

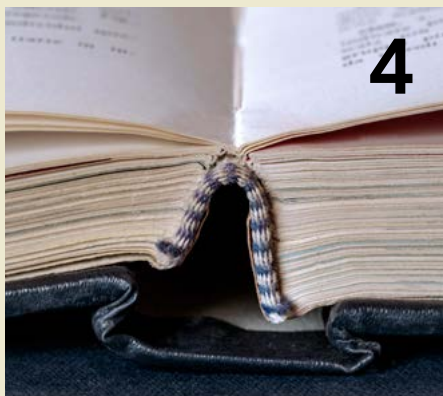
Vontobel

Investors' Outlook

Pasar página

Diciembre 2025

2 Contenido



3 Editorial

4 Estrategia de inversión

Un capítulo volátil para los mercados

6 Aspectos destacados del mercado

Multipolaridad – El nuevo orden mundial

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: 29 de enero de 2026)

Concepto
MetaDesign AG

Creación y realización
Vontobel

Imágenes
Gettyimages,
Vontobel

Fecha límite de entrega para esta edición
3 de diciembre de 2025

Observaciones
Ver «Información legal» en la página 17

Pasar página



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

Estimados lectores:

Estamos en el último capítulo del año y los mercados parecen haber decidido pararse a reflexionar y actuar con cautela antes de reubicarse de cara a 2026.

El debate en torno a las valoraciones de las acciones tecnológicas se intensificó el mes pasado, ya que los mercados mostraron cierto nerviosismo ante los niveles que habían alcanzado los valores de infraestructura para la inteligencia artificial (IA) y las inversiones desbocadas en esta tecnología. Los beneficios de Nvidia correspondientes al tercer trimestre y las sólidas perspectivas de la empresa aliviaron en cierta medida esas preocupaciones.

Nos parece interesante que los mercados hayan comparado la situación del sector de la IA con el periodo de la burbuja de las puntocom. Esto demuestra que los mercados han estado especialmente alerta, hasta el punto de que el temor a un ciclo de gasto en capital, impulsado por un entusiasmo desmedido que conduzca a un exceso de inversión y a la depreciación de los activos, predetermina el comportamiento de los inversores incluso antes de que realmente llegue a formarse una burbuja. En cualquier caso, creemos que el hecho de que se abandone esa euforia desmesurada por la IA es algo positivo, pues ha permitido cierta consolidación de los múltiplos de las tecnológicas.

También resulta alentador que, después de muchos años, el mercado deje de estar obsesionado con los bancos centrales, la inflación y la política monetaria. Por lo general, la inflación – y el temor que suscita – parecen estar bajo control y los bancos centrales del mundo desarrollado están bajando los tipos de interés. La Reserva Federal mantiene su senda expansiva, aunque el ritmo de recortes pueda ralentizarse. En todo caso, ya no hay dudas sobre la dirección que han tomado.

Aun así, los inversores examinaron atentamente las actas

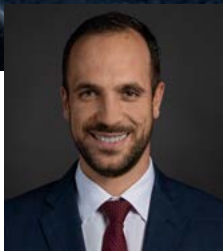
de la última reunión de la Fed y el informe de empleo de septiembre, que se publicó con retraso, en busca de pistas sobre la próxima decisión sobre los tipos. Las expectativas de un recorte de tipos han sufrido fuertes vaivenes, cayendo por debajo del 50% antes de volver a descontarse de nuevo¹. Las actas de la reunión de octubre revelaban que los responsables de la Fed estaban divididos sobre si mantener o no intactos los tipos de interés en diciembre. En septiembre, el crecimiento del empleo en EE.UU. batió las expectativas, aunque la tasa de desempleo ha aumentado. Que la Fed rebaje los tipos en diciembre o a principios de 2026 nos parece poco relevante, pero sí consideramos importante que los mercados vean que la orientación futura es hacia unos tipos neutrales.

No obstante, los beneficios empresariales vuelven a acaparar poco a poco la atención. De nuevo, el interés se centra en esa referencia que permite determinar la salud general del mercado, algo que creemos que irá a más a medida que nos adentremos en 2026.

En esta edición de Investors' Outlook, encontrará un análisis en profundidad de Multi Asset Boutique sobre nuestro mundo multipolar para entender de qué modo puede afectar a las inversiones el entorno geopolítico actual, un examen detallado del mercado de la soja y una serie de cuestiones en torno a la IA.

Esta publicación regresará con su edición de febrero. Mientras tanto, le damos las gracias por su confianza y apoyo constantes. Mantendremos los ojos muy abiertos ante posibles sorpresas y estaremos preparados para anticiparnos y ofrecerle toda la información.

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



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

Un capítulo volátil para los mercados

Noviembre trajo volatilidad, ya que la mejora en las relaciones comerciales y el fin del cierre gubernamental más largo en la historia de Estados Unidos coincidieron con un sentimiento cambiante hacia la inteligencia artificial y las criptomonedas.

Las tensiones comerciales disminuyeron a medida que tanto EE.UU. como China hicieron concesiones, y EE.UU. redujo los aranceles sobre más de 200 productos alimenticios y bebidas. También alcanzó un acuerdo preliminar para reducir los gravámenes para Suiza. Estas medidas pueden indicar la posibilidad de menos perturbaciones en el comercio global en el futuro. Las encuestas indican que las preocupaciones sobre el coste de la vida y la accesibilidad a los bienes y servicios afectaron los índices de aprobación del presidente Donald Trump y perjudicaron a los candidatos republicanos en las elecciones recientes².

El cierre gubernamental de EE.UU. de 43 días terminó con un paquete de financiación que mantendrá al gobierno en funcionamiento hasta el 30 de enero. Durante el cierre, las agencias estadísticas detuvieron su actividad, lo que retrasó varias publicaciones de septiembre y evitó la recopilación de datos de octubre. Con la reanudación de las operaciones, los mercados pueden esperar una avalancha

de nuevos datos en las próximas semanas, aunque los inversores podrían cuestionar su fiabilidad. Estos avances se vieron parcialmente eclipsados por el creciente escepticismo de los inversores hacia las acciones relacionadas con la inteligencia artificial, por temor a que el repunte se esté acercando a una burbuja. Las criptomonedas sufrieron una venta masiva por valor de 1 billón USD.

Seguimos considerando que la política monetaria probablemente seguirá siendo favorable el próximo año y que los líderes políticos adoptarán una postura procrecimiento y trabajarán para reducir la incertidumbre política. Mientras los inversores debaten si la Fed recortará o no las tasas de interés en diciembre, nosotros nos enfocamos más en si las autoridades muestran un compromiso de seguir recortándolas. También prevemos un esfuerzo más amplio para mitigar la incertidumbre a medida que se acercan las elecciones de mitad de mandato en EE.UU. cuyos indicios ya son visibles en la reducción de aranceles sobre alimentos por parte de Trump, su tono más conciliador hacia socios comerciales como China y Suiza, y su inusual reconocimiento de la caída de sus índices de aprobación³.

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

	INFRAPONDERADO ⁴		NEUTRAL ⁵	SOBREPONDERADO ⁶		
	significa- tivamente	ligeramente		ligeramente	significa- tivamente	
1 Liquidez			→			Nuestra postura neutral respecto al efectivo se mantiene sin cambios. Estamos preparados para actuar conforme surjan oportunidades.
2 Renta fija		→				Dentro del segmento de renta fija, nos inclinamos a favor de los bonos gubernamentales y los bonos de mercados emergentes (EM), mientras mantenemos una postura neutral. Seguimos infraponderados en bonos corporativos IG, ya que el estrechamiento de los diferenciales desde el «Liberation Day» ha provocado que los yields actuales ofrezcan una compensación insuficiente en comparación con niveles históricos, especialmente considerando los riesgos y la volatilidad del mercado. Por razones similares, también mantenemos una posición infraponderada en bonos HY.
3 Renta variable				→		Si se cumplen nuestros supuestos base de políticas monetarias y fiscales globales de apoyo, así como agendas políticas orientadas al crecimiento, es probable que las acciones sigan superando a los bonos. Por ello, mantenemos una sobreponderación en acciones. Aunque algunas valoraciones de acciones, especialmente en EE.UU., parecen elevadas, consideramos que nuestras preferencias regionales (Eurozona y acciones de mercados emergentes) cotizan en niveles más atractivos. Además de las valoraciones favorables, creemos que estas dos regiones también están posicionadas para beneficiarse de un dólar estadounidense más débil y de medidas de estímulo doméstico. Mantenemos una postura neutral respecto a las acciones suizas, estadounidenses y japonesas.
4 Oro			→			Mantenemos una visión neutral sobre el oro. El metal amarillo cotiza actualmente en torno a 4200 USD por onza, lo que refleja un incremento de alrededor del 60% en lo que va de año (en USD). Sin embargo, el oro parece haber entrado en una fase más volátil, con oscilaciones bruscas en el precio al alza o a la baja que parecen haberse convertido en la nueva normalidad. Si bien los factores de impulso a largo plazo, como los temores sobre la deuda, la preocupación por la depreciación de las divisas y los esfuerzos de los bancos centrales por «desdolarizar», siguen vigentes, los inversores, especialmente los de fondos cotizados, parecen estar esperando un nuevo catalizador. A corto plazo, riesgos como una recuperación del dólar estadounidense y un ritmo más lento de recortes de tasas vuelven a cobrar relevancia.
5 Materias primas			→			Mantenemos una postura neutral en materias primas. La economía global ha crecido por debajo de su potencial durante gran parte de 2025, afectada por preocupaciones sobre guerras comerciales e incertidumbre política. Si se cumplen nuestros supuestos económicos, esta clase de activos cíclicos podría tener cierto potencial alcista. Sin embargo, preferimos esperar una reducción del exceso de oferta en los mercados petroleros globales antes de adoptar una posición de sobreponderación.
6 Estrategias alternativas			→			Mantenemos una posición neutral en fondos alternativos y real estate.

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

Cambios mensuales: sin cambios → aumento ↗ disminución ↘

Multipolaridad – El nuevo orden mundial

A medida que surgen nuevas potencias y se ponen a prueba las antiguas alianzas, el mundo se encuentra en una encrucijada.





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Durante siglos, el orden mundial ha estado determinado por el ascenso y la caída de grandes potencias, impulsado por la dominancia económica, las revoluciones industriales y el cambio de alianzas geopolíticas. El siglo XIX estuvo marcado por la Pax Britannica (1815–1914), un período de relativa estabilidad bajo la supremacía naval y económica británica, sostenida por la Revolución Industrial y la expansión colonial. Ese orden se desmoronó a comienzos del siglo XX, cuando el caos de dos guerras mundiales trastocó fronteras, economías y alianzas. La era posterior a la guerra dio paso a la Guerra Fría (1947–1991), un mundo dominado por la rivalidad ideológica y militar entre EE.UU. y la Unión Soviética. Con la caída del

Muro de Berlín, EE.UU. emergió como líder global indiscutido, inaugurando la Pax Americana, una etapa de globalización liderada por EE.UU. e integración económica (gráfico 1).

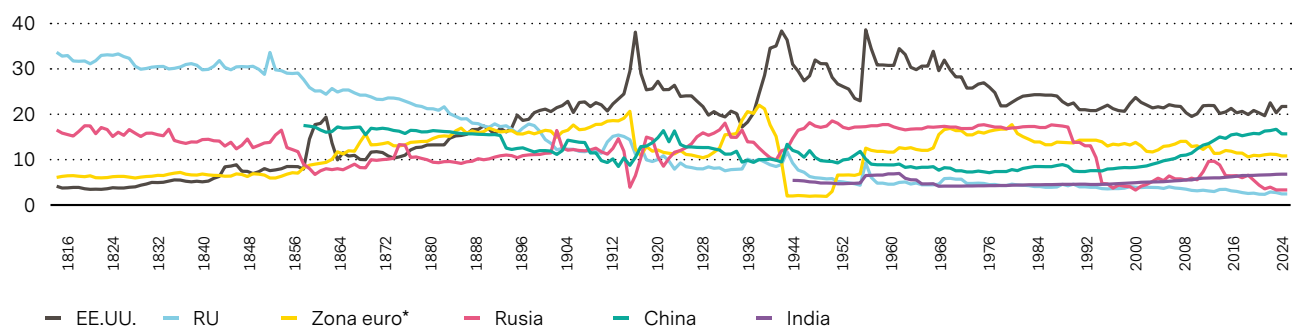
Sin embargo, desde principios de los años 2000, la Pax Americana ha mostrado signos de debilitamiento. En el ámbito comercial, uno de los primeros grandes cambios se produjo en 2001, cuando China se incorporó a la Organización Mundial del Comercio (OMC), acelerando su ascenso como potencia económica global y desafiando la supremacía estadounidense en el comercio mundial. La Belt and Road Initiative⁷ de China, lanzada en 2013, amplió su alcance económico y geopolítico mediante la financiación de proyectos de infraestructura, especialmente en mercados emergentes.

La erosión gradual de la Pax Americana es visible en datos concretos. China se ha convertido en la segunda mayor economía del mundo, con un tamaño comparable al de toda la Unión EE.UU. Unidos sigue siendo la mayor economía global, pero su dominio se ha reducido en áreas clave. Su participación en la cadena de valor manufacturera global descendió del 25% en 2000 al 17% en 2023, y su cuota del gasto militar mundial cayó del 53% en 2000 a aproximadamente el 43% en el mismo periodo.

En cuanto a la percepción, la crisis financiera de 2008 expuso vulnerabilidades del sistema liderado por EE.UU.,

Gráfico 1: Desde la Pax Britannica (1815 – 1914) hasta el caos de las Guerras Mundiales (1914 – 1945), hasta la Guerra Fría (1945 – 1991) hasta la Pax Americana (que concluyó en 2008)

Índice de poder geopolítico

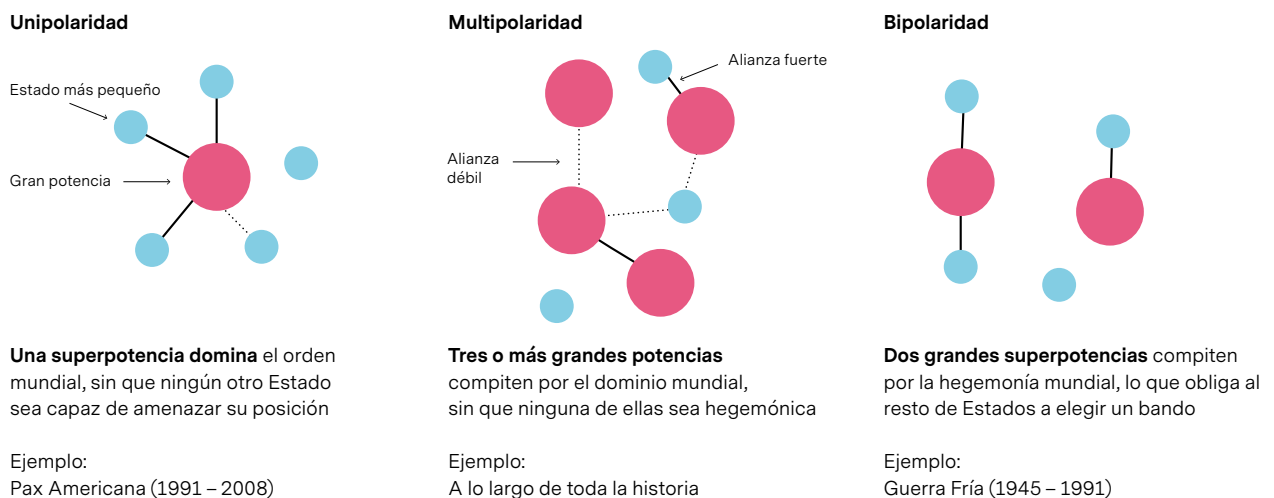


*La zona euro incluye Alemania, Francia, Italia, España y los Países Bajos.

Nota: Datos antes de 1990 basados en el índice de capacidad nacional; datos posteriores a 1990 calculados sobre la base de la población total y urbana, el producto interior bruto (PIB), las importaciones, el gasto militar, las exportaciones de armas y el consumo de energía primaria.

8 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 3: Tres tipos de orden mundial



Fuente: The Tragedy of Great Power Politics (John Mearsheimer), Vontobel; a 3 de diciembre 2025.

debilitando la confianza internacional en el modelo económico estadounidense y motivando a muchos gobiernos a diversificar sus alianzas económicas. La elección de Donald Trump en 2016, y nuevamente en 2024, marcó otro punto de inflexión, ya que sus políticas de «America First» y la retirada de acuerdos internacionales multilaterales señalaron un alejamiento del papel estabilizador que EE.UU. había desempeñado durante mucho tiempo en los asuntos globales.

Una encuesta reciente de Ipsos⁹ en 29 países, realizada en abril de 2025, mostró el declive de la posición global de EE.UU. Al preguntar si EE.UU. tendría una influencia positiva en los asuntos mundiales, solo el 46% estuvo de acuerdo, una fuerte caída respecto al 59% registrado en septiembre/octubre de 2024, justo antes de la reelección de Trump. El daño reputacional es especialmente pronunciado en países considerados durante mucho tiempo aliados cercanos de EE.UU. Por ejemplo, en la vecina Canadá, el porcentaje de encuestados con una opinión favorable de EE.UU. cayó del 52% a solo el 19%.

También hay indicios de que los propios estadounidenses podrían estar cansándose del papel histórico del país como «policía del mundo». Los resultados de la World Values Survey¹⁰, realizada entre 2017 y 2022, reveló una significativa brecha generacional respecto al compromiso militar. Al preguntar si estarían dispuestos a luchar por su país en una guerra, solo el 41% de los estadounidenses

de entre 15 y 24 años respondió afirmativamente. Esta cifra contrasta marcadamente con el 72% de quienes tienen entre 55 y 64 años y manifestaron disposición a servir. También difiere del promedio de 91 países, donde el 68,5% de los jóvenes y el 64% de los mayores estaban dispuestos a combatir. En China, la disposición era aún mayor, con cerca del 90% de los encuestados de todas las edades declarando estar listos para servir.

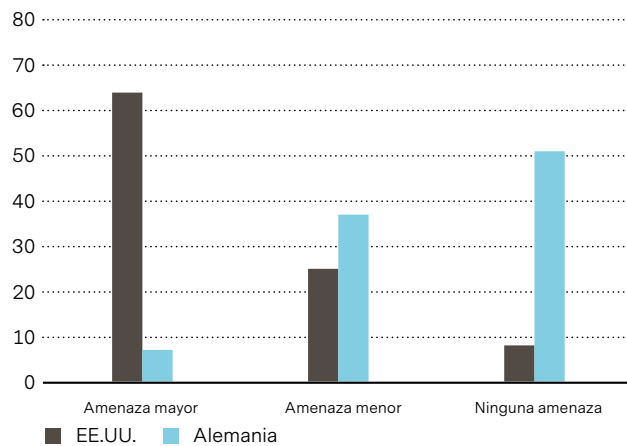
Este giro plantea una pregunta fundamental: ¿cómo será el nuevo orden mundial en los próximos años?

Comprender la unipolaridad, la bipolaridad y la multipolaridad en la dinámica del poder global

Los conceptos de unipolaridad, bipolaridad y multipolaridad ayudan a explicar estos cambios en las dinámicas de poder global (gráfico 2). Unipolaridad describe un mundo dominado por una sola superpotencia, como se vio durante la Pax Americana. Bipolaridad se refiere a un sistema en el que dos potencias o bloques dominantes compiten por influencia, como ocurrió durante la Guerra Fría entre EE.UU. y la Unión Soviética. Multipolaridad, en cambio, se caracteriza por un poder distribuido entre varios estados o bloques influyentes, creando un entorno global más fragmentado y competitivo.

Gráfico 3: Los aliados europeos no consideran que China represente una amenaza para la seguridad

Respuestas, en %*



*Proporción de encuestados que consideran que China representa una amenaza militar para la seguridad nacional.

Fuente: Encuestas del PEW Research Center y del Körber Stiftung realizada en el verano de 2022, LSEG, Vontobel; a 10 de noviembre de 2025.

¿Por qué multipolaridad y no bipolaridad?

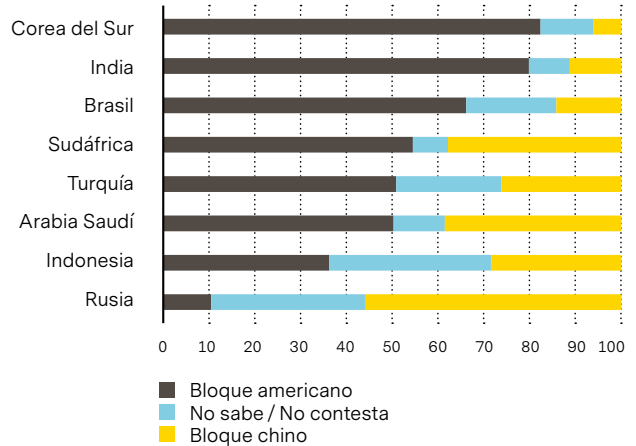
Para algunos, la creciente rivalidad entre EE.UU. y China ha reavivado recuerdos del enfrentamiento ideológico de la Guerra Fría, despertando temores sobre un posible regreso a un orden mundial bipolar. Sin embargo, consideramos que el nuevo panorama global se describe de manera más precisa como un orden mundial multipolar.

¿Por qué? En primer lugar, consideramos que ni China ni EE.UU. están realmente preparados para un mundo bipolar. En el caso de China, esto es especialmente evidente al comparar el peso económico y militar del supuesto bloque chino (China, Rusia e Irán) con el del bloque occidental (EE.UU., Unidos, UE, Reino Unido, Canadá, Australia, Japón y Corea del Sur). Si se mide por la cuota del PIB mundial, el bloque chino representó aproximadamente el 19% en 2024, mientras que el bloque occidental alcanzó alrededor del 56%. ¿La conclusión lógica para una economía tan orientada a la exportación como la china? Necesita mercados más allá de su propia «alianza». Algo similar se observa en el gasto militar como porcentaje del gasto mundial: el bloque occidental representa cerca del 57% del gasto militar global, frente a solo alrededor del 18% del bloque chino.

Para EE.UU., consideramos que, a diferencia de la Guerra Fría, tiene un interés propio en mantener relaciones comerciales con China. Esto se evidencia especialmente en el casi monopolio de China sobre el mercado de tierras

Gráfico 4: Pequeñas potencias mundiales forjan alianzas pragmáticas por motivos económicos y de seguridad

Respuestas, en %*



*Respuestas a la pregunta: Si su país estuviera obligado a elegir entre formar parte de un bloque americano y un bloque chino, ¿a cuál le gustaría pertenecer?

Fuente: LSEG, Vontobel; a 10 de noviembre de 2025.

raras, fundamentales para la producción de componentes como imanes, catalizadores y fósforos utilizados en tecnologías de energías renovables, electrónica e industrias de defensa. Se estima que China posee la mitad de las reservas mundiales de tierras raras, produce el 69% del suministro global extraído y refina el 92% del total mundial. Además, domina la producción de imanes, representando un asombroso 98% de la producción global.

Más allá de las cuestiones sobre la preparación, EE.UU. no parece actuar como si quisiera establecer un mundo bipolar. Washington ha impuesto numerosos aranceles a una amplia gama de países, independientemente de si podrían servir como aliados (potenciales) contra China.

Otro argumento a favor de un orden mundial multipolar es que, por ejemplo, los aliados europeos tienen una perspectiva algo diferente sobre si China representa una amenaza para la seguridad militar (el gráfico 3). Mientras que más del 60% de los encuestados estadounidenses consideran a China una amenaza importante para su seguridad nacional, solo el 7% de los alemanes comparten esa opinión. De hecho, el 51% de los encuestados alemanes afirmó que no consideran a China una amenaza militar en absoluto.

El orden mundial multipolar actual se evidencia al analizar las perspectivas de las potencias regionales (gráfico 4). Al preguntar a qué bloque debería alinearse su país si se

10 Aspectos destacados del mercado

viera obligado a elegir entre el bloque estadounidense o el chino, más del 35% de los encuestados indonesios y más del 33% de los rusos respondieron que estaban indecisos. En Arabia Saudí, aproximadamente la mitad de los encuestados favoreció el bloque estadounidense, mientras que el 38% prefirió alinearse con China. Esto indica que, en lugar de adherirse ciegamente a una ideología, muchos países eligen sus alianzas de manera pragmática, priorizando los intereses económicos y de seguridad. Otro ejemplo de esto ocurrió en mayo de 2022, cuando las Naciones Unidas votaron una resolución para condenar la invasión rusa de Ucrania. La mayoría apoyó la medida, pero un notable grupo de 34 países, incluidos actores influyentes como India, Vietnam y Sudáfrica, se abstuvieron, y seis votaron en contra.

Consecuencias de seguridad del nuevo orden mundial

La aparición de un nuevo orden mundial multipolar conlleva implicaciones de seguridad tanto a nivel global como nacional. A escala global, la ausencia de una potencia dominante capaz de imponer la estabilidad ha coincidido con un aumento en el número de conflictos. Según el Uppsala Conflict Data Program, el número de conflictos interestatales y conflictos internos internacionalizados ha pasado de cifras de un solo dígito en los primeros años de la Pax Americana a más de 50 conflictos desde 2019¹¹.

Sin embargo, consideramos que el aumento en el número de conflictos no implica que una Tercera Guerra Mundial sea inminente. En lugar de guerras mundiales a gran escala, la proliferación de armas nucleares – estimada en 4309 ojivas para Rusia, 3700 para EE.UU. y 600 para China – ha desplazado la naturaleza de los conflictos hacia guerras por poder, en las que las grandes potencias compiten de forma indirecta a través de aliados regionales, lo que agrava aún más la inestabilidad en los Estados frágiles¹².

A nivel nacional, los países, especialmente en Europa, se enfrentan a un aumento de los costes de seguridad al verse obligados a fortalecer sus capacidades de defensa en respuesta a amenazas crecientes y a la reducción de las garantías de seguridad de EE.UU. Según datos del Instituto Internacional de Estudios para la Paz de Estocolmo, todos los miembros de la OTAN salvo EE.UU. han incrementado el gasto militar como porcentaje del PIB en la última década¹³. Creemos que la presión para aumentar las contribuciones a la defensa continuará.

Es probable que los países asiáticos también afronten mayores costes de seguridad en el futuro. Durante décadas, EE.UU. ha mantenido una fuerte presencia en Oriente Medio a través de una red de bases aéreas y nava-

les, proporcionando garantías de seguridad en la región. Sin embargo, la evolución de las prioridades de seguridad y las relaciones con los países anfitriones ha provocado cambios en la ubicación y en las necesidades operativas de las fuerzas estadounidenses. Este reajuste es particularmente relevante, ya que la mayor parte del petróleo de Oriente Medio ahora se dirige a Asia, siendo China e India los mayores receptores individuales.

Por último, Taiwán ha surgido como un nuevo riesgo de cola a tener en cuenta. La reclamación de China sobre la isla no es nueva. Aunque Taiwán ha funcionado como una democracia autogobernada desde 1949, China sigue considerándola parte de su territorio bajo la política de «Una sola China¹⁴». Pero las tensiones se han intensificado en los últimos años, en parte impulsadas por la creciente carrera por la supremacía tecnológica en la industria de los semiconductores. Taiwán desempeña un papel fundamental en la producción mundial de semiconductores, representando más del 60% de la fabricación global de semiconductores y más del 90% de los chips más avanzados.

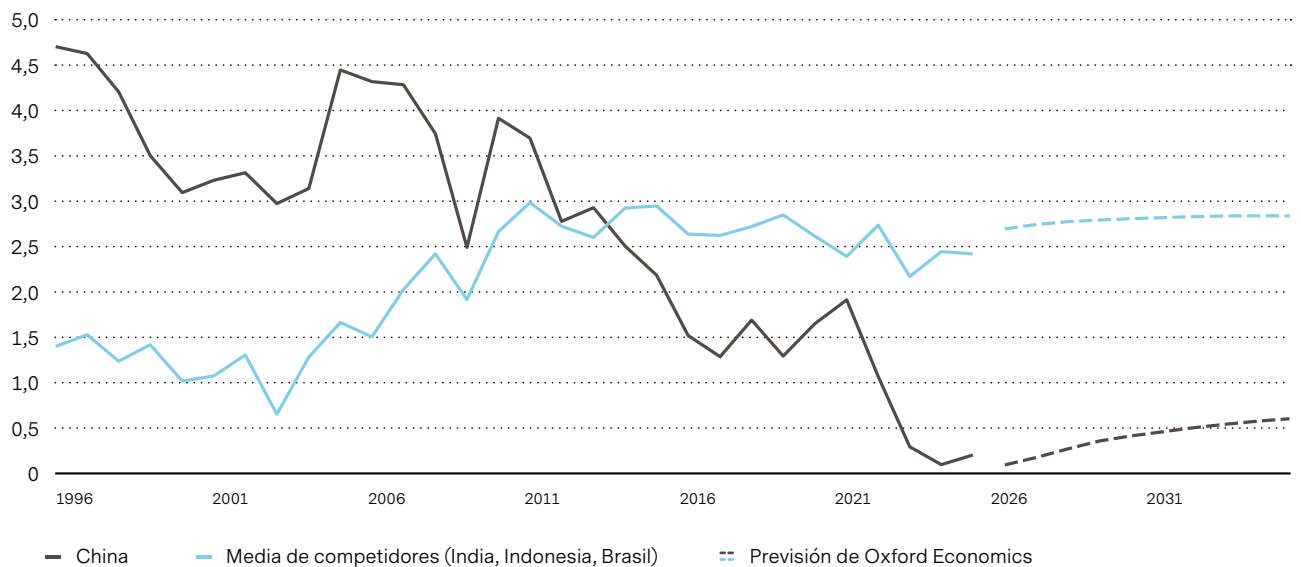
Creemos que existe un riesgo creciente de que China eventualmente intente tomar Taiwán, y cuanto más fuerte se vuelve, mayor es la probabilidad de que ocurra tal acción (un escenario que habría sido mucho menos concebible en un mundo unipolar). Por ahora, China sigue siendo demasiado débil y aislada para actuar de manera decisiva. Sin embargo, cuanto más tiempo espere China, más se distancia la población taiwanesa de identificarse como china. Según el Election Study Center de la Universidad Chengchi¹⁵, más del 62% de los participantes se identificaron como taiwaneses en 2025, frente a apenas 17% a 20% a principios de la década de 1990. En el mismo periodo, la proporción que se identificaba como china cayó del 25% a solo 2,3%. El alejamiento de Taiwán respecto a China también se refleja en sus datos comerciales. En 2021, China representaba el 30% de las exportaciones de Taiwán. A finales de 2025, esta cifra había descendido al 16%. Mientras tanto, las exportaciones de Taiwán a EE.UU. aumentaron del 15% en 2021 a más del 27%.

Consecuencias económicas del nuevo orden mundial

Las consecuencias económicas del nuevo mundo multipolar varían según la perspectiva. Los optimistas sostienen que la competencia global por el poder podría impulsar las inversiones, a medida que los países emprenden su propia «carrera hacia la luna», que una mayor diversificación reducirá la dependencia de cualquier economía dominante y que la política exterior debe abordarse con

Gráfico 5: En los últimos tiempos, las potencias regionales emergentes han atraído más IED a costa de China

Inversión extranjera directa (entrante), en % del PIB



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

realismo: no hay amigos ni enemigos permanentes, solo intereses nacionales.

Los pesimistas, en cambio, sostienen que la mayor incertidumbre política de un mundo multipolar llevará a empresas y consumidores a postergar decisiones, que el aumento de las restricciones comerciales obstaculizará el crecimiento y que las cadenas de suministro globales serán más vulnerables en ausencia de un único líder global. También advierten sobre el aumento de conflictos, incluidas las guerras por poder.

Los ganadores del nuevo orden mundial

Creemos que hay tres tipos de países que probablemente se beneficiarán en un mundo multipolar.

- **Potencias regionales emergentes.** Un mundo multipolar suele intensificar la competencia entre las grandes potencias por influencia, asociaciones comerciales y oportunidades de inversión. Las economías emergentes pueden aprovechar esta rivalidad para negociar acuerdos comerciales más favorables, atraer inversión extranjera directa (IED) y acceder a tecnologías avanzadas (gráfico 5). Ejemplos de ello son India, Brasil e Indonesia.
- **Países ricos en recursos.** Los países con abundantes

recursos naturales adquieren una importancia estratégica a medida que varias potencias compiten por acceder a ellos. Esta competencia puede traducirse en mayores ingresos y condiciones más favorables para las naciones exportadoras de recursos. Ejemplos de ello son Arabia Saudita, EAU y Chile.

- **Nuevos centros de fabricación.** Los países que diversifican sus relaciones comerciales y reducen la dependencia de una única potencia dominante, como EE.UU. o China, pueden lograr un crecimiento económico más equilibrado. Los países de bajo coste también pueden tener la oportunidad de aumentar su cuota en la fabricación mundial, ya que las grandes potencias siguen ocupadas compitiendo entre sí. Ejemplos de ello son Vietnam, Bangladesh y Polonia.

Dicho esto, en nuestra opinión, los países que buscan aprovechar estas oportunidades potenciales primero deben hacer sus «deberes», es decir, fortalecer sus marcos internos, abordar problemas sistémicos y fomentar el desarrollo sostenible. Solo así es más probable que logren posicionarse como actores fiables y capaces en el escenario global.

Leyendo entre líneas



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

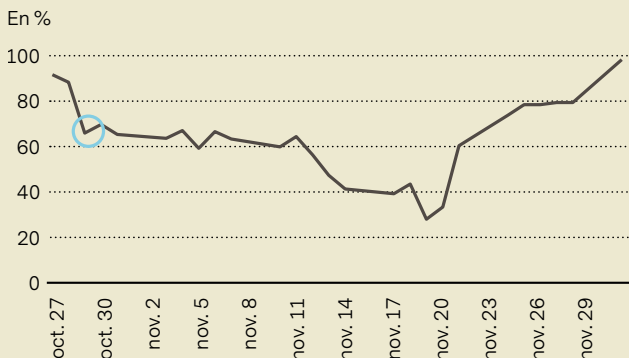
El cierre del gobierno estadounidense ha eliminado datos clave – desde empleo hasta indicadores de crecimiento – justo cuando los inversores intentan determinar en qué fase del ciclo económico estamos. Sin estos referentes, los mercados se guían por titulares y mensajes de los bancos centrales más que por datos concretos, y la volatilidad puede aumentar aun cuando los fundamentales apenas han cambiado.

Los mercados habían reducido las expectativas de un tercer recorte consecutivo, ya que los funcionarios con un tono más restrictivo advertían de que la inflación seguía siendo elevada. La probabilidad implícita de un nuevo recorte de 25 puntos básicos (pb) había caído de casi el 70% a alrededor del 30%. Sin embargo, ese movimiento se ha revertido: una serie de comentarios más dovish («más acomodaticios») por parte de altos cargos de la Fed, que han señalado una desaceleración del mercado laboral, ha vuelto a impulsar esas expectativas al alza (gráfico 1). Independientemente de si la Fed vuelve a recortar en diciembre, Jerome Powell afronta el reto de mantener la cohesión de un comité fragmentado con datos limitados para orientar sus decisiones.

Bonos y el superciclo de inversión en IA

Desde septiembre, Oracle, Microsoft, Meta, Alphabet y Amazon han emitido unos 88 mil millones USD en bonos vinculados a IA y cloud. Oracle colocó 18 mil millones en septiembre; Meta, 30 mil millones en su mayor operación hasta la fecha, con vencimientos de 5 a 40 años; Alphabet vendió 25 mil millones a principios de noviembre y Amazon, 15 mil millones. Además, Meta ayudó a estructurar un paquete de deuda privada de 27 mil millones USD para el campus Hyperion AI, financiado sobre todo por crédito privado y fondos de bonos mediante una empresa conjunta. Esto mantiene el apalancamiento fuera del balance de Meta, pero refleja lo mismo: la infraestructura de IA se financia cada vez más con deuda a largo plazo, no solo con reservas o capital propio. Estas empresas no están emitiendo porque les falte liquidez. La inteligencia artificial exige un gasto inicial masivo en centros de datos, energía, redes y GPU¹⁶, y los bonos de largo vencimiento son el complemento natural para estos activos de larga vida útil. Con balances sólidos y bajo apalancamiento neto, añadir deuda IG puede reducir los costes de financiación, preservar reservas de efectivo y dejar margen para recompras y dividendos. Para los inversores en crédito, esto implica un aumento de la oferta de bonos a largo plazo etiquetados como AI por emisores de primer nivel (gráfico 2). En el tramo corto, los bonos siguen ofreciendo carry de alta calidad. Más adelante en la curva, representan una apuesta a largo plazo de que el superciclo de inversión en AI generará flujos de caja lo suficientemente sólidos como para justificar asumir riesgo de Big Tech durante 30 a 40 años con diferenciales ajustados. Al final, estas operaciones obligan a los inversores de bonos a hacerse la misma pregunta que los inversores de renta variable: ¿cuán sostenible es el auge del gasto en AI?

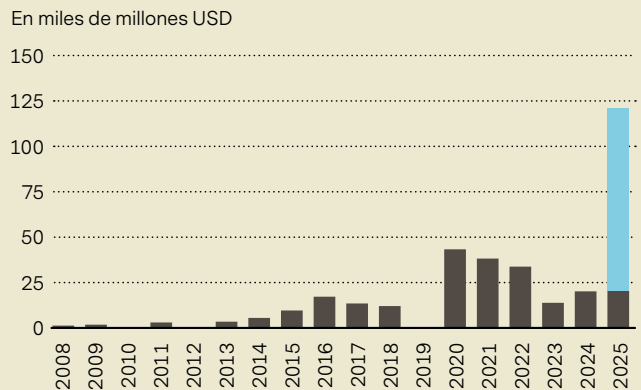
Gráfico 1: Las declaraciones de la Fed disparan las expectativas de una bajada de tipos en diciembre



— Probabilidad de un recorte de 25 pb el 10 de diciembre de 2025
○ Última reunión del FOMC

Fuente: LSEG, Vontobel; a 1 de diciembre de 2025.

Gráfico 2: El mercado de crédito se ha visto afectado por una avalancha de emisiones relacionadas con la IA



■ Oferta de bonos IG de EE.UU. de las grandes tecnológicas (Amazon, Google, Meta, Microsoft, Oracle)
■ Septiembre – noviembre

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

Bajo presión, pero la unión se mantiene firme



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

La preocupación por una posible burbuja impulsada por la IA ha aumentado ante las dudas sobre la monetización y financiación de estas inversiones, y con un apalancamiento cada vez más protagonista.

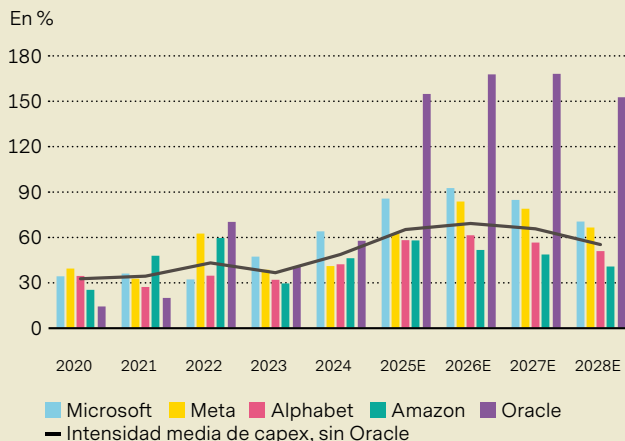
A principios de noviembre ya estaban presentes muchos de los ingredientes para una consolidación del mercado: varios segmentos de renta variable habían marcado máximos históricos, las valoraciones en EE.UU. se acercaban a sus niveles más altos en 15 años y la amplitud seguía siendo reducida. Las tecnológicas y las acciones ligadas a la IA, especialmente las mega caps estadounidenses, han dominado la rentabilidad del año, haciendo que una corrección sea cuestión de «cuándo» y no de «si».

El debate sobre una posible burbuja de IA también se intensificó. La visibilidad sobre la generación de ingresos de esta tecnología aún emergente sigue siendo limitada. Además, el aumento de los gastos de capital (capex) relacionados con la IA y la diversidad de formas en que se están financiando, que van desde la emisión de deuda y el capital de riesgo hasta estructuras fuera de balance más «creativas», han comenzado a generar escepticismo. Nuestra perspectiva sigue siendo constructiva. Desde el punto de vista de los ingresos, es importante reconocer

que la adopción de la IA aún se encuentra en sus primeras etapas. La inversión en infraestructura es fundamental para impulsar el crecimiento futuro, el uso empresarial y de consumidores, así como la innovación continua. Incluso con visibilidad limitada, los ingresos relacionados con la IA ya son significativos y están creciendo rápidamente, con una penetración de mercado estimada por debajo del 1%. El crecimiento subyacente de los ingresos, las estructuras de márgenes, el flujo de caja operativo y la intensidad de capex de la mayoría de los hyperscalers siguen siendo sólidos (gráfico 1). Esto marca otra clara diferencia respecto al periodo de las puntocom.

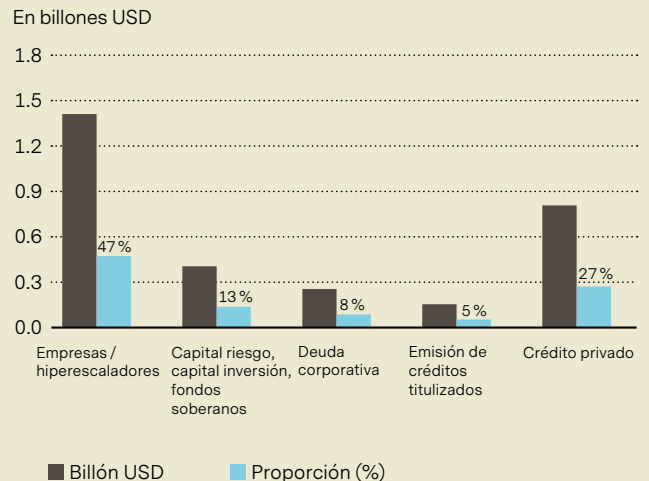
De cara al futuro, se prevé que los aproximadamente 3 billones USD en capex acumulado para infraestructura de IA proyectados para los próximos tres años se financiarán principalmente a través de recursos internos, es decir, flujo de caja operativo y private equity, mientras que solo alrededor del 40% provendría de private credit o emisión de bonos (gráfico 2). Si bien la emisión de deuda tecnológica ha aumentado recientemente, especialmente entre los llamados “hiperescaladores”, el apalancamiento neto en general se mantiene bien contenido en el sector. Seguimos monitoreando de cerca los mercados de crédito, pero el precio actual de los credit default swaps solo muestra un estrés moderado en algunos casos aislados y está muy lejos de los niveles asociados a entornos de burbuja anteriores. A pesar de la volatilidad reciente, consideramos que la tendencia alcista más amplia en los mercados de renta variable se mantiene intacta. Si la historia sirve de referencia, las correcciones del 5% al 10% durante los principales ciclos de adopción tecnológica son una parte normal de los mercados alcistas en curso y no un signo de deterioro fundamental.

Gráfico 1: El capex sobre el flujo de caja operativo neto indica una fase de fuertes inversiones



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

Gráfico 2: Desglose de la financiación del gasto global estimado en capex para centros de datos (2025 – 2028E)



Fuente: Morgan Stanley, Vontobel; a 20 de noviembre de 2025.

Despidiéndose de la demanda china de soja



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

La soja, antes un simple producto básico de la agricultura estadounidense, se ha situado en el centro de una disputa de alto nivel. En la guerra comercial entre EE.UU. y China, esta modesta leguminosa se ha convertido en un símbolo de influencia económica, dejando a los agricultores atrapados en medio del conflicto.

EE.UU. es un actor relevante en el mercado de la soja. En 2024, produjo aproximadamente 118 millones de toneladas, lo que lo convierte en el segundo mayor productor mundial, solo por detrás de Brasil, que cosechó 169 millones de toneladas¹⁷. Dado que la producción de soja en EE.UU. supera la demanda interna, aproximadamente la mitad de la cosecha se exporta. Dicho esto, China ostenta una posición aún más dominante. Con un sector ganadero a la cabeza (China es el mayor productor mundial de cerdo) y una industria de acuicultura¹⁸ líder (la mayor a nivel mundial), el país importa más de 100 millones de toneladas de soja cada año. Históricamente, la mitad de las exportaciones estadounidenses de soja han terminado en China.

Pero los tiempos han cambiado. Con el aumento de las tensiones comerciales, Pekín impuso aranceles y otros gravámenes a los productos agrícolas estadounidenses,

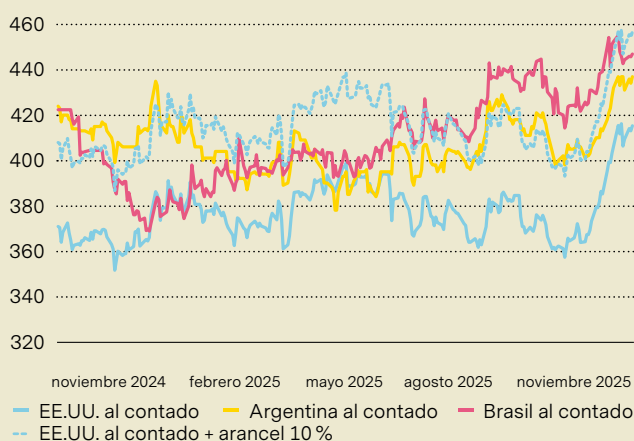
haciendo que la soja estadounidense fuera menos competitiva frente a, por ejemplo, la brasileña (gráfico 1). En mayo, China ordenó a sus importadores dejar de comprar soja estadounidense¹⁹ y, para septiembre, ya no importaba nada. Fue un duro golpe para los agricultores estadounidenses, una base clave de votantes republicanos, que ya afrontaban altos costes de producción²⁰.

La soja llegó incluso a formar parte de la agenda de la reunión entre el presidente estadounidense Donald Trump y el presidente chino Xi Jinping en Corea del Sur. En los días previos a la cumbre, los precios de la soja subieron un 8,8%. Sin embargo, ese optimismo se desvaneció cuando la Casa Blanca anunció que China solo compraría 12 millones de toneladas para finales de año (2024: 21 millones de toneladas). Aunque China ha realizado algunos pedidos adicionales, seguimos siendo escépticos respecto a que aumente significativamente sus compras. Tras un marcado incremento de las importaciones desde Sudamérica, los inventarios chinos de soja alcanzaron un récord de 10,3 millones de toneladas a principios de noviembre. Esto ha provocado un exceso de harina de soja, utilizada para el engorde animal. Como consecuencia, los procesadores chinos, conocidos como crushers, han enfrentado márgenes negativos desde agosto (gráfico 2).

De cara al futuro, es probable que el mercado de la soja refleje esta «nueva normalidad»: creemos que China seguirá comprando únicamente lo que necesite y al precio más bajo posible, mientras que los agricultores estadounidenses no pueden esperar que China vuelva a los volúmenes de importación previos si no hay un cambio significativo a nivel político. Además, los exportadores sudamericanos están dispuestos a cubrir la demanda.

Gráfico 1: Si no fuera por los aranceles, la soja estadounidense sería competitiva

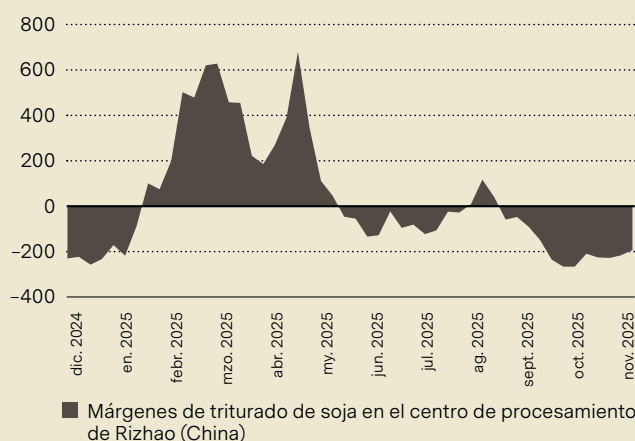
Precios regionales de la soja (modelo simplificado), en USD por tonelada



Fuente: Bloomberg, Vontobel; a noviembre de 2025.

Gráfico 2: El procesamiento de la soja ha dejado de ser una actividad lucrativa para los trituradores chinos

Yuanes chinos por tonelada métrica



Fuente: LSEG, Vontobel; a noviembre de 2025

Un franco fuerte mantiene la inflación suiza incómodamente baja



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

La inflación es incómodamente baja, pero no lo suficientemente débil como para obligar al Banco Nacional Suizo (BNS) a medidas drásticas. Mientras los precios sigan cerca de cero y el franco esté fuerte pero no descontrolado, lo más probable es una larga permanencia en el 0%, con el BNS enfatizando paciencia y dependencia de los datos. Volver a tipos negativos requeriría una caída clara y persistente hacia la deflación, mientras que una subida modesta y tardía exigiría un entorno global mucho más sólido y una inflación interna superior a lo previsto. Un BNS estable sigue siendo nuestro escenario base.

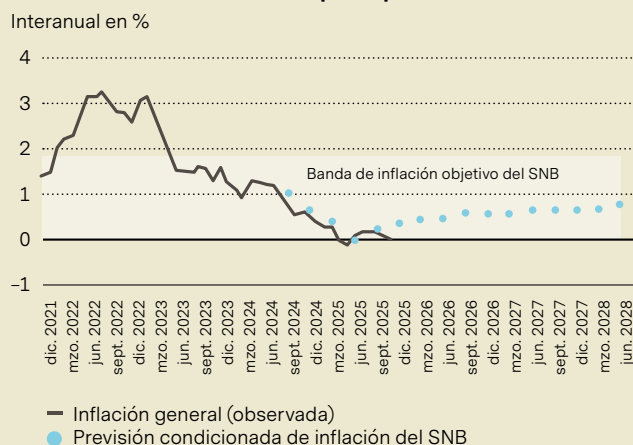
La inflación suiza ha vuelto a cero, aumentando la presión sobre el BNS para contrarrestar un franco fuerte y reactivar el crecimiento de los precios. En noviembre, el IPC²¹ general se mantuvo sin cambios, en el 0,0% interanual, frente al 0,1% esperado. La inflación subyacente cayó del 0,5% al 0,4%. El papel de refugio seguro del franco lo ha llevado a máximos de casi una década frente al euro y al dólar, abaratando las importaciones y presionando aún más a la baja la inflación.

Los datos suponen un revés para el BNS, que contaba con que la inflación se fortaleciera hacia finales de año y en

2026 (gráfico 1). En septiembre, los responsables políticos argumentaron que recortar al 0% apoyaría una recuperación gradual de la inflación. Sus opciones son limitadas y cada una conlleva riesgos. Una nueva intervención en el mercado de divisas aumentaría aún más un balance ya elevado y podría irritar a las autoridades estadounidenses. Volver a tipos negativos podría tensionar partes del sistema financiero, reavivar las preocupaciones sobre la rentabilidad de los bancos y debilitar el apoyo público. El presidente del BNS, Martin Schlegel, ha afirmado en repetidas ocasiones que el listón para reintroducir tipos negativos es más alto que para un recorte normal.

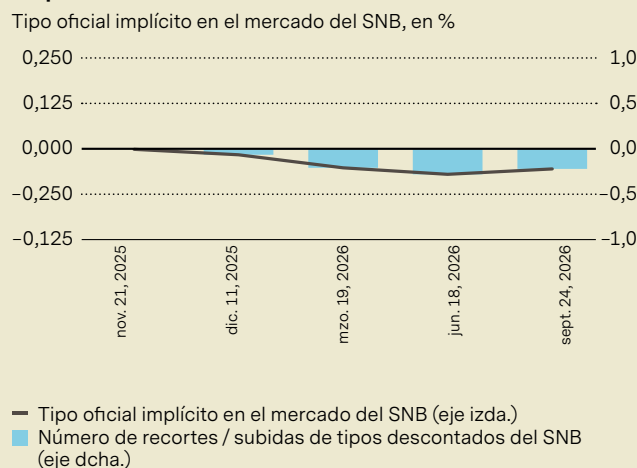
Es probable que el BNS quiera pruebas más claras de una caída de los precios antes de actuar, por lo que es probable que las tasas de interés se mantengan en el 0% durante el próximo año mientras los funcionarios vigilan el franco y los datos que se vayan recibiendo. Los riesgos van en ambas direcciones. Por el lado negativo, un golpe a las exportaciones, un renovado fortalecimiento del franco y varios meses de inflación general negativa que empujen la previsión de inflación condicional del SNB claramente por debajo de cero podrían desencadenar un retorno temporal a tipos negativos como respuesta al creciente riesgo de deflación. Por el lado positivo, una recuperación global más rápida, un franco más débil y una inflación interna por encima de la previsión condicional de inflación podrían justificar una subida de 25pb más adelante, principalmente para evitar que los tipos reales caigan demasiado por debajo de cero y para recuperar margen de maniobra. Incluso en ese caso, cualquier senda de endurecimiento probablemente sería leve y reversible. Por ahora, eso sigue pareciendo un escenario de baja probabilidad (gráfico 2).

Gráfico 1: Los precios al consumo suizos vuelven a su ritmo más moderado desde principios de verano



Fuente: LSEG, Vontobel; a 3 de diciembre de 2025.

Gráfico 2: Perspectiva del mercado acerca de la senda de política monetaria del SNB



Fuente: LSEG, Vontobel; a 19 de noviembre 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.

			2025	2026	
PIB (EN %)	2024¹	ACTUAL²	CONSENSO	CONSENSO	
Global (G20)	3,0	3,3	2,4	2,5	
Zona euro	0,9	1,4	1,4	1,1	
EE.UU.	2,8	2,1	1,9	1,8	
Japón	0,1	1,1	1,1	0,7	
Reino Unido	0,9	1,3	1,4	1,1	
Suiza	1,4	1,3	1,2	1,2	
Australia	1,0	1,8	1,8	2,2	
China	5,0	4,8	4,9	4,3	
INFLACIÓN	2024³	ACTUAL⁴	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 2026⁵
Zona euro	2,4	2,1	2,1	1,8	→
EE.UU.	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Suiza	1,1	0,1	0,2	0,5	→
TIPOS DE INTERÉS CLAVE (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
EUR (tipo de depósito)	3,00	2,00	1,96	1,97	→
USD (tipo de los fondos federales, límite superior)	4,50	4,00	3,62	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,01	-0,01	→
TIPO DE INTERÉS GOBIERNOS A 10 AÑOS (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
EUR (Alemania)	2,37	2,69	2,77	2,93	↓
USD	4,57	4,11	4,10	4,08	→
CHF	0,33	0,18	0,34	0,50	→
TIPOS DE CAMBIO	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
CHF por EUR	0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF por USD	0,91	0,80	0,79	0,81	↓
USD por EUR	1,04	1,16	1,19	1,22	↑
MATERIAS PRIMAS	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
Petróleo Brent, USD por barril	75	63	61	62	↑
Oro, USD por onza troy	2625	4105	4000	4150	→
Cobre, USD por tonelada métrica	8768	10720	10500	10600	→

Nota: Las opiniones están actualizadas al 19 de noviembre de 2025. Las previsiones se basan en las condiciones y suposiciones actuales del mercado. Sujetas a cambios sin previo aviso. No garantizan resultados futuros.

¹ Sujeto a revisiones (por ejemplo, posibles revisiones de los datos del cuarto trimestre)

² Último trimestre disponible

³ Sujeto a revisiones

⁴ Último mes disponible, datos del G20 solo trimestrales

⁵ ↑ por encima del consenso, → en línea con el consenso, ↓ por debajo del consenso

Aviso de divulgación y descargo de responsabilidad

1. Aviso legal y fuentes

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

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

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

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

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 ninguna 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 sumi-

18 Información legal

nistrarle 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.

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: Artículo de Bloomberg, publicado el 25 de noviembre, 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut)
 - ² Fuente: Artículo de Bloomberg, publicado el 7 de noviembre, 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shutdown-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shutdown-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability)
 - ³ Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 19 de noviembre de 2025. [reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-with-smart-people-2025-11-19/](https://www.reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-with-smart-people-2025-11-19/)
 - ⁴ «Infraponderado» significa que el Comité de Inversión Multi Asset de Vontobel tiene una preferencia menor por una clase de activo o subclase de activo. Esto refleja la convicción de que dicha clase de activo es menos atractiva en comparación con otras en el entorno de mercado actual. No se trata de una recomendación de evitar completamente el activo, sino de una sugerencia de reducir su asignación.
 - ⁵ «Neutral» significa que el Comité de Inversión Multi Asset de Vontobel no tiene ni una preferencia superior ni inferior por una clase de activo o subclase de activo. Esto refleja una visión equilibrada, según la cual se espera que la clase de activo evolucione en línea con su rendimiento histórico o con el promedio del mercado. No se trata de una recomendación de tomar acción, sino de una sugerencia de mantener la asignación actual.
 - ⁶ «Sobreponderado» significa que el Comité de Inversión Multi Asset de Vontobel tiene una preferencia superior por una clase de activo o subclase de activo. Esto refleja la convicción de que dicha clase de activo es más atractiva en comparación con otras en el entorno de mercado actual. No se trata de una recomendación de invertir de manera excesiva, sino de una sugerencia de aumentar la asignación.
- Las clasificaciones de «infraponderado», «neutral» y «sobreponderado» reflejan únicamente las opiniones internas del comité de inversión y no deben interpretarse como recomendaciones para los inversores individuales ni como un llamado a la acción. Reflejan simplemente la perspectiva de Vontobel sobre la evolución esperada del valor de una clase de activo en particular. Estas evaluaciones se difunden exclusivamente con fines informativos a un público amplio y no están adaptadas a un grupo específico de clientes.
- ⁷ Infraestructura global y desarrollo económico impulsado por China para construir carreteras, ferrocarriles, puertos y otras conexiones que refuerzan el comercio y la inversión entre China y el resto del mundo.
 - ⁸ Un enfoque político que prioriza los intereses, la seguridad y el bienestar económico de Estados Unidos por encima de los de otros países. Generalmente enfatiza el comercio proteccionista, una menor participación en conflictos extranjeros, y controles fronterizos estrictos.
 - ⁹ Fuente: comunicado de prensa de Ipsos, publicado el 23 de mayo de 2025. [ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf](https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf)
 - ¹⁰ Fuente: World Values Survey 2017 2017–2022, worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp
 - ¹¹ Fuente: Uppsala Conflict Data Program, cálculos de Vontobel.
 - ¹² Fuente: Kristensen, Korda, Johns, Knight-Boyle (2025), fas.org/initiative/status-world-nuclear-forces/
 - ¹³ Fuente: datos del Stockholm International Peace Research Institute de LSEG, cálculos de Vontobel.
 - ¹⁴ Idea de que los países reconocen únicamente a un solo gobierno chino (la República Popular de China) y no reconocen oficialmente a Taiwán como un estado independiente.
 - ¹⁵ Fuente: Election Study Center, National Chengchi University, publicado el 7 de julio de 2025. esc.nccu.edu.tw/upload/44/doc/6961/People202506.png
 - ¹⁶ Unidad de procesamiento gráfico, un circuito electrónico utilizado en el procesamiento digital de imágenes.
 - ¹⁷ Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA), al 17 de noviembre de 2025. fas.usda.gov/data/production/commodity/2222000
 - ¹⁸ La acuicultura es el cultivo de organismos acuáticos, como peces, mariscos y plantas, en entornos controlados para diversos fines, entre ellos la producción de alimentos, la restauración de hábitats y la recuperación de especies.
 - ¹⁹ Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 20 de octubre de 2025. [reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/](https://www.reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/)
 - ²⁰ Fuente: Reuters Artículo, publicado el 3 de octubre de 2025. [reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/](https://www.reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/)
 - ²¹ Índice de Precios al Consumidor, que mide la variación promedio a lo largo del tiempo en los precios que los consumidores pagan por bienes y servicios.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zúrich
Suiza
vontobel.com

