

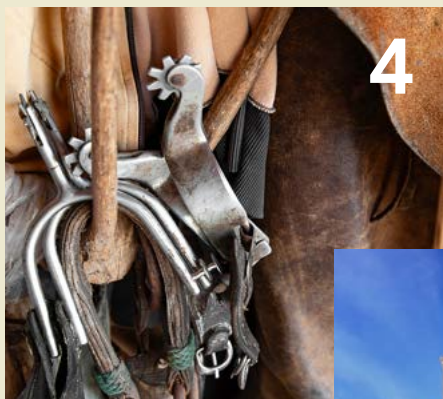
Vontobel

Investors' Outlook

De zanahorias y palos

Septiembre 2025

2 Contenido



3 Editorial

4 Estrategia de inversión

¿Más impulsos que frenos?

6 Aspectos destacados del mercado

Presión política vs. política monetaria

14 Clases de activos en foco

18 Pronóstico

21 Referencias

Glosario y fuentes

Publicado por
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

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

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

Frecuencia
Diez veces al año
(próxima edición: 2 de octubre de 2025)

Concepto
MetaDesign AG

Creación y realización
Vontobel

Imágenes
Gettyimages,
Vontobel

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

Observaciones
Ver «Información legal» en la página 19

De zanahorias y palos



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Estimados lectores:

A medida que julio daba paso a agosto, los mercados se enfrentaron a palos y zanahorias, pues cada titular ofrecía un respiro o asestaba un golpe. Los aranceles y la geopolítica los pusieron a prueba, mientras que los sólidos resultados empresariales y las esperanzas de recortes de los tipos de interés generaron optimismo.

Mientras tanto, los inversores encontraron sus propias zanahorias y restaron importancia a la ofensiva comercial, en un contexto en el que el ánimo se había vuelto más propicio al riesgo. Los participantes del mercado justificaron esta evolución con las expectativas de próximas bajadas de tipos por parte de la Reserva Federal. Esas esperanzas solo se reforzaron cuando el presidente de dicho banco central, Jerome Powell, en su intervención en el simposio anual de Jackson Hole, en Wyoming, señaló con cautela que la primera bajada en nueve meses podría producirse ya en septiembre. Creemos que los responsables de la política monetaria se enfrentan a una difícil decisión ya que deben sopesar la persistente inflación frente a los crecientes riesgos para el mercado laboral, tratando al mismo tiempo de acertar con el momento para aplicar las rebajas del precio del dinero. El diagrama de puntos de la Fed apunta a un total de 50 puntos básicos de recortes antes del final de año, pero creemos que la inflación no permite que baste simplemente con abrir las compuertas. Esto complica el panorama y limita el margen de maniobra de la Fed.

Cuando entraron en vigor los aranceles recíprocos, Donald Trump aumentó la presión sobre India, duplicando los aranceles hasta el 50% por sus compras de petróleo ruso. Impuso el mismo arancel a Brasil, señalando el juicio contra el expresidente Jair Bolsonaro. Por otra parte, la

tregua comercial entre Estados Unidos y China se ha prolongado hasta noviembre, aliviando temporalmente las tensiones entre las dos mayores economías del mundo. Aun así, el crecimiento chino mostró una trayectoria general a la baja, lastrado por un mercado inmobiliario en dificultades y una menor demanda de préstamos. Ahora nos parece más probable que Pekín aplique medidas de estímulo adicionales en un futuro próximo.

Los sólidos resultados empresariales contribuyeron a que la renta variable estadounidense alcanzara máximos históricos, incluso en un contexto de aranceles se han adoptado medidas de estímulo, desde el gasto público europeo hasta los presupuestos de la OTAN, e incluso se vislumbra la posibilidad de un alto el fuego en Ucrania. Parece que, al regresar de sus vacaciones de verano, los inversores están listos para volver a poner su dinero a trabajar. Esto lleva a algunos a preguntarse si los mercados se han vuelto demasiado optimistas con respecto a la renta variable. No creemos que sea necesariamente así. Parece haber abundante capital a la espera lo cual podría favorecer que se obtengan más ganancias. Sin embargo, también creemos que es importante ser selectivos, ya sea a través de índices ponderados por capitalización bursátil o asignaciones regionales, en lugar de destinando activos a índices generalistas.

En esta edición de Investors' Outlook, encontrará un análisis detallado de un tema que ha sido motivo de preocupación para los mercados últimamente: la independencia de los bancos centrales. También descubrirá qué es lo que ha estado afectando a los precios de la carne de vacuno estadounidense y cuál es nuestra opinión sobre los mercados bursátiles.

Nuestro objetivo es ayudar a nuestros clientes a alcanzar las zanahorias, protegiendo al mismo tiempo sus carteras frente a los palos.

→ Webcast

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

4 Estrategia de inversión



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

¿Más impulsos que frenos?

Los nuevos aranceles, los datos macroeconómicos dispares, los cambios de personal en las principales instituciones estadounidenses y las continuas tensiones geopolíticas han inquietado a los inversores durante el verano. Aun así, los mercados bursátiles subieron. Con base en las condiciones actuales del mercado, creemos que el crecimiento económico está a punto de mejorar. Respaldo por las condiciones monetarias favorables y la perspectiva de un estímulo fiscal global.

Los recortes de tipos anteriores aún se están filtrando a la economía, y existe la posibilidad de que la Fed reanude la flexibilización monetaria ya en septiembre. En el ámbito fiscal, Alemania ya ha anunciado medidas, y China podría actuar a finales de este año. Y si bien los aranceles pueden impulsar algunos precios al alza, el efecto debería ser moderado y temporal, ya que un menor consumo compensará la presión inflacionaria.

La política estadounidense también influye en las perspectivas. Desde el Día de la Liberación, creemos que el presidente Donald Trump se ha inclinado más hacia una postura pro-crecimiento, que podría cobrar fuerza a medida que se acercan las elecciones de mitad de mandato y disminuyen los índices de aprobación¹.

Las decisiones de la Fed sobre los tipos de interés dependerán de las condiciones del mercado laboral, que son difíciles de interpretar. Las medidas restrictivas de inmigración de Trump han reducido drásticamente el número de trabajadores nacidos en el extranjero. De marzo a julio, 1,7 millones de personas desaparecieron de las estadísticas de empleo, según la Fundación Nacional para la Política Estadounidense². Los inmigrantes han impulsado más de la mitad del crecimiento de la fuerza laboral estadounidense en las últimas tres décadas. Es más, desde el lanzamiento de ChatGPT y similares herramientas, han disminuido las ofertas de empleo en IT, mientras que el desempleo entre los recién graduados universitarios ha aumentado. Es posible que la IA esté desplazando puestos que antes ocupaban profesionales en sus inicios de carrera. Creemos que es probable que la Fed vuelva a situar los tipos de interés en territorio neutral, un nivel que no estimula ni obstaculiza el crecimiento económico.

El Comité de Inversiones de Multi Asset Boutique ha decidido abstenerse de realizar cambios en su asignación de activos tras mejorar la calificación de la renta variable europea en julio. Puedo encontrar los detalles en la página 5.

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

	INFRAPONDERADO ³		NEUTRAL ⁴	SOBREPONDERADO ⁵		
	significa- tivamente	ligeramente		ligeramente	significa- tivamente	
1 Liquidez			→			Nos mantenemos neutrales en efectivo, habiendo reducido nuestras posiciones desde sobreponderadas en julio.
2 Renta fija		→				Seguimos creyendo que la renta variable ofrece rendimientos más atractivos que los bonos y, por lo tanto, reiteramos nuestra posición infraponderada en renta fija. Dado que se espera que la Fed normalice la política monetaria y vuelva a una postura de tipos neutrales, creemos que las yields podrían sufrir algunas caídas desde los niveles actuales, aunque probablemente más en los plazos cortos que en los largos. Esta dinámica podría limitar los rendimientos de los bonos gubernamentales, a pesar de un nivel de rendimiento global relativamente atractivo. Mantenemos la infraponderación en bonos corporativos con grado de inversión y bonos high yield. En cuanto a los bonos en moneda fuerte de mercados emergentes, nos mantenemos neutrales.
3 Renta variable				→		Mantenemos una ligera sobreponderación en la renta variable, respaldada por nuestras perspectivas de crecimiento positivas en un contexto de políticas monetarias y fiscales acomodaticias a nivel mundial. Expresamos nuestra sobreponderación en renta variable a través de asignaciones a acciones de la zona euro, que en julio elevamos de neutral a sobreponderadas, y a acciones de mercados emergentes. En la zona euro, las perspectivas cíclicas han mejorado gracias al mayor estímulo fiscal y a los recortes de tipos del Banco Central Europeo (BCE), mientras que los responsables políticos están empezando a abordar cuestiones estructurales como la debilidad de la inversión y la innovación. Las acciones de mercados emergentes se benefician de nuestra visión bajista sobre el dólar estadounidense, la mejora del sentimiento hacia los activos chinos y las valoraciones atractivas.
4 Oro			→			Mantenemos nuestra neutralidad respecto al oro, que recientemente alcanzó un máximo histórico de 3500 USD por onza, impulsado por las expectativas de recortes de tipos de interés. Nuestra visión neutral se debe en parte a la menor demanda por parte de los bancos centrales. Aunque sus compras siguen ofreciendo un suelo para los precios, estas se redujeron a 166 toneladas en el segundo trimestre, desde 248 en el primero (-33% trimestral). En línea con esta tendencia, el Consejo Mundial del Oro ha rebajado en 100 toneladas su previsión de demanda de oro por parte de los bancos centrales para 2025.
5 Materias primas			→			En ausencia de escaladas geopolíticas, es probable que los precios del petróleo sigan bajo presión. La Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) anunciaron recientemente un aumento adicional de la producción de 547 000 barriles diarios para septiembre, lo que eleva el suministro total recuperado desde abril a 2,5 millones de barriles. Este aumento de la oferta debería superar a la demanda: la temporada de conducción ⁶ en EE.UU. termina en septiembre y la demanda china en los próximos meses es incierta. Los metales industriales también han detenido su repunte después de que las amenazas de Trump sobre los aranceles al cobre resultaran menos severas de lo que se temía inicialmente. Mantenemos nuestra visión neutral sobre las materias primas.
6 Estrategias alternativas			→			Reiteramos nuestra postura neutral sobre los fondos alternativos y el sector inmobiliario.

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

Cambios mensuales: sin cambios → aumento ↗ disminución ↘

6 Aspectos destacados del mercado



Presión política vs. política monetaria

Se le pueden reprochar muchas cosas al presidente de la Reserva Federal de EE.UU., Jerome Powell: haber calculado mal la inflación en 2021, no haber subido los tipos de interés lo suficientemente rápido en 2021 – 2022 o no haberlos bajado lo suficientemente rápido en 2025, pero no se le puede acusar de ser susceptible. Debido a su renuencia a recortar los tipos de interés, Powell ha sido tildado de «imbécil obstinado⁷» y de «persona de inteligencia media» con un «bajo coeficiente intelectual para lo que hace⁸» por el presidente de EE.UU., Donald Trump. Teniendo en cuenta los repetidos intentos de Trump de influir en el órgano de decisión de la Fed – ya sea amenazando con despedir o destituyendo directamente a algunos de sus gobernadores – tal vez sea el momento de examinar más de cerca la (in)dependencia de los bancos centrales.



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



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

De una forma u otra, los bancos centrales siempre se han creado, al menos en parte, para servir a intereses políticos. El más antiguo del mundo, el Riksbank sueco (1668), se creó para prestar fondos al Gobierno y servir de cámara de compensación para el comercio⁹. Otros países europeos pronto siguieron su ejemplo y utilizaron los bancos centrales para llevar a cabo la política gubernamental. El Banco de Inglaterra (BoE), por ejemplo, se fundó en 1694 con el objetivo principal de financiar la guerra de Inglaterra contra Francia.

A principios del siglo XX, surgió una nueva ola de bancos centrales centrados en la prevención de crisis y en la estabilidad financiera. Entre estos bancos centrales de «segunda generación» se encontraba la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Antes de su creación, EE.UU. experimentó frecuentes pánicos en los mercados, crisis de liquidez bancarias y quiebras. El pánico de 1907¹⁰ fue

especialmente grave, ya que la Bolsa de Nueva York perdió casi el 50 % de su valor con respecto al máximo alcanzado el año anterior. Al no existir un banco central que interviniera, personas adineradas como J. P. Morgan y John D. Rockefeller intervinieron para estabilizar el sistema financiero. La dependencia de banqueros privados para rescatar el sistema financiero nacional impulsó al presidente Woodrow Wilson a firmar la Ley de la Reserva Federal en 1913. Solo un año después, la recién creada Fed ya se enfrentaba a su primera gran prueba.

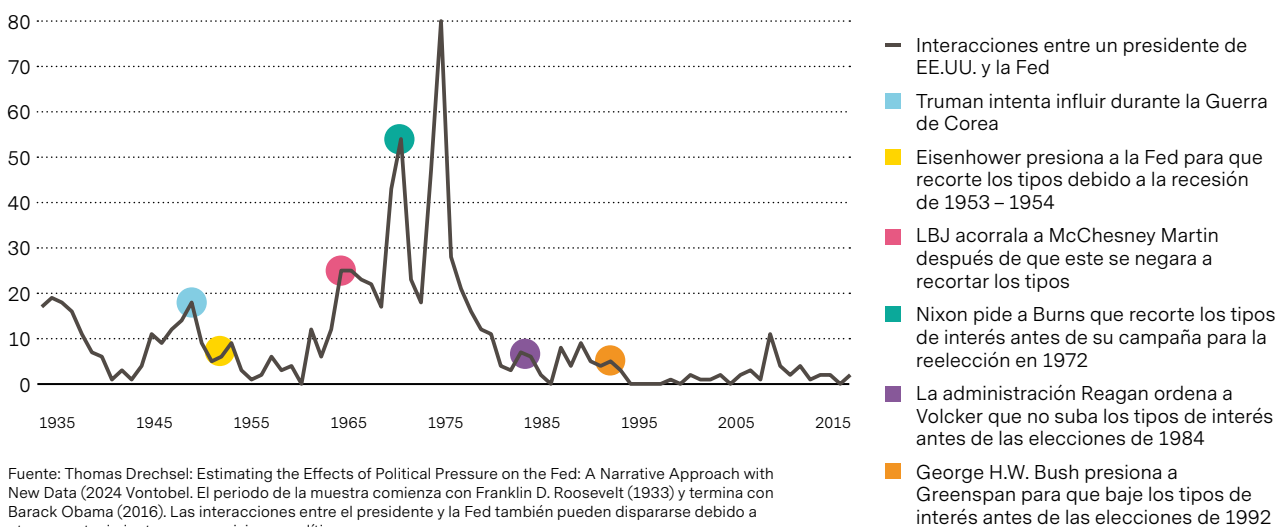
Durante la Primera Guerra Mundial (1914 – 1918), desempeñó un papel importante en la estabilización de la economía y el apoyo al esfuerzo bélico. Se vendieron al público los llamados bonos de la libertad para financiar los gastos militares, mientras que el aumento del gasto público y la mayor demanda de bienes ejercieron una presión al alza sobre los precios. La Fed trató de gestionar estas presiones influyendo en los tipos de interés y las condiciones crediticias, aunque sus herramientas eran aún limitadas en aquella época.

La Primera Guerra Mundial marcó un punto de inflexión importante en la política monetaria. Muchos países, entre ellos Reino Unido, Alemania y Francia, abandonaron el patrón oro para imprimir más papel moneda y financiar un mayor gasto. La inflación resultante sirvió como un claro recordatorio de los riesgos que conlleva que los gobiernos ordenen a los bancos centrales imprimir dinero a voluntad. En los años de la posguerra, comenzó a ganar terreno el concepto de independencia de los bancos centrales, que hacía hincapié en la necesidad de que las autoridades monetarias fijaran los tipos de interés y la política monetaria sin interferencias políticas a corto plazo. A pesar de

8 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 1: La independencia de la Fed se ha puesto a prueba una y otra vez, sin ningún caso especialmente extremo en la década de 1970

Número anual de interacciones



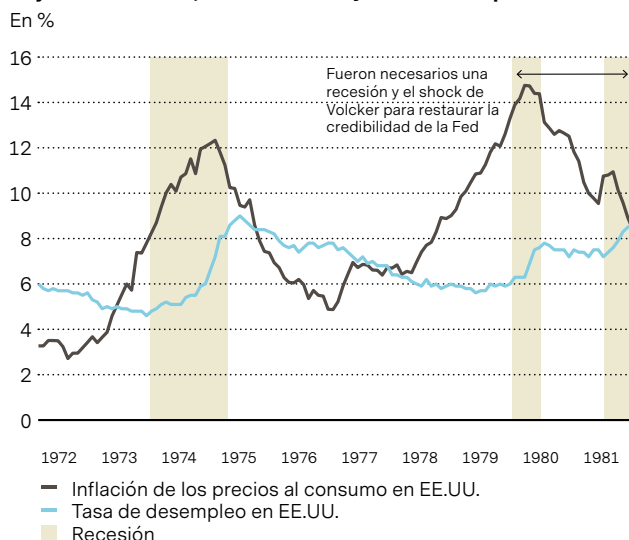
la creciente conciencia de la importancia de la independencia de los bancos centrales, el colapso económico de la década de 1930 y las exigencias de la Segunda Guerra Mundial hicieron que los gobiernos volvieran a ejercer un mayor control sobre los bancos centrales, ya fuera para hacer frente al desempleo y la deflación durante la Gran Depresión o para financiar el gasto público en tiempos de guerra. Tras el establecimiento del sistema de Bretton Woods en 1944, los bancos centrales asumieron un papel central en el mantenimiento de los tipos de cambio fijos a nivel e . Al tener que defender los tipos de cambio fijos, su independencia siguió siendo limitada.

En las décadas siguientes, la presión política sobre los bancos centrales se intensificó, especialmente en EE.UU. (gráfico 1). En 1951, el presidente Harry Truman intentó obligar a la Fed a mantener un límite máximo en los tipos de los bonos del Tesoro, financiando así de manera efectiva la participación de EE.UU. en la Guerra de Corea. En 1965, la situación llegó incluso a las manos: el presidente Lyndon B. Johnson, que estaba invirtiendo grandes cantidades de dinero tanto en sus programas de la «Gran Sociedad¹¹» como en la guerra de Vietnam, convocó al entonces presidente de la Fed, William McChesney Martin, a su rancho de Texas. Según se dice, Johnson empujó a Martin contra una pared y le gritó: «Hay chicos muriendo en Vietnam y a Bill Martin no le importa¹²». El sucesor de Johnson, Richard Nixon, prefirió un enfoque

más público (y sarcástico). En la ceremonia de toma de posesión de Arthur Burns en 1970, Nixon bromeó: «Respeto su independencia. Sin embargo, espero que, de forma independiente, llegue a la conclusión de que mis opiniones son las que deben seguirse¹³». Decidido a conseguir la cooperación de la Fed antes de las elecciones de 1972, Nixon celebró varias reuniones para presionar a Burns para que bajara los tipos de interés. Burns finalmente cedió y bajó los tipos de interés a pesar de los riesgos inflacionistas.

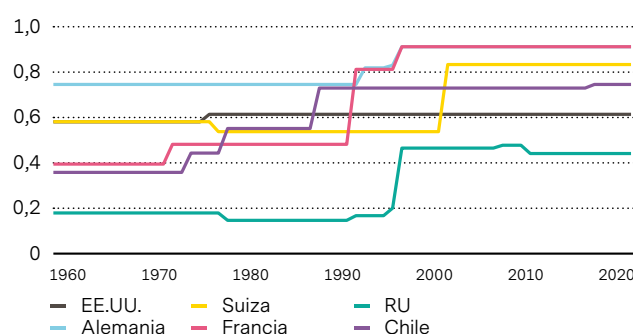
La intervención de 1972 dio lugar a lo que muchos consideran uno de los capítulos más dolorosos de la historia económica de EE.UU.: un breve auge preelectoral seguido de una década de estanflación, es decir, una combinación de crecimiento económico estancado, alto desempleo y alta inflación, que desafía la teoría macroeconómica tradicional (como la creencia de que la inflación y el desempleo tienen una relación inversa). Fue necesario el llamado «shock Volcker» (1979–1982) para restaurar la credibilidad de la Fed (gráfico 2). Nombrado presidente en 1979, Paul Volcker subió agresivamente los tipos de interés, de aproximadamente el 10% al 20%, lo que provocó una doble recesión. Al hacerlo, Volcker resistió la presión política tanto del presidente demócrata Jimmy Carter, que lo había nombrado, como del presidente republicano Ronald Reagan, que heredó la recesión.

Gráfico 2: La «década perdida» de EE.UU.: bajo crecimiento, alta inflación y alto desempleo



Fuente: LSEG, Vontobel; periodo de la muestra: 1972 – 1981.

Gráfico 3: En las últimas décadas, numerosos bancos centrales han adquirido una mayor independencia de iure
Índice de independencia del banco central, ampliado (CBIE)



Fuente: Davide Romelli, profesor asociado en el departamento de economía de Trinity College Dublin (2023). Nota: el índice (de 0 a 1) mide la independencia de iure de los bancos centrales; las puntuaciones más altas indican una mayor independencia por ley. Se basa en seis pilares (el gobernador y el consejo del banco central, la política monetaria y la resolución de conflictos, objetivos, limitaciones a los préstamos al gobierno, independencia financiera y presentación de informes y divulgación) y 42 criterios que evalúan diversos aspectos como quién nombra al gobernador y a los miembros del consejo, la duración de sus mandatos, los procedimientos de renovación y destitución, los objetivos normativos del banco central, quién ostenta la autoridad final sobre la política monetaria y cómo informa el banco central sobre sus actividades.

Desde la década de 1990 hasta principios de la década de 2000, los bancos centrales entraron en lo que se considera la «edad de oro» de la independencia, ya que muchas instituciones lograron una mayor independencia de iure¹⁴ (gráfico 3). Varios factores contribuyeron a esta tendencia. En primer lugar, numerosos países promulgaron reformas legales o disposiciones en tratados que definían explícitamente la independencia de los bancos centrales. Por ejemplo, el Tratado de Maastricht de 1992 consagró la independencia del Banco Central Europeo (BCE) en la legislación de la Unión Europea. Del mismo modo, el Banco de Inglaterra (BoE) obtuvo independencia operativa para fijar los tipos de interés en 1997, y el Banco Nacional Suizo (SNB) obtuvo la independencia en el año 2000 con la adopción de una nueva Ley del Banco Nacional. (Antes de 2000, el SNB ya gozaba de cierto grado de independencia operativa, pero sin garantías jurídicas explícitas). En segundo lugar, los mandatos se hicieron más claros y se definieron con mayor precisión. La adopción de la llamada «gestión de la inflación¹⁵» como marco de política clave fue posiblemente uno de los avances más significativos de la época, ya que permitió a los bancos centrales dar prioridad a la gestión de la inflación, limitando así el margen de interferencia política. En tercer lugar, a menudo se alargó el mandato de muchos gobernadores y miembros de los consejos de administración de los bancos centrales y se hizo no renovable, con el fin de aislarlos de la presión política. Por ejemplo, los miembros

del Comité Ejecutivo del BCE, incluidos el presidente y el vicepresidente, ejercen un mandato único y no renovable de ocho años. Por último, los bancos centrales también comenzaron a hacer hincapié en una mayor transparencia y rendición de cuentas para reforzar la confianza del público. Empezaron a publicar las actas de sus reuniones, a divulgar previsiones económicas y a celebrar conferencias de prensa periódicas. Este cambio supuso una clara ruptura con viejas tradiciones y formas de actuar, como «nunca explicar, nunca excusar» o «murmurar con gran incoherencia¹⁶».

Estos cambios positivos no se limitaron a los mercados desarrollados. De hecho, las economías emergentes como Chile son un claro ejemplo de cómo las crisis del pasado pueden impulsar avances significativos. A principios de la década de 1970, Chile se vio afectado por un débil crecimiento económico, elevados déficits fiscales y una inflación de tres dígitos, mientras que los tipos de interés reales se encontraban en territorio negativo (es decir, acomodaticio). La apuesta del gobierno militar por una rápida desregulación y liberalización, combinada con un tipo de cambio sobrevalorado, provocó una profunda crisis económica y bancaria a principios de la década de 1980. El Banco Central de Chile obtuvo su independencia en 1989 y comenzó a aplicar un régimen de metas de inflación a principios de la década de 1990. Hoy en día, está considerado uno de los bancos centrales más independientes

10 Aspectos destacados del mercado



y estables de la región. México es otro ejemplo de mejora de la independencia del banco central. Tras un período de inestabilidad económica a finales de la década de 1980, marcado por una elevada inflación y crisis de deuda, el país reformó su banco central en 1994, otorgando al Banco de México autonomía constitucional y un mandato claro de dar prioridad a la estabilidad de precios. De manera similar, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) reforzó su independencia tras décadas de dificultades, especialmente durante la era del apartheid. Desde 2000, el SARB se ha centrado en el objetivo de inflación, lo que ha mejorado su credibilidad y eficacia en la política monetaria.

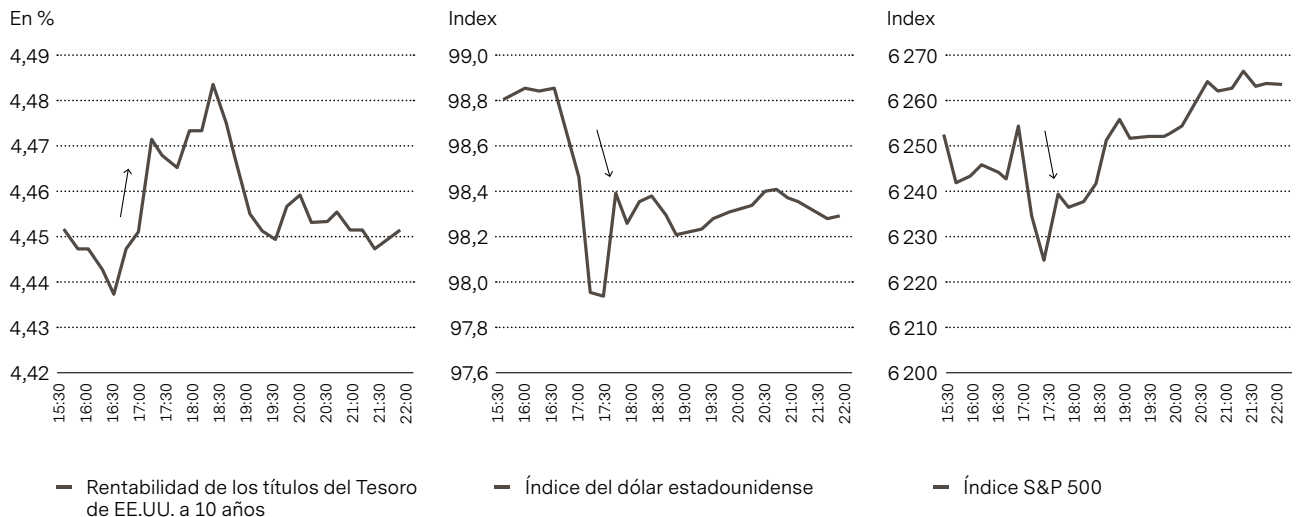
Mejor que antes, pero cada vez más en riesgo

No obstante, no se puede dejar de observar que el papel de muchos bancos centrales ha vuelto a cambiar. Crisis como la crisis financiera mundial (2007–2009), la crisis de la zona del euro (2009–2010) y la crisis de la Covid-19 (2020) obligaron a muchos bancos centrales a asumir funciones más amplias: no solo se esperaba que actuaran como «prestamistas de última instancia» para estabilizar las instituciones financieras (por ejemplo, mediante rescates), sino que también se les pidió que utilizaran herramientas monetarias no convencionales (por ejemplo, la flexibilización cuantitativa) para apoyar la recuperación tras la crisis. Podría decirse que esta ampliación de sus funciones difuminó las líneas entre la política monetaria y la política fiscal, ya que los gobiernos dependían cada vez

más de los bancos centrales para financiar los déficits y estabilizar los mercados. Esta dinámica también se pone de manifiesto en varias declaraciones recientes de Trump. Por ejemplo, en junio, señaló: «Si ellos (la Fed) hicieran su trabajo correctamente, nuestro país se ahorraría billones de dólares en costes por intereses (...) ¡Deberíamos pagar un 1 % de interés, o incluso menos¹⁷!».

Esta confusión de funciones no es exclusiva de EE.UU. En 2020, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, fue objeto de críticas tras dar a conocer medidas de estímulo de emergencia para proteger el sistema financiero. La controversia no se centró tanto en las medidas en sí mismas como en su negativa a hacerse eco del enfoque «todo lo que sea necesario» defendido por su predecesor, Mario Draghi, en 2012 para salvar el euro. ¿Qué ocurrió? Lagarde declaró: «No estamos aquí para cerrar los diferenciales (...) hay otras herramientas para eso y otros actores para abordar esas cuestiones¹⁸», refiriéndose a las diferencias en los diferenciales de financiación entre países muy endeudados, como Italia, y otros menos endeudados, como Alemania. Su intento implícito de devolver la responsabilidad a los gobiernos provocó una fuerte venta de activos italianos. Tres años más tarde, el Banco de Inglaterra (legalmente independiente desde 1997) se vio envuelto en una disputa de alto nivel con el Gobierno británico. ¿Qué ocurrió? Apenas unos días antes del «minipresupuesto» del ministro Kwasi Kwarteng, que incluía recortes fiscales

Gráfico 4: ¿Qué pasó después de que los medios informaran de que Trump podría despedir pronto a Powell?
Rentabilidades EE.UU. más altas **... un dólar más débil** **... y bolsas de EE.UU. a la baja**



Fuente: Bloomberg, Vontobel. Nota: El 16 de julio de 2025, varios medios de comunicación citaron a un funcionario anónimo de la Casa Blanca que afirmaba que Donald Trump probablemente destituiría a Jerome Powell en breve. Los horarios se muestran en la hora de verano de Europa central (CEST).

sin financiación por valor de 45 000 millones de libras esterlinas, el Banco de Inglaterra vendió 40 000 millones de libras esterlinas en bonos del Estado. En un momento en que la inflación superaba el 10%, la perspectiva de recortes fiscales sin financiación desencadenó una venta masiva en el mercado de bonos, agravada por los fondos de pensiones que se enfrentaban a demandas de garantía sobre inversiones apalancadas en bonos del Estado. La primera ministra Liz Truss exigió una investigación sobre las acciones del Banco de Inglaterra e incluso pidió la destitución del gobernador Andrew Bailey. Irónicamente, la propia Truss acabó dimitiendo en medio de la agitación subsiguiente. Incluso el SNB, considerado a menudo como uno de los bancos centrales más independientes del mundo, se ha visto sometido a una presión política cada vez mayor. Los cantones suizos, que reciben una parte de los beneficios del SNB, han presionado para que se aumenten las distribuciones, lo que podría dar prioridad a las ganancias financieras a corto plazo frente a la estabilidad monetaria a largo plazo. Además, los activistas climáticos y los grupos políticos han instado al SNB a alinear sus políticas de inversión con los objetivos medioambientales, lo que añade una nueva capa de desafío a su independencia.

Turquía ofrece uno de los ejemplos más claros de cómo la injerencia política puede socavar un banco central y desestabilizar una economía. Aunque el Banco Central de

la República de Turquía (CBRT) es formalmente independiente, su gobernador puede ser nombrado o destituido a discreción del presidente. El presidente Recep Tayyip Erdoğan, conocido por su creencia poco ortodoxa de que la reducción de los tipos de interés reduce la inflación, ha destituido a cinco gobernadores del CBRT desde 2019, incluido uno solo dos días después de una subida de los tipos. Esto ha provocado una inflación de dos dígitos, la fuga de capitales y la dolarización generalizada de la economía.

Avancemos rápidamente hasta las amenazas actuales al presidente de la Fed

Las repetidas amenazas de Trump de despedir a Powell, junto con su historial de destitución de otros funcionarios del Gobierno, han aumentado la preocupación de que finalmente intente destituir a Powell. Los mercados financieros han reaccionado con nerviosismo cada vez que estas amenazas han acaparado los titulares. Por ejemplo, a mediados de julio, Bloomberg, citando a un funcionario anónimo de la Casa Blanca, informó de que era probable que Trump despidiera a Powell en breve¹⁹. Tras la noticia, los rendimientos de los bonos estadounidenses subieron (los rendimientos de los bonos se mueven de forma inversa a los precios), el dólar estadounidense se debilitó y las acciones estadounidenses se vieron sometidas a presión (gráfico 4). En la situación actual, Trump no puede destituir a Powell únicamente porque no esté de acuerdo

12 Aspectos destacados del mercado

con sus opiniones sobre política monetaria. El caso del Tribunal Supremo *Humphrey's Executor v. United States* (1935) estableció que los funcionarios de organismos independientes no pueden ser destituidos por el presidente «sin causa», entendiéndose por «causa» normalmente malversación o conducta grave. Si bien el Tribunal Supremo ha confirmado recientemente la autoridad de Trump para destituir a determinados funcionarios estadounidenses, también ha subrayado que la relación entre el presidente y la Fed es distinta de la que existe con otros organismos independientes²⁰. Esto sugiere que Powell podría, de hecho, estar protegido legalmente. En consecuencia, el consenso estima una probabilidad muy baja a que Powell sea destituido en 2025.

Mientras tanto, Trump y sus aliados han comenzado a buscar una «causa». A mediados de julio, el director de la Oficina de Gestión y Presupuesto (OMB), Russell Vought, envió una carta a Powell en la que criticaba los sobrecostos relacionados con la renovación de la histórica sede de la Fed, a pesar de que la OMB no tiene competencia sobre la Fed, que financia sus operaciones independientemente del proceso de asignación de fondos del Congreso. Poco después, el director de la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda, Bill Pulte, expresó su confianza en que el Congreso investigaría a Powell por lo que calificó de declaraciones «engañosas²¹» realizadas durante una audiencia del Senado en junio. Incluso el secretario del Tesoro, Scott Bessent, ampliamente considerado como una voz razonable, pidió una investigación sobre las operaciones y la eficacia de la Fed. «Lo que tenemos que hacer es examinar toda la institución de la Fed y si ha tenido éxito», declaró Bessent en julio²². A continuación, acusó a la Fed de «alarmismo sobre los aranceles» a pesar de las «excelentes cifras de inflación» y expresó su frustración con «todos esos doctores» que, según él, son incapaces de «salir de una determinada mentalidad». Si los mercados de predicción son indicativos, Trump también tendrá dificultades para acusar a Powell «por causa justificada». A mediados de agosto, las probabilidades de que Powell fuera acusado a nivel federal en 2025 eran solo del 10%.

En nuestra opinión, el resultado más favorable para el mercado sería que Trump permitiera a Powell terminar su mandato como presidente, que expira en mayo, y luego nombrara a alguien más afín a sus preferencias. Sin embargo, incluso en ese escenario, Trump podría tener que seguir lidiando con Powell como miembro con derecho a voto del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Esto se debe a que Powell tiene dos mandatos distintos: uno como presidente (hasta 2026) y otro como gobernador del FOMC (hasta 2028). Dicho esto, Powell podría optar

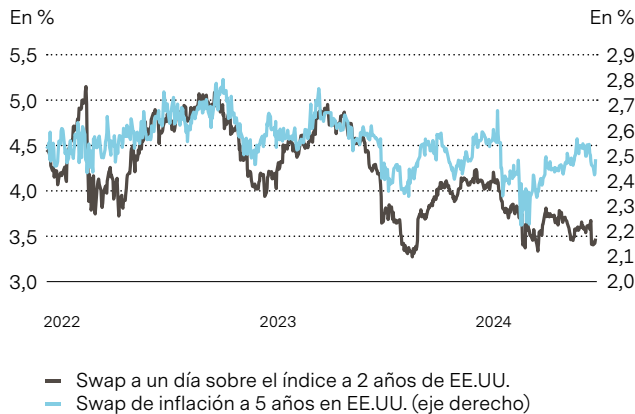
por abandonar voluntariamente la Junta cuando termine su mandato como presidente, siguiendo el precedente establecido por algunos de sus predecesores.

¿Deberían preocuparse los inversores por una Fed «demasiado acomodaticia»?

Para responder a esta pregunta, conviene dar un paso atrás y analizar la estructura del FOMC. El comité está formado por 12 miembros: siete miembros de la Junta de Gobernadores y cinco de los 12 presidentes de los bancos regionales de la Fed. Los gobernadores son nombrados por el presidente de EE.UU. y confirmados por el Senado para mandatos escalonados de 14 años, que expiran cada dos años, el 1 de febrero de los años pares. El presidente y el vicepresidente ejercen mandatos independientes renovables de cuatro años, pero deben ser gobernadores en ejercicio. De los cinco presidentes de los bancos de la Reserva, uno ocupa un puesto permanente (el presidente de la Fed de Nueva York), mientras que los otros cuatro rotan anualmente. En la práctica, esto significa que, durante un mandato típico de cuatro años, un presidente de EE.UU. puede nombrar o renovar directamente a un máximo de dos gobernadores. En el caso de Trump, se trata del puesto de presidente de Jerome Powell (que expira en mayo de 2026) y del puesto de gobernadora de Adriana Kugler (que expira en enero de 2026). Tras la inesperada dimisión de Kugler en agosto, Trump nombró a Stephen Miran, actual presidente del Consejo de Asesores Económicos, como su sustituto temporal. Según Trump, Miran no es el sucesor en funciones de Powell, sino que se espera que ocupe el cargo solo durante el resto del mandato de Kugler. A finales de agosto, Trump intentó ampliar su influencia en la Fed. Tras ser acusada de fraude hipotecario por un aliado cercano a Trump, el expresidente consideró que había «motivos suficientes» para ordenar la destitución de la gobernadora Lisa Cook. Sin embargo, Cook afirmó que «no tiene intención de dejarse intimidar y renunciar (...) por unas dudas planteadas en un tuit». Su abogado prometió tomar todas las medidas necesarias para frenar la «acción ilegal» de Trump²³.

Si las expectativas del mercado son correctas, hay tres candidatos probables para el cargo de presidente de la Fed. El primero es Kevin Warsh, exgobernador del FOMC (2006-2011), que no solo fue considerado para la presidencia de la Fed durante el primer mandato de Trump, sino también para el cargo de secretario del Tesoro en el segundo. Algunos observadores creen que Trump nombró a Scott Bessent como secretario del Tesoro para dejar la puerta abierta a un posible nombramiento de Warsh como presidente de la Fed. El segundo es Kevin Hassett, actual director del Consejo Económico Nacional,

Gráfico 5: Trump debería prestar atención a los mercados



Fuente: LSEG, Vontobel; a 11 de agosto de 2025.
Nota: Este gráfico muestra las tasas de swap del mercado, no datos de rendimiento de índices.

que se ha sumado a las críticas al proyecto de renovación de la Fed. El tercero es Christopher Waller, ya miembro del FOMC, que recientemente rompió filas al apoyar públicamente una bajada de los tipos de interés en julio.

No se puede negar que el presidente de la Fed tiene una influencia significativa en la dirección y la agenda del FOMC. Junto con gobernadores más moderados, el presidente podría impulsar una política monetaria más acomodaticia. Sin embargo, existen varios controles y contrapesos que, en nuestra opinión, impedirían a Trump seleccionar candidatos demasiado moderados o abiertamente «poco ortodoxos». El principal de ellos es el proceso de confirmación del Senado, que actúa como un filtro fundamental. Durante el primer mandato de Trump, el Senado rechazó su nominación de Judy Shelton para el cargo de gobernadora. Shelton, una economista conocida por sus opiniones poco ortodoxas sobre la política monetaria, había abogado por vincular el dólar estadounidense al oro y sugerido que la Fed debería ser menos independiente. Cabe destacar que tres senadores republicanos se unieron a los demócratas para votar en contra de ella. Esperamos que el Senado sea aún más vigilante a la hora de confirmar al presidente de la Fed.

Más allá de estos dos puestos, Trump tiene poca influencia sobre los demás presidentes de los bancos de la Fed. Estos presidentes están aún más fuera de su control, ya que son contratados por los consejos de administración de los bancos (cada banco de la Fed tiene su propio

consejo), que son independientes de las entidades supervisadas. Solo tres presidentes de bancos de la Fed tienen mandatos que expiran durante el mandato de Trump, y ninguno antes de 2028. El resto tiene mandatos que se extienden hasta la década de 2030, mucho más allá del final del segundo mandato de Trump.

¿Cuándo se anunciará el próximo presidente de la Fed?

Desde que Alan Greenspan, cinco veces presidente de la Fed, dimitió, sus sucesores suelen anunciarse unos cuatro meses y medio antes de que finalice el mandato del presidente en funciones. En el caso de Powell, esto apunta a un anuncio a principios de 2026. El momento podría ser importante para los mercados financieros. Si se nombra a un sucesor antes, por ejemplo, en otoño de 2025, los mercados podrían empezar a descontar expectativas de menores costes de financiación, incluso mientras Powell siga en el cargo.

Trump debería prestar atención a los mercados

Irónicamente, cuanto más presiona Trump a la Fed y a su presidente, menos probabilidades tiene de conseguir una reducción de los costes de financiación. ¿Por qué? Muchas de sus afirmaciones, como que «la gente no puede comprar una casa porque este tipo (Powell) es un imbécil (...) mantiene los tipos demasiado altos²⁴», no se ajustan a la realidad económica. Las bajadas de tipos de interés de la Fed, si se producen, no se traducen automáticamente en una reducción de los tipos hipotecarios. La hipoteca estándar a tipo fijo a 30 años no viene determinada por el tipo de interés a un día de la Fed, sino por los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo. Cuanto mayor sea la influencia política percibida sobre la política monetaria estadounidense, más volátil será la inflación y mayor será la compensación que exigirán los inversores por mantener inversiones a largo plazo en EE.UU. Esa compensación suele adoptar la forma de mayores rendimientos de los bonos. En el momento de redactar este informe, las expectativas de inflación del mercado, según los swaps a cinco años y a cinco años a plazo²⁵, están repuntando. Esto sugiere que los mercados ya descuentan un cierto riesgo (gráfico 5).

Creemos que Trump haría bien en prestar mucha atención a las señales del mercado. Si no lo hace, los inversores podrían plantearse reducir su exposición a los activos estadounidenses y aumentar sus asignaciones a activos alternativos, como el oro. El metal amarillo se comportó excepcionalmente bien durante la estanflación de la década de 1970. Su buena performance solo llegó a su fin cuando las agresivas subidas de tipos de interés de Paul Volcker lograron restablecer la confianza del mercado en la independencia de la Fed.

Enfoque en la Fed mientras los mercados presionan por recortes



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

La Fed mantuvo los tipos sin cambios en julio, ya que la inflación sigue por encima del objetivo y la contratación se desacelera. La incertidumbre sobre los aranceles y el debate sobre la tasa neutral inicialmente llevaron a los responsables de la política monetaria a ser cautelosos al señalar recortes de tipos a corto plazo, aunque el presidente Jerome Powell abrió la puerta a esa posibilidad durante el simposio de Jackson Hole.

Los mercados esperaban señales de recortes, interpretando los comentarios moderados de Powell casi como una garantía. Sin embargo, el equilibrio de riesgos es incierto. El impacto inflacionario de los aranceles no está claro, y la propia tasa neutral (el nivel que permite un crecimiento e inflación estables) está en debate. Las estimaciones de la Fed varían entre el 2,5% y el 3,9%, frente al 3% que muchos inversores asumen. Recortar demasiado pronto, antes de que la inflación vuelva al objetivo y el mercado laboral se debilite aún más, podría ser contraproducente. La Casa Blanca está presionando en busca de recortes más agresivos. Creemos que los datos no respaldan un recorte significativo. Un recorte en septiembre parece más plausible ahora, dado que hay señales de un mercado laboral más débil, pero las nóminas siguen creciendo, por lo que no vemos motivos de alarma.

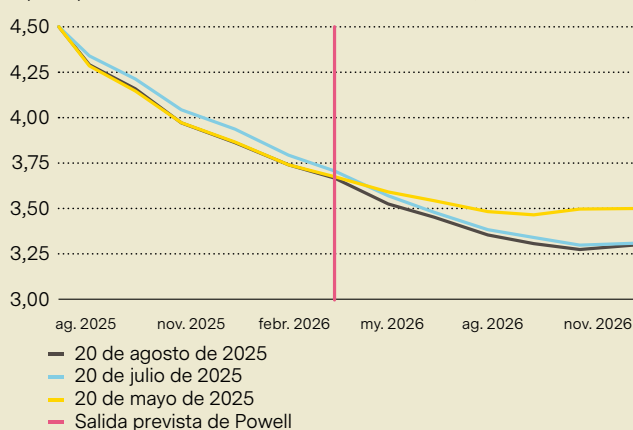
La historia advierte contra la intromisión política. Las investigaciones del macroeconomista Thomas Drechsel²⁶ muestran que una presión política sostenida, como a principios de los años setenta, puede elevar el nivel de precios alrededor de un 7% a lo largo de una década sin ganancias duraderas de producción²⁷. En el actual entorno de elevado endeudamiento y rápida evolución, los costes podrían llegar antes. Los mercados siguen confiando en que Powell aguantará, y esa confianza se basa en la independencia de la Fed. Los futuros muestran pocos cambios en la trayectoria prevista de la Fed desde junio, pero ahora prevén más relajación tras la última reunión de Powell en abril de 2026 (gráfico 1).

Diferenciales estrechos, colchones finos

El crédito con grado de inversión está extremadamente ajustado, con diferenciales en torno a 73 puntos básicos sobre los bonos del Tesoro estadounidense, los más estrechos en casi 30 años (gráfico 2). Esto refleja la solidez de los balances, las esperanzas de relajación de la Fed, la mejora de los beneficios, la baja percepción del riesgo de recesión y la fuerte demanda, que hacen que los all-in yields sigan siendo atractivos a pesar de la estrechez de los diferenciales. El problema es que las valoraciones dejan poco margen si el crecimiento se ralentiza, ya que los aranceles están en máximos de varias décadas y algunos datos laborales se suavizan. Los mercados crediticios dan señales de calma, mientras que los mercados de tipos muestran más cautela, lo que deja poco margen si el crecimiento decepciona.

Gráfico 1: Los mercados descuentan recortes más importantes tras su última reunión en abril

Tipo implícito de los futuros de los fondos federales, en %



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

Gráfico 2: Los diferenciales de crédito estadounidenses en mínimos de décadas, sin margen de maniobra

EE.UU.: diferencial de bonos corporativos grado de inversión, en %



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

Escalar el muro de la preocupación



Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

La renta variable siguió escalando el «muro de la preocupación» en lo que suele ser un periodo estival tranquilo, con la mayoría de los índices regionales marcando máximos históricos en divisas locales.

El sentimiento alcista se basa en una sólida temporada de resultados del segundo trimestre, unas previsiones optimistas, el alivio de la incertidumbre arancelaria, las expectativas de recortes de tipos en septiembre, los cambios previstos en la cúpula de la Fed y los estímulos esperados en 2026, que podrían impulsar los beneficios por acción (BPA) de las empresas como en 2018 (gráfico 1). La temporada de resultados deparó sorpresas sólidas con efectos arancelarios mínimos, marcando una inflexión en el impulso (gráfico 2) y sugiriendo que las revisiones anteriores pueden haber sido demasiado pesimistas. En el futuro, es probable que las sorpresas en los beneficios desempeñen un papel importante en la evolución de las acciones, dadas las elevadas valoraciones.

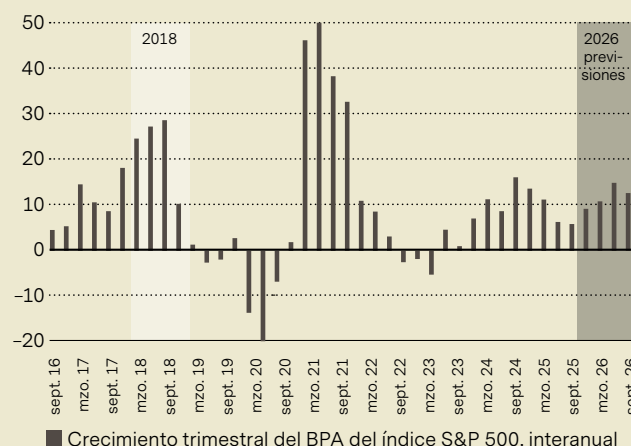
La inflación sigue siendo el principal motor de la evolución de la renta variable. Miles de millones en aranceles afectan ahora a la economía estadounidense cada mes, pero ¿quién soporta realmente el coste? La repercusión en

los precios al consumidor es más matizada de lo que muchos suponen. Los aranceles no repercuten automáticamente en los consumidores. Su impacto depende de factores como la posición competitiva de una empresa, la elasticidad de la demanda, el modelo de distribución, los desfases temporales y la estructura de la cadena de valor. Lo vemos en los datos del Índice de Precios de Producción (IPP²⁶) de EE.UU., donde los importadores suelen absorber el primer impacto a través de la presión sobre los márgenes, y la correlación histórica entre el IPP y el Índice de Precios de Consumo (IPC²⁹) de EE.UU. ha sido débil, lo que sugiere que los precios de producción no son un predictor fiable de la inflación al consumidor. Las empresas también disponen de herramientas para contrarrestar los aranceles: precompra de existencias, absorción temporal de márgenes, diversificación de las cadenas de suministro, reformulación de productos, rediseño de las cadenas de valor y – sólo como último recurso – repercusión selectiva de los costes. Entonces, ¿se notarán los aranceles en el IPC? Sí, y el tercer trimestre podría suponer un aumento, pero creemos que la transmisión global será moderada, parcial y temporal, repartida entre sectores y diluida en el tiempo. Los servicios, que representan entre el 70% y el 80% del IPC, permanecen en gran medida aislados. Las áreas de mayor riesgo son los bienes de consumo, como la electrónica, los juguetes, los automóviles y las piezas de recambio.

Los aranceles pueden añadir volatilidad a las lecturas del IPC en los próximos trimestres, lo que podría reavivar el tira y afloja entre la Fed y la administración Trump, con Powell reacio a recortar los tipos. Pero a diferencia de 2021–23, no vemos daños estructurales en las cadenas de valor.

Gráfico 1: La Ley de Recortes Fiscales y Empleo de 2017 impulsó el crecimiento del BPA en 2018

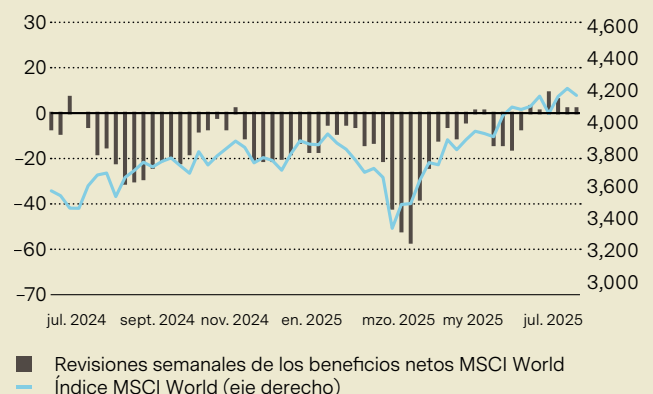
En % y en moneda local



Fuente: Bloomberg, Vontobel; a 22 de agosto de 2025.

Gráfico 2: Revisiones de beneficios al alza prevalecen en mercados desarrollados en el segundo trimestre

Revisiones de los beneficios globales, en %*



*El porcentaje de revisiones al alza del BPA menos el porcentaje de revisiones a la baja del BPA frente al índice bursátil mundial

Fuente: Bloomberg, Vontobel; a 22 de agosto de 2025. Con fines meramente ilustrativos.

Inflación de la carne



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

Los precios del ganado vacuno en EE.UU. han alcanzado máximos históricos en 2025 (gráfico 1), lo que pone de relieve los factores que suelen impulsar al alza los precios de las materias primas agrícolas: sequía, enfermedades y demanda.

La principal fuerza detrás del aumento de los precios es la contracción plurianual del ganado estadounidense. El aumento de los costes de producción y la grave sequía en estados clave como Texas, Oklahoma y Kansas, donde se encuentra aproximadamente un tercio del ganado vacuno de carne de EE.UU., han llevado a los ganaderos a sacrificar agresivamente sus rebaños. Según el Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA), la cabaña nacional se encuentra ahora en su nivel más bajo desde principios de la década de 1960 (gráfico 2). Los problemas de suministro se han visto agravados por el cierre de la frontera entre EE.UU. y México a las importaciones de ganado debido al resurgimiento del gusano barrenador del Nuevo Mundo³⁰. Este gusano, que en realidad es un tipo de mosca, pone sus huevos en las heridas de los animales de sangre caliente, lo que a menudo provoca la muerte, ya que las larvas eclosionan y se alimentan de tejido vivo³¹. En los años 50, el gusano barrenador devastó el ganado

con fuertes pérdidas económicas. En 2025, nuevos brotes en México – que aporta más de un millón de reses de engorde al año – redujeron drásticamente las exportaciones a EE.UU. Con la frontera aún cerrada, el USDA revisará mensualmente la suspensión de importaciones según los avances en la erradicación del parásito.

Además, las redadas de Inmigración y Aduanas en granjas y plantas de envasado de carne dirigidas a personas sin permiso de trabajo adecuado perturbaban aún más las operaciones.

Las posibles fuentes de alivio incluyen un clima favorable, que aumente el forraje y anime a reconstruir rebaños; la cosecha récord de maíz en EE.UU., que reduciría costes de pienso; ayudas públicas en zonas de sequía, y un mayor recurso a importaciones para reequilibrar la oferta. Sin embargo, estas medidas no resolverán el problema de las bajas existencias.

A corto plazo la situación puede empeorar antes de mejorar. La reconstitución del ganado lleva años y, cuando los ganaderos retienen novillas para ampliar rebaños, la producción de carne se frena temporalmente. Esta menor oferta probablemente impulse los precios antes de que bajen.

Gráfico 1: Los precios del ganado en EE.UU. han alcanzado máximos históricos

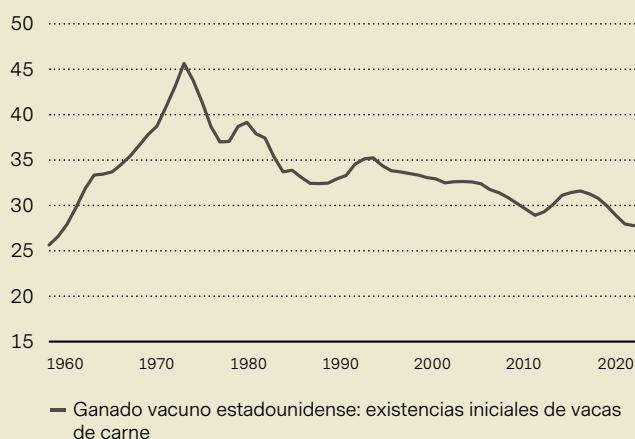
En dólares estadounidenses por puntos



Fuente: Bolsa Mercantil de Chicago, Vontobel; a 19 de agosto de 2025.

Gráfico 2: Escasa oferta: el rebaño más pequeño en décadas

En miles



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

Aranceles y resiliencia de EE.UU. nublan la perspectiva del euro



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

La perspectiva cíclica del euro se ha visto afectada por los aranceles y la persistente fortaleza de EE. UU. pero las tendencias del mercado indican que el argumento alcista a largo plazo frente al dólar se mantiene, siendo el principal riesgo una economía estadounidense más fuerte de lo esperado.

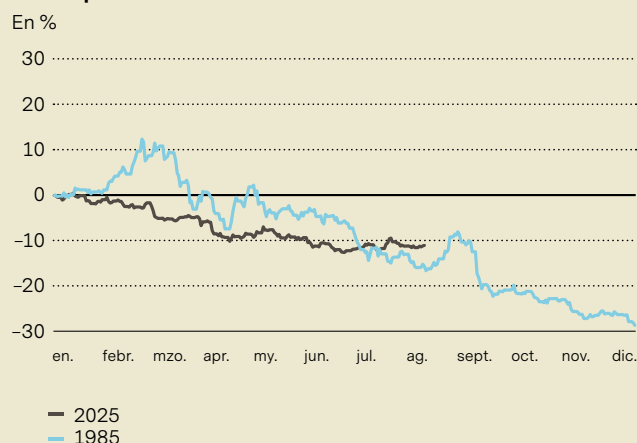
El repunte del dólar del año pasado fue impulsado por el fuerte crecimiento de EE.UU. y las repetidas revisiones al alza del producto interno bruto (PIB). Sin embargo, el impulso se desvaneció en 2025. El índice del dólar de EE.UU. cayó alrededor de un 11 % en la primera mitad del año, marcando el fin de una tendencia alcista estructural que comenzó en 2010 y que acumuló una ganancia aproximada del 40 % hasta 2024. En 1985, la caída del dólar se produjo tras el Acuerdo del Plaza, cuando las principales economías coordinaron un debilitamiento de la divisa estadounidense después de un periodo de gran fortaleza. Para el 21 de agosto, el dólar estadounidense había recuperado parte de las pérdidas de este año, aunque la magnitud del retroceso invita a la comparación con la reversión de 1985 posterior al Acuerdo del Plaza (gráfico 1).

Un arancel del 15 % de EE.UU. sobre la Unión Europea, junto con un euro más fuerte, deja a los exportadores de la zona euro más expuestos. En nuestra opinión, el mayor riesgo no es una mayor debilidad europea, sino un repunte en EE.UU. El consenso para el crecimiento de EE.UU. ha disminuido al 1,5 % desde el 2,3 % para 2025 y al 1,7 % desde el 2 % para 2026. Las proyecciones para la zona euro se han mantenido cerca del 1 % (gráfico 2). Con la debilidad de Europa ya descontada en los precios, el factor decisivo será la información económica de EE.UU. Los próximos datos ahora están en el centro de la perspectiva del EUR/USD. Nuestra postura a largo plazo no ha cambiado: estructuralmente alcista para el euro, con el crecimiento más fuerte de lo esperado en EE.UU. como el principal riesgo.

En Suiza, los aranceles pueden afectar al crecimiento, pero la perspectiva del franco suizo depende de su papel como cobertura defensiva, lo que mantiene intacto el argumento alcista a largo plazo.

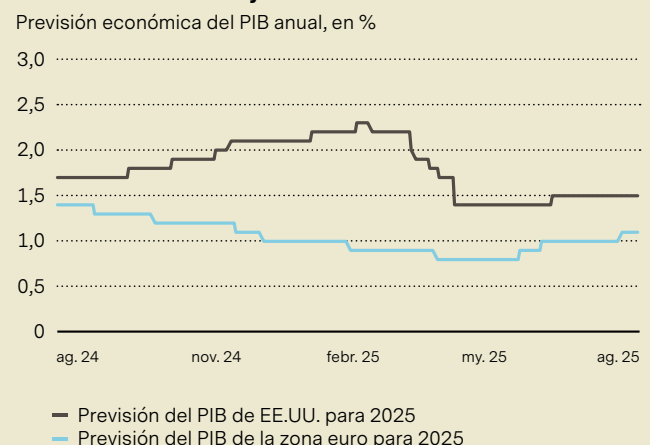
El sorpresivo arancel del 39 % de EE.UU. sobre las exportaciones suizas en agosto inicialmente provocó una breve venta masiva del franco. Aunque dicho arancel puede afectar las perspectivas de crecimiento de Suiza, no es un factor determinante para la moneda. La fortaleza del franco se basa menos en los fundamentos internos o en los diferenciales de tasas y más en su papel como cobertura estructural. Con el regreso del enfoque en la diversificación y el resurgimiento de los temas de desdolarización, su atractivo defensivo es tan fuerte como siempre, en nuestra opinión. Estos factores mantienen intacto el argumento a largo plazo para un franco más fuerte.

Gráfico 1: El peor inicio del dólar en décadas rivaliza con el colapso de la era Plaza



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

Gráfico 2: Convergencia de las expectativas de crecimiento de la UE y EE.UU.



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

Economía y mercados financieros 2024 – 2026

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

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

INFLACIÓN	2024 ³	ACTUAL ⁴	2025	2026	VISIÓN DE VONTOBEL EN 2025 ⁵
			CONSENSO	CONSENSO	
Zona euro	2,4	2,0	2,1	1,9	↓
EE.UU.	3,0	2,7	2,8	2,7	↓
Suiza	1,1	0,2	0,2	0,6	→

TIPOS DE INTERÉS CLAVE (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
EUR (tipo de depósito)	3,00	2,00	1,81	1,83	↓
USD (tipo de los fondos federales, límite superior)	4,50	4,50	4,05	3,55	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	↓

RENDIMIENTOS DE BONOS GUBERNAMENTALES A 10 AÑOS (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
EUR (Alemania)	2,37	2,75	2,68	2,83	↓
USD	4,57	4,31	4,29	4,19	↓
CHF	0,33	0,33	0,43	0,54	↓

TIPOS DE CAMBIO	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
CHF por EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF por USD	0,91	0,81	0,81	0,81	↓
USD por EUR	1,04	1,16	1,18	1,20	↑

MATERIAS PRIMAS	2024	ACTUAL	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES ⁵
			EN 3 MESES	EN 12 MESES	
Petróleo Brent, USD por barril	21	67	64	65	→
Oro, USD por onza troy	2.625	3.341	3.325	3.280	→
Cobre, USD por tonelada métrica	8.768	9.721	9.500	9.750	↓

Nota: Las opiniones están actualizadas a agosto de 2025. Sujetas a cambios sin previo aviso.
Las previsiones 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 sitio web de Vontobel Asset Management es únicamente informativo y no constituye asesoramiento de inversión ni una opinión sobre la idoneidad de ninguna inversión, ni una oferta, solicitud o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros, realizar transacciones o celebrar actos jurídicos de ningún tipo. La idoneidad de la información debe evaluarse en función de sus objetivos, situación financiera y necesidades. El uso de la información aquí contenida queda a la entera discreción del lector.

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

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

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

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

20 Información legal

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

2. Directrices e información específicas por país

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

Información para clientes de América Latina

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

Additional information for UK clients

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

Information for German clients

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

Information for Italian clients

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

Glosario y fuentes

- ¹ Fuente: Artículo de Forbes, publicado el 19 de agosto de 2025. forbes.com/sites/saradorn/2025/08/19/trumps-approval-rating-at-record-low-as-most-say-hes-too-close-to-putin/
- ² Fuente: Informe de la Fundación Nacional para la Política Estadounidense, publicado el 1 de agosto de 2025. nfap.com/wp-content/uploads/2025/08/Labor-Force-Analysis-for-July-2025.DAY-OF-RELEASE.2025.pdf
- ³ «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.
- ⁴ «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.
- ⁵ «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.
- ⁶ Se refiere al periodo comprendido entre el Memorial Day (finales de mayo) y el Labor Day (principios de septiembre), cuando los estadounidenses suelen conducir más.
- ⁷ Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 1 de agosto de 2025: www.reuters.com/world/us/trump-fed-board-should-assume-control-if-powell-wont-lower-interest-rates-2025-08-01/
- ⁸ Fuente: Artículo de Fox Business, publicado el 25 de junio de 2025: foxbusiness.com/economy/trump-slams-fed-chair-powell-not-cutting-rates-average-mentally-person
- ⁹ Fuente: The Federal Reserve Bank of Cleveland, “A Brief History of Central Banks”, publicado el 1 diciembre 2007. <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks>
- ¹⁰ El pánico de 1907 fue una crisis financiera estadounidense provocada por un intento fallido de acaparar el mercado del cobre, lo que provocó una retirada masiva de depósitos bancarios y un colapso de la confianza en las instituciones financieras. Puso de manifiesto las debilidades del sistema bancario y aceleró la creación de la Reserva Federal de los Estados Unidos.
- ¹¹ Conjunto de programas de la década de 1960 destinados a eliminar la pobreza y reducir la injusticia racial. Amplió la educación, la sanidad, la vivienda y la protección de los derechos civiles en Estados Unidos.
- ¹² Fuente: Sebastian Mallaby (2016): The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan.
- ¹³ Fuente: Transcripción de las declaraciones de Nixon en The American Presidency Project, <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/remarks-the-swearing-dr-arthur-f-burns-chairman-the-board-governors-the-federal-reserve>
- ¹⁴ La independencia de iure significa que los bancos centrales gozan de autonomía legal para tomar decisiones de política monetaria sin interferencia política directa.
- ¹⁵ El objetivo de inflación es un marco de política monetaria en el que un banco central establece un objetivo o rango explícito para la tasa de inflación y utiliza los tipos de interés y otras herramientas monetarias para alcanzar ese objetivo. El objetivo principal es mantener la estabilidad de los precios a medio plazo, lo que contribuye a fomentar el crecimiento y la estabilidad económicos. Los bancos centrales que adoptan el objetivo de inflación suelen hacer públicos sus objetivos de inflación y se comprometen a la transparencia y la rendición de cuentas en sus decisiones de política monetaria.
- ¹⁶ Consideremos, por ejemplo, al gobernador del Banco de Inglaterra, Montagu Norman, famoso por adoptar el lema «Nunca expliques, nunca te disculpes», o al cinco veces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, quien una vez bromeó: «Desde que soy banquero central, he aprendido a balbucear con gran incoherencia. Si les parezco demasiado claro, es que deben haber entendido mal lo que he dicho».
- ¹⁷ Fuente: Artículo de Sky News, publicado el 30 de junio de 2025. news.sky.com/story/trump-takes-aim-at-fed-chair-jerome-powell-again-and-says-he-should-be-ashamed-13390649
- ¹⁸ Fuente: Artículo de Politico, publicado el 13 de marzo de 2020. politico.eu/article/christine-lagarde-corona-blunder-ecb/
- ¹⁹ Fuente: Artículo de Bloomberg, publicado el 16 de julio de 2025. bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/trump-likely-to-fire-powell-soon-white-house-official-says
- ²⁰ Fuente: Tribunal Supremo de Estados Unidos, publicado el 22 de mayo de 2025. documentcloud.org/documents/25951855-24a966-order/
- ²¹ Fuente: Artículo de Bloomberg, publicado el 17 de julio de 2025. bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/pulte-confident-congress-will-probe-powell-over-renovations
- ²² Fuente: Entrevista de CNBC, publicada el 21 de julio de 2025. cnbc.com/2025/07/21/treasury-secretary-bessent-calls-for-a-re-view-of-the-entire-federal-reserve.html
- ²³ Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 27 de agosto 2025. reuters.com/business/finance/fed-governor-cook-will-sue-keep-her-job-trump-mulls-replacement-2025-08-26/
- ²⁴ Fuente: Artículo de The Guardian, publicado el 18 de julio de 2025. theguardian.com/business/2025/jul/18/trump-calls-fed-chair-a-numbs-kull-who-makes-it-difficult-for-people-to-buy-a-house
- ²⁵ Un swap de tipos de interés que comienza hoy y tiene una duración de cinco años.
- ²⁶ Thomas Drechsel es macroeconomista y profesor adjunto del Departamento de Economía de la Universidad de Maryland, e investigador afiliado del Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- ²⁷ Fuente: Documento de investigación de Thomas Drechsel, «Political Pressure on the Fed», publicado el 30 de julio de 2025. econweb.umd.edu/~drechsel/papers/drechsel_political_pressure_shocks.pdf
- ²⁸ El IPP mide la variación de los precios de venta percibidos por los productores nacionales por sus bienes y servicios, lo que refleja la inflación desde la perspectiva del productor.
- ²⁹ El IPC mide la variación de los precios pagados por los consumidores por bienes y servicios, lo que refleja el coste de la vida.
- ³⁰ A finales de la década de 1950, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA) puso en marcha un programa a gran escala para erradicar el gusano barrenador utilizando la técnica de insectos estériles (SIT). Este método consistía en criar y esterilizar masivamente machos del gusano barrenador y luego liberarlos para que se aparearan con hembras silvestres, impidiendo así que tuvieran descendencia y reduciendo en última instancia la población de gusanos barrenadores. El programa tuvo un éxito significativo y logró erradicar el gusano barrenador del sureste y suroeste de los Estados Unidos a finales de la década de 1960.
- ³¹ Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, Servicio de Inspección Sanitaria de Animales y Plantas, a fecha de 18 de agosto de 2025. aphis.usda.gov/livestock-poultry-disease/cattle/ticks/screwworm

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zúrich
Suíza
vontobel.com

