precios. Sin embargo, cualquier cambio sustancial en los marcos de inflación o en los objetivos de inflación requeriría un estudio exhaustivo antes de su implementación, dadas las implicaciones potencialmente significativas para la política monetaria. Por ahora, nos parece más probable una reinterpretación del objetivo del 2% de la Fed que una redefinición formal. El propio Warsh lo insinuó cuando señaló que «el dos está a la izquierda del punto decimal», dando a entender que no hay que preocuparse por lo que hay a su derecha.[23] La misma cautela se aplica al Grupo de Trabajo sobre Productividad y Empleo. Aunque el grupo pueda explorar las implicaciones económicas del cambio tecnológico y la IA, parece haber poco interés dentro del FOMC por tomar decisiones de política a corto plazo basadas en estimaciones inciertas sobre futuras ganancias de productividad.

Estado de la relación: es complicado

Aunque Warsh se presenta a sí mismo como un agente del cambio, es probable que importantes limitaciones restrinjan su capacidad para remodelar la Fed a su imagen y semejanza. En primer lugar, la política monetaria no es un espectáculo unipersonal. El presidente de la Fed no puede gobernar por decreto, sino que debe alcanzar un consenso entre los otros 11 miembros del FOMC. La reunión de julio puso de relieve lo tenso que se ha vuelto el debate interno, con tres responsables de política monetaria en desacuerdo con la decisión de mantener los tipos sin cambios.

En segundo lugar, retirar liquidez de unos mercados financieros que se han acostumbrado al abundante apoyo del banco central es más fácil de decir que de hacer (gráfico 3). En 2013, la sugerencia del entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, de que el banco central podría empezar a reducir gradualmente sus compras de activos desencadenó el llamado «taper tantrum», lo que provocó un disparado de los rendimientos de los bonos del Tesoro y desencadenó salidas de capital de los mercados emergentes. Seis años después, las tensiones en los mercados de financiación estadounidenses provocaron un

Gráfico 3: Retirar liquidez es más fácil de decir que de hacer



- Yield de los bonos estadounidenses a 10 años
- → «Taper tantrum» de 2013: Ben Bernanke menciona de pasada que la Fed «podría reducir ligeramente el ritmo de nuestras compras».

- Tipo de financiación a un día garantizado (SOFR)
- → Colapso del mercado de repos en 2019: se retiran más de 120 millones USD en liquidez del sistema bancario en un solo día debido a los pagos trimestrales de impuestos y a la liquidación de una subasta de deuda del Tesoro. El SOFR se dispara. La Fed de Nueva York tiene que acudir al rescate.

- SVB Financial Group
- → Quiebra del Silicon Valley Bank en 2023: a partir de 2022, la Fed sube los tipos de interés en 4,75% en el plazo de apenas un año para combatir la inflación. La rápida subida de los tipos contribuye a la segunda mayor quiebra bancaria de la historia EE.UU.

Fuente: LSEG, Vontobel; gráfico de la izquierda a 31 de diciembre de 2013, gráfico del centro a 31 de diciembre de 2019, gráfico de la derecha a 27 de diciembre de 2024.

repunte inesperado de los tipos de las operaciones de recompra a un día, lo que obligó a la Fed a intervenir con inyecciones de liquidez a gran escala. Más recientemente, la quiebra del Silicon Valley Bank en marzo de 2023 puso de manifiesto la rapidez con la que pueden surgir tensiones financieras cuando el aumento de los tipos de interés deja al descubierto las vulnerabilidades acumuladas durante largos períodos de política monetaria acomodaticia.

En tercer lugar, Warsh debe hacer frente a las exigencias de una Casa Blanca a menudo impaciente. Aunque Donald Trump se ha comprometido públicamente a respetar la independencia de Warsh, el presidente tiene un largo historial de ejercer presión pública sobre el banco central. Jerome Powell se vio repetidamente en el punto de mira de Trump por la política de tipos de interés, y no hay garantía de que Warsh se libre de ello si la Fed no lleva a cabo los recortes de tipos que Trump busca.

Sin embargo, las limitaciones no equivalen a la irrelevancia. Incluso si Warsh no pudiera llevar a cabo plenamente su visión, un cambio marginal en la función de reacción de la Fed podría tener consecuencias significativas para los mercados financieros. Quizá la implicación más importante para los inversores es que el famoso «Fed put» la creencia de que el banco central flexibilizará la política monetaria para respaldar los mercados de valores durante las caídas, proporcionando así a los inversores una red de seguridad frente a las bajadas podría volverse menos fiable. Una Fed que conceda mayor importancia a la estabilidad de precios probablemente se mostraría menos dispuesta a amortiguar cada episodio de volatilidad del mercado, especialmente cuando las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas. Para que quede claro, no esperamos que la Fed se quede de brazos cruzados ante una crisis financiera. Si las cosas se ponen feas, seguiría actuando como red de seguridad. Pero el umbral para la intervención podría ser más alto, lo que haría que el apoyo de la política monetaria fuera menos automático y aumentaría la importancia de los fundamentos del mercado y de la gestión activa.

Otra consecuencia podría ser el retorno de una prima de plazo más significativa (gráfico 4). Los años de flexibilización cuantitativa comprimieron los rendimientos a largo plazo al reducir la compensación que exigían los inversores por mantener deuda pública de larga duración. Si bien las limitaciones prácticas restringen la velocidad de

Gráfico 4: ¿El regreso de la prima de plazo?



Nota: La prima de plazo se define como la compensación que exigen los inversores por asumir el riesgo de que los tipos de interés puedan variar a lo largo de la vida del bono.

Fuente: LSEG, Vontobel; a 31 de julio de 2026.

reducción del balance, una Fed menos dispuesta a contener los rendimientos a largo plazo dejaría, en general, que los inversores privados absorbieran una mayor parte del riesgo de duración de los bonos del Tesoro. Sin duda, el Tesoro podría compensar parcialmente ese cambio mediante su estrategia de emisión, por ejemplo, recurriendo en mayor medida a letras a corto plazo y en menor medida a bonos a largo plazo. Sin embargo, a falta de una compensación total, el balance de riesgos seguiría apuntando a una presión al alza sobre las primas de plazo. Su evolución final también dependerá de factores como las expectativas de inflación, la incertidumbre sobre la inflación, la dinámica fiscal y la demanda de activos seguros por parte de los inversores. Si una Fed más disciplinada logra anclar las expectativas de inflación, parte de la presión al alza sobre las primas de plazo podría compensarse. Aun así, creemos que las perspectivas generales apuntan a un nivel de equilibrio más alto para los rendimientos a largo plazo, una curva de rendimientos más pronunciada y un renovado interés por el riesgo de duración.

Una Fed que dé prioridad a la estabilidad de precios debería, en teoría, favorecer al dólar estadounidense y resultar menos favorable para los activos que no generan rendimiento, como el oro. En la práctica, sin embargo, el panorama es más matizado. Una Fed más austera, si se lleva demasiado lejos, podría lastrar el crecimiento económico y debilitar el dólar. Además, la Fed rara vez actúa de forma aislada. Es poco probable que otros bancos centrales importantes se queden de brazos cruzados, lo que significa que serán las decisiones de política monetaria relativas, y no solo la política de la Fed, las que seguirán determinando los mercados de divisas.

Warsh ha subrayado en repetidas ocasiones que su crítica surge de la admiración, más que del antagonismo. Al reflexionar sobre su discurso ante el G30 meses después, lo describió como «una carta de amor más que una crítica fría». Explicó: «Es una carta de amor porque, si la institución es capaz de reformarse a sí misma, pueden suceder grandes cosas tanto para la institución como para el país».[24]

Warsh ha entregado su carta de amor. Ahora debe averiguar si el destinatario le corresponde lo suficiente como para cambiar.

El centro de gravedad de la Fed gira hacia una postura más restrictiva



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

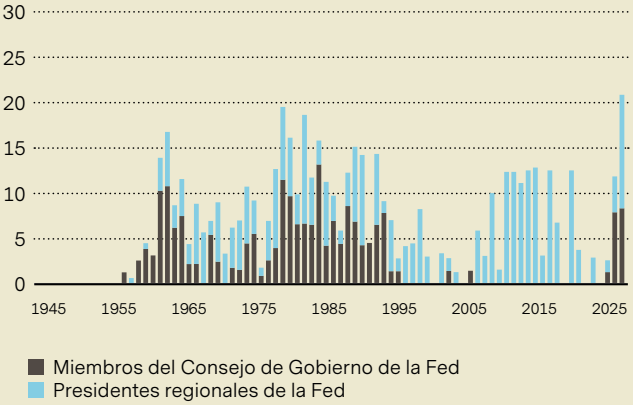
Los mercados iniciaron 2026 esperando una relajación de la Fed, pero las expectativas de tipos a finales de año han aumentado claramente, ante una inflación aún por encima del objetivo y un FOMC más restrictivo.

La reunión de julio confirmó el cambio: tres miembros votaron por una subida inmediata de 25 puntos básicos y varios señalaron que podría ser necesario un mayor endurecimiento si la desinflación se estanca (gráfico 1). Más allá de la disidencia, el FOMC debate cada vez más cuándo y en qué condiciones volver a subir los tipos. El menor énfasis de Warsh en las señales sobre el rumbo futuro de la política monetaria también ha aumentado la incertidumbre. Los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo han subido ante unas expectativas de tipos más altas, una mayor prima de plazo, la abundante oferta de deuda y las preocupaciones fiscales. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen relativamente estables, lo que sugiere que los inversores exigen una mayor compensación por la incertidumbre, mientras que la confianza en la credibilidad de la Fed parece intacta. La inflación sigue siendo la consideración clave, ya que la Fed sopesa las persistentes presiones sobre los precios frente a un mercado laboral en desaceleración.

En el segmento de grado de inversión de EE.UU., la emisión de bonos ha superado los 1,5 billones USD en lo que va de año, por encima de la cifra registrada en el mismo periodo de 2020, el año récord en cuanto a oferta. Las grandes empresas tecnológicas representan una cuota creciente, ya que la inversión en IA y centros de datos eleva sus necesidades de financiación. La demanda ha seguido el ritmo, pero el flujo de nueva deuda ha exigido mayores concesiones en las emisiones y lastrado algunos segmentos tecnológicos. Los compromisos en IA apuntan a mayores necesidades de financiación, por lo que la presión de la oferta podría persistir pese a la solidez de los balances. En el segmento de alto rendimiento, los diferenciales se mantienen en niveles históricamente bajos, pero la calidad subyacente del mercado ha mejorado considerablemente. Los emisores con calificación BB representan ahora más de la mitad del índice (gráfico 2), los emisores de alto rendimiento pueden acceder al mercado primario con facilidad y los rendimientos globales son elevados en términos históricos. La menor duración también hace que el segmento de alto rendimiento sea menos sensible a las fluctuaciones de los rendimientos de los bonos de gobierno a largo plazo. Los inversores en alto rendimiento mantienen un riesgo de tipos históricamente bajo, con una duración cercana a mínimos de 15 años, aunque a finales del año pasado era aún menor. Junto con la mejora de la calidad crediticia, creemos que los cupones siguen siendo un importante motor de rentabilidad, incluso sin una mayor compresión de los diferenciales.

Gráfico 1: Gobernadores de la Fed y presidentes regionales están mucho más dispuestos a discrepar

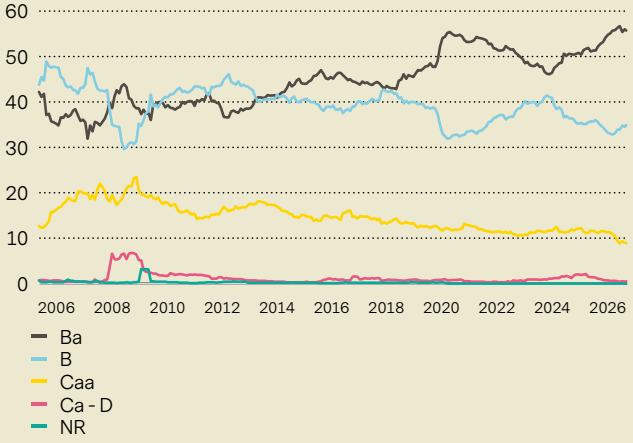
Votos discrepantes al año, en %



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis; cálculos a partir de datos oficiales de votaciones en las reuniones, Vontobel; a 29 de julio de 2026.

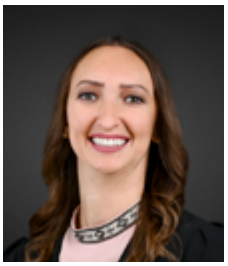
Gráfico 2: Los emisores «BB» superan la mitad del mercado, reflejando una mayor calidad que en ciclos anteriores

Distribución de calificaciones, en %



Fuente: LSEG, Vontobel; a 20 de agosto de 2026.

La tormenta veraniega de la renta variable



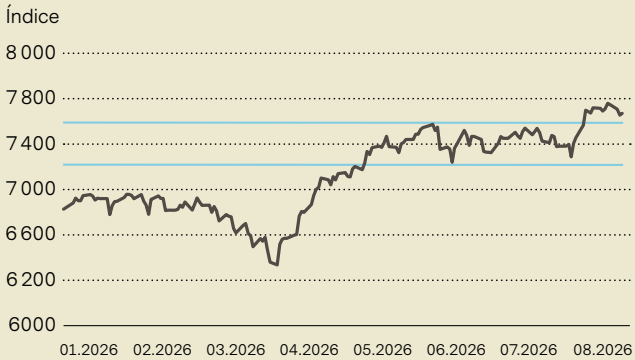
—
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Los mercados bursátiles mundiales han capeado este año su propia tormenta de verano, tras un junio y un julio turbulentos que dieron paso a un agosto más soleado.

Las acciones mundiales se mantuvieron en un rango lateral durante junio y julio, y el sector tecnológico cedió las ganancias iniciales al producirse una ola de ventas en el sector de los semiconductores. Posteriormente, en agosto, los mercados protagonizaron un impresionante repunte, rompiendo ese rango y volviendo a alcanzar nuevos máximos (gráfico 1). Los inversores se enfrentaron a tres retos principales en rápida sucesión a principios de verano. En primer lugar, las posiciones en los fabricantes de chips se habían saturado enormemente tras una fuerte racha alcista, y la liquidación se vio agravada por el recorte de las posiciones apalancadas en Corea del Sur. Al mismo tiempo, los avances en IA en China reavivaron un debate más amplio sobre la rentabilidad de las enormes cantidades de capital que se están invirtiendo en IA. En segundo lugar, los precios del petróleo volvieron a dispararse hacia los 100 USD por barril a mediados de julio, al recrudecerse las tensiones entre EE.UU. e Irán, lo que avivó los temores de que la inflación pudiera volver a acelerarse. En tercer lugar, esos riesgos de inflación llevaron a los mercados a descontar una trayectoria más restrictiva de la política de la Fed.

Algunas de estas preocupaciones se atenuaron en agosto. La corrección de las acciones de semiconductores parece haber terminado. La situación en el estrecho de Ormuz sigue sin resolverse, pero los precios del petróleo se han mantenido bajo control. Aunque los comentarios de Warsh en el simposio de Jackson Hole fueron más restrictivos de lo esperado, creemos que el listón para una subida de tipos por parte de la Fed sigue estando alto. La temporada de resultados del segundo trimestre supuso un apoyo adicional, con un crecimiento de los beneficios por acción (BPA) de alrededor del 50 %, el mayor crecimiento trimestral de los beneficios fuera de un contexto de recuperación tras una recesión. Creemos que también confirmó que el ciclo de la IA sigue firmemente intacto. Los «cuatro grandes» hiperescaladores[25] subieron en conjunto alrededor de un 10 % en julio tras publicar sus resultados. La conclusión clave fue que la demanda de recursos informáticos sigue siendo excepcionalmente fuerte, mientras que la oferta continúa limitada. La cartera de pedidos volvió a crecer, manteniendo elevados los gastos de capital y una buena visibilidad de los ingresos para el próximo año. Quizá la prueba más clara de que el gasto en IA se está traduciendo en ingresos provino del inesperado crecimiento de la nube,[26] de alrededor del 45 % interanual (gráfico 2), junto con la expansión de los márgenes. Pero, y esto es lo más importante, el impulso no se limitó al sector tecnológico. Las sorpresas positivas en los resultados fueron generalizadas en todos los sectores, lo que sugiere que la rentabilidad empresarial está mejorando en una franja más amplia del mercado y proporciona una base más sólida y duradera para la renta variable.

Gráfico 1: El S&P 500 ha superado su rango de cotización de los últimos tres meses

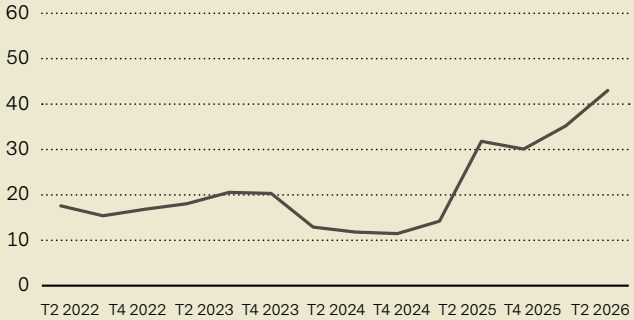


Índice S&P 500
Rango de cotización del S&P 500 entre mayo y agosto

Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de agosto de 2026.

Gráfico 2: Los ingresos de los hiperescaladores en la nube se disparan

Crecimiento interanual de ingresos en nube de hiperescaladores*, en %



*Este gráfico se refiere a Amazon, Microsoft y Alphabet

Fuente: Documentación de las empresas, Vontobel; a 21 de agosto de 2026.

Cuando las malas noticias son buenas noticias



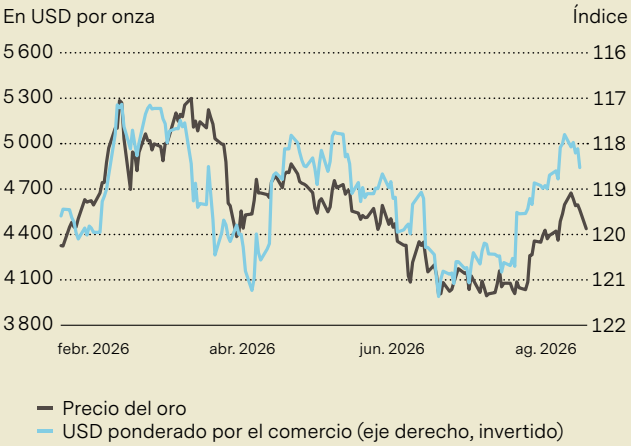
—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Los inversores alcistas del oro tuvieron un año difícil. Tras alcanzar máximos históricos a principios de 2026, el metal sufrió una caída prolongada. El alivio llegó con datos económicos peores de lo esperado, confirmando que las malas noticias para la economía suelen ser buenas para el oro.

La debilidad reflejó una combinación inusual de factores macroeconómicos. La escalada de la guerra en Irán y el alza del petróleo llevaron a los mercados a anticipar una Fed más agresiva. Los rendimientos de los bonos del Tesoro subieron más rápido que las expectativas de inflación, elevando los rendimientos reales y el coste de oportunidad de mantener oro. La fortaleza del dólar redujo además su atractivo internacional, mientras que la liquidación de posiciones especulativas provocó salidas de los mercados de futuros y de los ETF respaldados por oro. El apoyo del sector público también se debilitó, ya que, según se informó, varios bancos centrales, entre ellos los de Rusia y Turquía, vendieron oro para respaldar sus monedas y satisfacer sus necesidades fiscales. El sentimiento comenzó a cambiar en agosto. Los datos macroeconómicos de EE.UU., más débiles de lo esperado, aliviaron las preocupaciones sobre una postura más agresiva de la Fed y lastraron al dólar estadounidense (gráfico 1). Al mismo tiempo, las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y la dinámica de la deuda potenciaron el atractivo del oro como reserva de valor. Las compras de los bancos centrales también continuaron, con el Banco Popular de China adquiriendo 20 toneladas netas en julio, y algunos inversores volvieron a los ETF de oro. Creemos que la política de la Fed seguirá siendo el principal motor cíclico. Si los mercados descartan nuevas subidas y aumentan las expectativas de recortes de tipos, es probable que bajen los rendimientos reales y se reactive la demanda de oro vía ETF y oro físico. La demanda de los bancos centrales también parece que seguirá prestando apoyo. Sin embargo, tras años de compras excepcionalmente fuertes y una diversificación significativa de las reservas, las compras soberanas podrían tener dificultades para igualar los niveles récord observados recientemente. Aunque esto no implica que la tendencia se esté invirtiendo, podría dejar a los inversores privados con un papel más importante a la hora de respaldar los precios, lo que hace que las perspectivas sobre los tipos de interés y los rendimientos reales cobren aún más importancia.

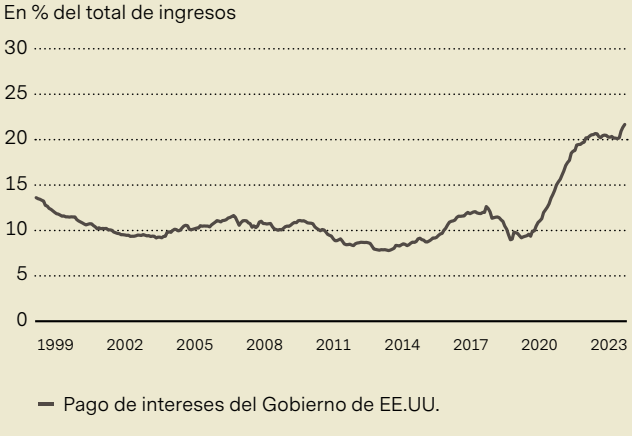
Más allá del ciclo, la dinámica fiscal y de deuda, especialmente en EE.UU., sigue respaldando la inversión en oro a largo plazo. Los déficits persistentes, el mayor coste de la deuda y las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de EE.UU. podrían erosionar la confianza en las monedas fiduciarias y reforzar el papel del oro como reserva de valor (gráfico 2). Junto con la fragmentación gradual del sistema financiero centrado en el dólar, estas fuerzas mantienen un contexto estructural favorable.

Gráfico 1: Un dólar estadounidense más débil suele beneficiaral oro



Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de agosto de 2026.

Gráfico 2: El aumento de los pagos de intereses aviva las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal



Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de agosto de 2026.

Los tipos de interés solo cuentan la mitad de la historia



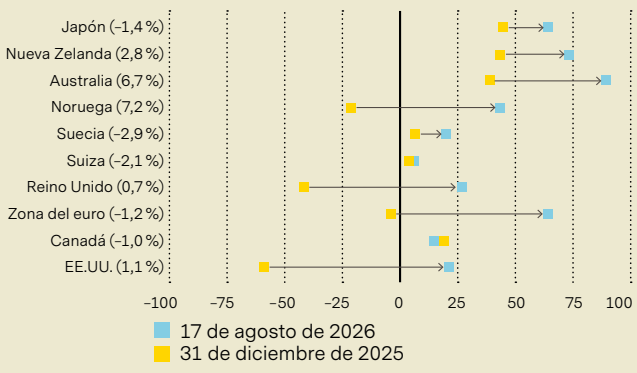
—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

El panorama global de tipos ha cambiado considerablemente desde finales de 2025. Las expectativas de recortes generalizados se han revertido y varios bancos centrales avanzan hacia un nuevo endurecimiento. Esto ha favorecido a divisas con un «carry»[27] relativo más atractivo, como las de Australia, Noruega y Nueva Zelanda (gráfico 1).

Sin embargo, las expectativas de tipos más altos no han beneficiado a todas las divisas. El euro y la libra esterlina se han quedado rezagados a pesar de que las expectativas se han vuelto más restrictivas, con el Banco Central Europeo ya subiendo los tipos y el Banco de Inglaterra aún por hacerlo. Las expectativas sobre los tipos de la Fed también han subido. En Europa y el Reino Unido, la perspectiva de una política monetaria más restrictiva refleja más bien un resurgimiento de las presiones inflacionistas que un crecimiento más sólido. El simple hecho de que los tipos suban, ya sea de forma anticipada o efectiva, no hace necesariamente que una moneda resulte más atractiva. La razón por la que suben los tipos y lo que ello implica para el crecimiento relativo y el carry desempeñan un papel importante.

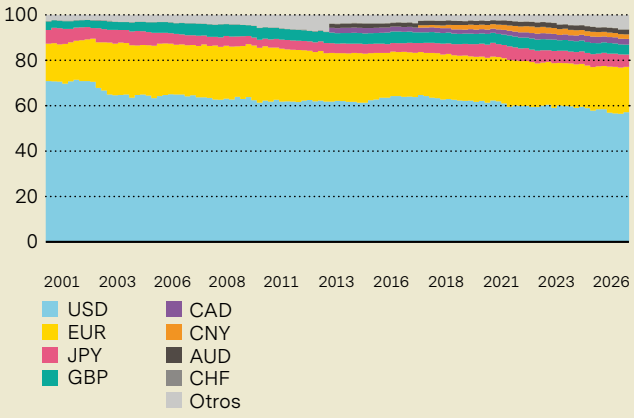
¿Un poco menos de dólar?
Los gestores de reservas están empezando a reducir su exposición al dólar. Por primera vez en tres años, los bancos centrales encuestados por OMFIF[28] afirman que esperan reducir su exposición a largo plazo al dólar, al tiempo que aumentan las asignaciones al euro y al renminbi. Los fondos de pensiones públicos y los fondos soberanos están haciendo lo mismo, lo que indica que las consideraciones geopolíticas están cobrando mayor importancia en las decisiones sobre la exposición a las divisas, junto con los diferenciales de tipos de interés. El cambio es gradual. El dólar sigue representando alrededor del 57% de las reservas mundiales de divisas (gráfico 2), y los gestores de reservas prevén que su cuota se reduzca solo hasta aproximadamente el 52% durante la próxima década. Su liquidez, la profundidad de su mercado y su papel como valor refugio no tienen parangón, y ni el euro ni el renminbi ofrecen una alternativa completa. A corto plazo, es probable que las expectativas de subida de los tipos de interés de la Fed y la incertidumbre geopolítica respalden al dólar. A más largo plazo, la valoración, las preocupaciones fiscales y un sistema de reservas más diversificado apuntan a un panorama menos unilateral. En cuanto al euro, observamos cierta vulnerabilidad adicional a corto plazo. Los tipos relativos han vuelto a situarse a favor del dólar, mientras que el aumento de los precios de la energía supone un problema especial para Europa, ya que encarece las importaciones y lastra el crecimiento. A medio plazo, creemos que una mayor inversión y un mayor apoyo fiscal favorecerán más al euro. El franco sigue beneficiándose de la demanda como valor refugio, pero la inflación muy baja, una desventaja considerable en los tipos de interés y el riesgo de que el Banco Nacional Suizo se oponga a una apreciación excesiva podrían limitar su potencial alcista.

Gráfico 1: Las divisas más fuertes han registrado, en general, mayores revisiones al alza de tipos
País (rentabilidad cambiaria al contado en el año frente a EE.UU.)



Expectativas del mercado hasta el cuarto trimestre de 2026 (en puntos básicos) y cambios de política monetaria materializados en lo que va de año
Fuente: LSEG, Vontobel; a 17 de agosto de 2026.

Gráfico 2: La cuota del dólar en las reservas monetarias mundiales retrocede lentamente
Porcentaje de las reservas de divisas mundiales, en %



Fuente: LSEG, Vontobel; a 21 de agosto de 2026.

Economía y mercados financieros 2025 – 2027

La siguiente lista muestra los valores reales, tipos de cambio y precios de 2025, así como las previsiones consensuadas para 2026 y 2027 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 %)	2025[1]	ACTUAL[2]	2026 CONSENSO	2027 CONSENSO
Global (G20)	2,6	2,2	2,4	2,6
Zona euro	1,4	1,0	0,8	1,2
EE.UU.	2,1	2,1	2,2	2,1
Japón	1,1	0,7	0,6	0,8
Reino Unido	1,4	1,2	1,0	1,1
Suiza	1,4	0,6	1,1	1,4
Australia	2,0	2,5	1,9	1,7
China	5,0	4,3	4,6	4,4

INFLACIÓN	2025[3]	ACTUAL[4]	2026 CONSENSO	2027 CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 2026[5]
Zona euro	2,1	2,9	2,8	2,2	↓
EE.UU.	2,7	3,4	3,3	2,4	↓
Suiza	0,2	0,4	0,5	0,7	→

TIPOS DE INTERÉS CLAVE (EN %)	2025	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES[5]
EUR (tipo de depósito)	2,00	2,25	2,43	2,27	→
USD (tipo de los fondos federales, límite superior)	3,75	3,75	3,80	3,62	→
CHF	–	–	–	0,05	→

TIPO DE INTERÉS GOBIERNOS A 10 AÑOS (EN %)	2025	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES[5]
EUR (Alemania)	2,86	3,26	2,99	2,93	→
USD	4,17	4,74	4,45	4,33	→
CHF	0,32	0,43	0,42	0,49	→

TIPOS DE CAMBIO	2025	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES[5]
CHF por EUR	0,93	0,94	0,93	0,93	→
CHF por USD	0,79	0,81	0,80	0,80	↓
USD por EUR	1,17	1,16	1,16	1,18	↑

MATERIAS PRIMAS	2025	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES[5]
Petróleo Brent, USD por barril	61	91	76	70	→
Oro, USD por onza troy	4319	4397	4482	4823	→
Cobre, USD por tonelada métrica	12423	14158	13600	12900	↓

Nota: Las opiniones están actualizadas a 18 de agosto de 2026. Las previsiones y estimaciones de consenso presentadas se basan en las condiciones del mercado y en los supuestos vigentes en la fecha indicada y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las previsiones no son indicativas de resultados reales y no están garantizadas. Los resultados reales pueden diferir significativamente. Esta información se proporciona únicamente con fines ilustrativos y no constituye un consejo de inversión ni una recomendación. Por favor, consulte la declaración de exención de responsabilidad completa en la página 19.

[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

Fuente: Vontobel, respectivas oficinas estadísticas y bancos centrales; a fecha del 18 de agosto de 2026.

Información legal

El presente documento está dirigido a inversores minoristas y / o institucionales (profesionales, cualificados) en las jurisdicciones indicadas. Se facilita exclusivamente con fines informativos generales y no tiene en cuenta los objetivos de inversión individuales, la situación financiera ni las necesidades específicas de los destinatarios. No constituye una base adecuada para la toma de decisiones de inversión. Se recomienda a los inversores obtener asesoramiento profesional independiente antes de realizar cualquier decisión de inversión.

Disponibilidad para inversores institucionales (profesionales): AT, AU, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GB, HK, IE, IT, LI, LU, NL, NO, NZ, PT, SE, SG, US Offshore, y algunos países de América Latina.

Disponibilidad para inversores minoristas: AT, CH, DE, ES, FI, FR, GB, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE.

El presente documento constituye una comunicación promocional. No constituye asesoramiento en materia de inversión, una recomendación personal, investigación de inversión, ni una oferta o solicitud para comprar o vender instrumentos financieros, aplicar una estrategia de inversión o celebrar cualquier tipo de operación jurídica.

Este documento no ha sido elaborado de conformidad con los requisitos legales destinados a promover la independencia de la investigación en materia de inversión.

La información, los análisis y las opiniones expresadas en el presente documento reflejan la visión de la entidad emisora en la fecha de publicación y están sujetos a cambios sin previo aviso. No existe obligación alguna de actualizar o revisar la información contenida en este documento. Este documento puede contener declaraciones prospectivas, incluidas, entre otras, previsiones, estimaciones y proyecciones. Dichas declaraciones conllevan riesgos e incertidumbres inherentes, y los resultados reales pueden diferir sustancialmente de los expresados o implícitos. Cualquier referencia a asignación de activos, posicionamiento de mercado o estrategias de inversión (por ejemplo, sobreponderar, neutral, infraponderar) se proporciona únicamente con fines informativos generales y no constituye una recomendación ni asesoramiento.

Las inversiones conllevan riesgos. El valor de las inversiones y cualquier rendimiento derivado de las mismas puede aumentar o disminuir y no está garantizado. Los inversores pueden no recuperar la totalidad del capital invertido. Las inversiones están sujetas a diversos riesgos, incluidos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo de tipo de interés, el riesgo de inflación, el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez. Las inversiones en renta variable pueden estar sujetas a una elevada volatilidad de precios. Las inversiones en renta fija están expuestas a riesgos de tipo de interés y de crédito. Las inversiones en divisas extranjeras están expuestas a fluctuaciones de los tipos de cambio. Las inversiones en activos o mercados menos líquidos pueden resultar más difíciles de vender y experimentar una mayor volatilidad de precios. Cuando corresponda, determinadas clases de activos (como materias primas, mercados emergentes o inversiones alternativas) pueden estar sujetas a riesgos adicionales, incluidos riesgos geopolíticos, regulatorios o estructurales.

Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de rentabilidades actuales o futuras.

La información contenida en el presente documento ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables. No obstante, no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud, integridad o actualidad. Este documento puede contener datos proporcionados por terceros (tales como, entre otros, LSEG, Bloomberg, MSCI, Morningstar u otros similares). Dichos datos están sujetos a los términos y condiciones de los respectivos proveedores y no pueden reproducirse ni redistribuirse sin su consentimiento.

Las entidades del grupo emisor, incluidos sus directores, directivos y empleados, pueden mantener posiciones o intereses en los instrumentos financieros o mercados mencionados en el presente documento. Asimismo, pueden haber prestado o prestar en el futuro servicios a los emisores mencionados.

20 Información legal

Cuando se hace referencia a factores ambientales, sociales o de gobernanza (ESG), dichas evaluaciones se basan en metodologías internas y / o datos de terceros, que pueden ser incompletos, incoherentes o estar sujetos a cambios. No existe un estándar universalmente aceptado para la evaluación ESG y distintos proveedores pueden ofrecer resultados diferentes. Las consideraciones ESG pueden o no integrarse en las decisiones de inversión y no garantizan la rentabilidad financiera ni la reducción del riesgo.

En la medida permitida por la legislación aplicable, la entidad emisora no será responsable de ninguna pérdida directa o indirecta derivada del uso o la confianza depositada en la información contenida en el presente documento.

La distribución del presente documento puede estar restringida en determinadas jurisdicciones. Solo podrá distribuirse cuando sea legalmente permitido y cuando la entidad distribuidora disponga de las autorizaciones necesarias. Este documento no está dirigido a personas estadounidenses ni debe ser distribuido en los Estados Unidos ni a personas estadounidenses. Los destinatarios son responsables de cumplir con las leyes y normativas locales aplicables.

El presente documento está protegido por derechos de autor. No puede reproducirse, distribuirse ni publicarse, total o parcialmente, sin el consentimiento previo y por escrito de la entidad emisora.

Informations destinées aux clients allemands: La présente publication, préparée par Bank Vontobel AG, est distribuée par Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Glosario y fuentes

[1] «Dr. Copper» es un apodo con el que se conoce al cobre, ya que se le ha considerado un barómetro útil de la salud de la economía mundial debido a su amplio uso en los sectores de la construcción, la industria manufacturera y las infraestructuras.

[2] Una economía en forma de K es aquella en la que distintos grupos evolucionan en direcciones opuestas. Algunos prosperan (brazo ascendente de la K), mientras que otros se quedan atrás (brazo descendente).

[3] Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 23 de julio de 2026. www.reuters.com/commentary/reuters-open-interest/americas-mass-affluence-is-bigger-than-you-think-2026-07-23/

[4] La prima de plazo es el rendimiento adicional que exigen los inversores por mantener un bono a largo plazo en lugar de invertir repetidamente en bonos a corto plazo, lo que les compensa por los riesgos de tipos de interés, inflación e incertidumbre a lo largo del tiempo.

[5] Se produce un «empinamiento bajista» cuando los rendimientos de los bonos a largo plazo suben más rápido que los de los bonos a corto plazo, lo que hace que la curva de rendimientos se vuelva más pronunciada. Se denomina «empinamiento bajista» porque el aumento de los rendimientos implica una caída de los precios de los bonos, lo que es negativo para estos.

[6] «Infraponderar» significa que el Vontobel Multi Asset Investment Committee tiene una menor preferencia por una clase o subclase de activos. Esto refleja la opinión de que dicha clase de activos resulta menos atractiva en comparación con otras en el entorno de mercado actual. No constituye una recomendación de evitar por completo el activo, sino que sugiere una asignación menor.

[7] «Neutral» significa que el Vontobel Multi Asset Investment Committee no tiene una preferencia ni mayor ni menor por una clase o subclase de activos. Esto refleja una visión equilibrada, según la cual se espera que la clase de activos tenga un comportamiento acorde con su evolución histórica o con la media del mercado. No constituye una recomendación de actuar, sino que sugiere mantener la asignación actual.

[8] «Sobreponderar» significa que el Vontobel Multi Asset Investment Committee tiene una mayor preferencia por una clase o subclase de activos. Esto refleja la opinión de que dicha clase de activos resulta más atractiva en comparación con otras en el entorno de mercado actual. No constituye una recomendación de invertir de forma significativa, sino que sugiere aumentar la asignación.

Las clasificaciones «infraponderar», «neutral» y «sobreponderar» son opiniones internas del comité de inversiones y no deben interpretarse como recomendaciones para inversores individuales ni como una llamada a la acción. Simplemente reflejan las perspectivas de Vontobel sobre la evolución esperada del valor de una determinada clase de activos. Estas evaluaciones se distribuyen exclusivamente con fines informativos a un público más amplio y no están adaptadas a un grupo específico de clientes.

[9] Se refiere a una organización privada sin ánimo de lucro integrada por altos dirigentes de bancos centrales, del sector financiero, del ámbito académico y del mundo de la economía, que debaten sobre las principales cuestiones económicas y financieras a nivel mundial.

[10] Fuente: «Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads», de Kevin Warsh, conferencia del FMI organizada por el G30 el 25 de abril de 2025. hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf

[11] Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/warsh.htm

[12] Fuente: Open Secrets, organización sin ánimo de lucro que recopila y publica datos sobre la financiación de campañas electorales, el lobbying y la influencia del dinero en la política estadounidense. www.opensecrets.org/donor-lookup/results?name=ronald+lauder&order=desc&page=1&sort=D

[13] Fuente: Artículo de Time, publicado el 5 de febrero de 2026. time.com/7368798/trump-greenland-pursuit/

[14] Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. www.federalreserve.gov/monetarypolicy/task-forces.htm

[15] Fuente: Artículo de The Wall Street Journal, publicado el 29 de abril de 2026. www.wsj.com/articles/former-fed-official-fisher-urges-fomc-reforms-1461961049?eafs_enabled=-false

[16] Fuente: Artículo de The Economist, publicado el 16 de mayo de 2024. www.economist.com/finance-and-economics/2024/05/16/diego-maradona-offers-central-bankers-enduring-lessons

[17] Fuente: London School of Economics and Political Science, conferencia de Raghuram Rajan, a 17 de mayo de 2023. www.lse.ac.uk/lse-player/central-bank-balance-sheet-expansion-and-financial-stability-why-less-can-be-more

[18] Fuente: Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson y Jeremy C. Stein. 2016. «El balance de la Reserva Federal como herramienta de estabilidad financiera». Actas del Simposio de Política Económica de 2016. Jackson Hole: Banco de la Reserva Federal de Kansas City. stein.scholars.harvard.edu/publications/federal-reserves-balance-sheet-financial-stability-tool

[19] Fuente: Andreesen Horowitz/Marc Andreessen: «Por qué la IA salvará el mundo», 6 de junio de 2023, a16z.com/ai-will-save-the-world/

[20] Fuente: Stanford GSB y NBER/Charles I. Jones: «La IA y nuestro futuro económico», 18 de mayo de 2026 – Versión 2.0. web.stanford.edu/~chadj/AIandEconomicFuture.pdf

[21] Fuente: Gregory Mankiw, de la Universidad de Harvard: «Seis creencias que tengo sobre la inflación», 18 de mayo de 2024. conference.nber.org/confer/2024/INFs24/Inflation-Conference_Mankiw.pdf

[22] Un «dot plot» de la Reserva Federal suele tener 19 puntos, que representan las previsiones anónimas de los tipos de interés de 19 participantes individuales (7 miembros de la Junta de Gobernadores y 12 presidentes de los bancos regionales de la Reserva Federal).

[23] Fuente: Transcripción de la rueda de prensa del presidente Kevin Warsh, a fecha de 17 de junio de 2026. www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf

[24] Fuente: Hoover Institution: «La inflación es una elección: Kevin Warsh sobre cómo reformar la Reserva Federal», 8 de julio de 2025. www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve

[25] Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta

[26] Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud Platform y Oracle Cloud Infrastructure

[27] Se refiere al coste o beneficio que supone mantener una divisa a lo largo del tiempo, debido principalmente a las diferencias en los tipos de interés entre dos divisas.

[28] Foro Oficial de Instituciones Monetarias y Financieras, un centro de estudios dedicado a la banca central, la política monetaria, los mercados financieros y la inversión pública.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zúrich
Suiza

vontobel.com

