

Outlook & Convictions

Banca privada #15



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Outlook & Convictions

Banca privada #15



Editorial	6
<hr/>	
por Nicolas Bickel, CFA	
Macroeconomía	11
<hr/>	
por la doctora Mathilde Lemoine	
Crecimiento mundial, entre contracción comercial y reactivación estratégica	
Materias primas	17
<hr/>	
por el doctor Manuel Maleki	
Petróleo: una abundancia que no lastra los precios	
Renta variable mundial	23
<hr/>	
por Hervé Prettre	24
¿Se parecerá 2026 a 2025?	
por Anthony Toupin	29
¿Continuará la carrera por la inversión en inteligencia artificial?	
Artículo especial Oro	35
<hr/>	
por Guilhem Savry y Jean-Marc Guillot	36
¿Ha alcanzado el oro su máximo?	
por Eric de Tessières	40
Luces y sombras del metal amarillo: conciliar condición de valor refugio con sostenibilidad	
Renta fija	45
<hr/>	
por Guilhem Savry	46
Un nuevo contexto para los bonos	
por Rami Boustany y Van de voorde, CAIA, CQF, IFID	51
Preferencias en deuda corporativa	
Mercados privados	57
<hr/>	
por Matthieu George, CFA	
Situación actual del mercado del capital riesgo y sus perspectivas	
Mercado de divisas	65
<hr/>	
por Jean-Marc Guillot	
Retos en el mercado de divisas para 2026	



Editorial



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment
Private Banking & CIO

A simple vista, la subida continuada de las bolsas en 2025 puede llevar a pensar que los mercados han sido un remanso de paz este año. Efectivamente, la mayoría de las regiones presentan rentabilidades de dos dígitos, a menudo muy superiores a su media histórica. Sin embargo, tras este panorama positivo, el año ha sido muy agitado debido a las tensiones geopolíticas, los sucesivos anuncios del Gobierno estadounidense y las dudas sobre las valoraciones del sector tecnológico. Además, esta visión global encierra en realidad profundas disparidades geográficas, sectoriales o de factores que, en última instancia, perfilan un panorama menos idílico de lo que podría sugerir la mera rentabilidad anual.

En primer lugar, algunos sectores han registrado un excelente comportamiento, mientras que otros han vivido un año más dispar. El sector tecnológico arrojó excelentes rentabilidades desde principios de año, mientras que el consumo básico solo se anotó una leve subida. Los famosos «Siete magníficos¹», pese a las esperanzas de ampliar su rentabilidad a otros sectores de la economía, han representado hasta ahora casi un 45% de la rentabilidad del S&P 500. Por tanto, la ponderación de los diez mayores valores alcanzó el 40% de la capitalización bursátil del índice, frente a algo más del 25% en el año 2000 y del 30% en 2021, los años en que se registraron los máximos previos.

En Europa se observa la tendencia contraria, con una rentabilidad claramente superior de los «últimos» 590 títulos del Stoxx 600 en comparación con las diez de mayor capitalización. El sector del lujo, que ha experimentado una notable desaceleración este año, explica en gran medida esta inflexión en la contribución de las grandes empresas

a la evolución total del índice. Desde el punto de vista geográfico, algunas zonas han registrado suertes dispares, aunque casi todas han obtenido muy buenos resultados, como en los casos del Nikkei japonés o del HSI de Hong Kong.

Contrariamente a lo que podría pensarse, las rentabilidades de 2025 no se han desarrollado únicamente a través de una expansión de las valoraciones de los líderes de los sectores de la tecnología o la inteligencia artificial (IA). Aunque el ratio precio/beneficio (PER) a 12 meses estimado para los diez primeros valores del S&P 500 es actualmente de 29 veces, frente a una media de 21 veces en los últimos treinta años, es un 20% superior a la media histórica de las otras 490 empresas. Con un relación precio/beneficios de casi 22 veces, el principal índice estadounidense se encuentra en máximos de los últimos veinte años. Estos niveles elevados pueden responder en parte al hecho de que las ventas y los márgenes de beneficio no han dejado de aumentar desde hace varias décadas. Las publicaciones de resultados del tercer trimestre en Estados Unidos demuestran una vez más esta dinámica alcista, con un aumento del beneficio medio de explotación por undécimo trimestre consecutivo. Aunque Estados Unidos representa gran parte de los flujos de inversión, esta situación de las valoraciones no es específica de este país. De hecho, el PER se sitúa actualmente por encima de su media de los últimos veinte años en todas las grandes regiones del mundo, mientras que a principios de año aún estaba por debajo o en línea con su media en Europa, Japón o China, y en los mercados emergentes.

El porcentaje de acciones estadounidenses en el índice MSCI All Country World es actualmente del 71%, rondando su máximo histórico. El excepcionalismo estadounidense sigue estando muy presente y nada hace pensar que vaya a desvanecerse en 2026. A pesar de las restricciones impuestas por el Gobierno de Trump, una productividad casi un 30% superior a la europea, una regulación del mercado laboral mucho más flexible, un mayor crecimiento de la población, un porcentaje de ahorro muy superior de los hogares invertido en las bolsas, unos costes energéticos entre dos y tres veces inferiores a los europeos y un dominio abrumador en IA y tecnología son solo algunos de los ejemplos que convierten a Estados Unidos en motor del crecimiento mundial. A este respecto, el descuento relativo del MSCI World ex-USA con respecto al S&P 500 alcanzó el -34%, frente a una media a veinte años del -19%, y afectó a todos los sectores, en particular a los de consumo básico, finanzas y tecnología.

Las divergencias en las rentabilidades por estilo también son significativas en los mercados. Desde 2023, los valores de «crecimiento» en EE. UU. han mostrado un mayor aumento de los beneficios que las acciones de tipo «value», revirtiendo así la tendencia observada en 2021 y 2022.

El avance de las materias primas también ha sido una característica clave de este año. El índice MSCI, que sigue las materias primas de

¹ Esta expresión se refiere a las siete empresas estadounidenses cotizadas cuya ponderación en la capitalización bursátil ha llegado a ser considerable en los últimos años: Alphabet, Amazon, Meta, Apple, Microsoft, Nvidia y Tesla.



forma equiponderada, ha subido más de un 25% desde principios de año. Esto se produce en un momento en que la Reserva Federal estadounidense ha iniciado un ciclo de recortes de tipos pese a la ausencia de desaceleración económica importante, lo que supone un auténtico apoyo al crecimiento de los activos reales.

La subida del oro fue especialmente marcada en 2025. Más allá del aumento del precio, lo que sorprendió fue su correlación con los movimientos alcistas de la renta variable. Con un salto de casi el 60% desde principios de año y del 120% desde finales de 2022, el oro está desafiando las leyes de la gravedad. El hecho de que Rusia tenga bloqueado el acceso a sus reservas en dólares ha disparado el apetito de los bancos centrales por el oro, lo que se inscribe en una tendencia general de desdolarización de numerosos países de la economía mundial, en particular del universo emergente, que se mantendrá en 2026.

El año también ha estado marcado por cambios significativos en los ámbitos de la deuda pública y en el mercado de deuda corporativa. La deuda de los países desarrollados se ha disparado desde 2020 y ha seguido aumentando con fuerza en 2025, no sin cierta agitación en los mercados de renta fija. Una consecuencia de esta situación es el aumento del coste de la deuda, cuyos intereses representan el 4% del PIB estadounidense; es decir, casi 1 billón de dólares, por encima del presupuesto de defensa del país. En Europa, a excepción de Francia, el ratio deuda/PIB ha disminuido desde su máximo en 2021, pero esta caída podría verse cuestionada por la aplicación de los planes europeos de infraestructuras y rearme.

Los diferenciales de crédito, por su parte, cayeron a niveles que no se veían desde hace unos quince años, sobre todo en Estados Unidos. Esta compresión de los *spreads*² (o diferenciales) se refleja en la diferencia mínima de solo el 2,1% entre los bonos corporativos de baja y alta calidad, frente a una media del 3,50% desde 1994. Esto puede deberse en parte a una mayor desconfianza en la deuda pública, en vista de sus crecientes déficits, y a unos balances empresariales más saneados por lo general.

Por último, en 2025 también se produjo una creciente adopción de las criptomonedas por parte de los inversores institucionales. La vuelta al poder de Donald Trump ha tenido mucho que ver, ya que el presidente estadounidense declaró su deseo de convertir a Estados Unidos en la capital mundial de las criptomonedas. Entre las medidas anunciadas figuran la creación de una reserva estratégica de Bitcoin, la autorización para que los planes de pensiones (401K) inviertan en esta clase de activos, o incluso el nombramiento de representantes favorables al sector al frente de los distintos organismos encargados de supervisarlos. Con una capitalización que supera ya los 3 billones de dólares, las criptomonedas tienen un papel cada vez más importante entre los activos alternativos, aunque su volatilidad y su elevada correlación con los valores tecnológicos siguen limitando su adopción.

Muchos acontecimientos podrían hacer tambalear las certezas y sorprender a los inversores en 2026: ¿bajará sus tipos la Fed? ¿Ha terminado el Banco Central Europeo de recortar los suyos? ¿Buscará Donald Trump recuperar popularidad con un descenso del precio del petróleo o la deportación de más inmigrantes ilegales? ¿Se mantendrá estable el *spread* entre la deuda pública francesa y la alemana ante una posible nueva disolución de la Asamblea nacional gala? ¿Las recientes quiebras del sector del crédito privado son hechos aislados o anuncian un riesgo de contagio? ¿Traerán consigo las enormes inversiones en inteligencia artificial nuevas revisiones al alza de los beneficios? 2026 será, sin duda, otro año clave para poner a prueba la resistencia de los mercados, y exigirá a los inversores una vigilancia extrema ante los cambios de tendencias.

En esta edición, presentamos nuestras previsiones económicas y nuestras perspectivas y convicciones sobre los mercados financieros para el nuevo año, que, pese a una ligera ralentización del crecimiento mundial, siguen siendo positivas. En los mercados bursátiles, algunos sectores deberían ofrecer un buen crecimiento, al tiempo que permiten reducir la volatilidad producida por concentraciones excesivas.

Tras las notables rentabilidades de la renta fija en 2025 y unas primas de riesgo muy bajas, examinamos el atractivo de los distintos segmentos de esta clase de activos, que continúa siendo un pilar importante en la estructuración de una cartera sólida y diversificada.

Si bien las materias primas han encabezado en su mayoría la carrera por la rentabilidad este año, nos centramos en el oro, cubriendo no solo los fundamentales, sino también el enfoque sostenible y responsable que los inversores pueden adoptar con respecto a este activo imprescindible.

Por último, tras las presiones experimentadas en 2025, los mercados privados deberían adentrarse en un año de transición en 2026, aunque seguirán ofreciendo perspectivas de rentabilidad interesantes a largo plazo.

Esperamos que disfrute de la lectura de este número y le deseamos unas felices fiestas.



Nuestras perspectivas en vídeo

² La diferencia entre dos precios o dos tipos de interés.



Cubierta del *Gitana 18* durante su construcción, astillero CDK-technologies, Lorient, Francia.

Macroeconomía



Crecimiento mundial, entre contracción comercial y reactivación estratégica

Doctora Mathilde Lemoine

Group Chief Economist Edmond de Rothschild

- En 2026, los aranceles serán más altos, pero su impacto negativo seguirá compensándose con las inversiones en soberanía, que según nuestros cálculos representan el equivalente al 5,3% del PIB mundial, y con las inversiones en inteligencia artificial (IA).
- Seguimos esperando una desaceleración moderada de la economía mundial en 2026.
- Es probable que los elevados tipos a largo plazo, producidos por la consistente incertidumbre, sigan afectando a los mercados inmobiliarios.

El año 2025 se caracterizó por un aumento masivo de los aranceles en un gran número de productos importados en Estados Unidos. El Gobierno del país ha aplicado su política de aranceles calificados de «recíprocos» para reequilibrar la balanza comercial estadounidense. Donald Trump quiere recuperar una capacidad industrial que permita a Estados Unidos reafirmar su soberanía. Junto a los aranceles, se ha puesto en marcha una estrategia de depreciación del dólar, en particular animando a los hogares estadounidenses a invertir en deuda pública del país, o *Treasuries*¹.

Sin embargo, a pesar de la aplicación de aranceles de hasta el 39% a Suiza y del elevado nivel de incertidumbre, el crecimiento mundial resistió. Es cierto que el fenómeno de acumulación de existencias para evitar el aumento de los aranceles derivado de los desequilibrios señalados por Washington tiene mucho que ver con ello. Pero, como anticipamos, las políticas de soberanía aplicadas por los Estados son una fuente importante de inversión. Las infraestructuras de la IA también han generado exportaciones e inversiones que han ayudado el crecimiento. Así, el crecimiento estadounidense era del 2,2% a principios de 2025. Alcanzó el 1,5% en la zona euro y el 5,2% en China.

A pesar de este contexto, no hemos modificado nuestro escenario macroeconómico de desaceleración moderada, no porque ignoremos las perturbaciones, sino porque nuestros análisis estructurales nos permiten distinguir las tendencias subyacentes de las variaciones coyunturales. Hasta ahora, los datos confirman nuestra hipótesis. **Esperamos que el crecimiento mundial se ralentice ligeramente en 2026, tras el 2,5% de 2025. Prevemos un crecimiento estadounidense del 1,9%, un crecimiento chino del 4,9% y un crecimiento en la zona euro del 0,8%.**

He aquí las principales conclusiones de nuestros análisis fundamentales:

- Las tensiones comerciales desplazan los flujos más de lo que los destruyen.
- La reconfiguración de los flujos comerciales mundiales gira en torno a la guerra comercial y tecnológica entre China y Estados Unidos.
- Ambos países utilizan el crecimiento como instrumento de poder.
- La economía mundial se ve impulsada por la búsqueda de soberanía a cargo de la mayoría de los grandes países, más que por la globalización: inversiones y nuevas alianzas.
- Europa está sufriendo los envites, aunque ya está preparándose para el futuro.

Entrada en vigor de los aranceles recíprocos

La principal novedad de los últimos meses ha sido la aplicación efectiva de aranceles recíprocos entre Estados Unidos y 70 países socios. El tipo arancelario medio estadounidense es actualmente del 17,5%. Es cierto que las negociaciones han conducido a una reducción de los aranceles recíprocos aplicados a las importaciones estadounidenses procedentes de los países del sudeste asiático. Pero estos siguen siendo de un 20% de media. Por otra parte, aunque la subida del 15% de las importaciones procedentes de la Unión Europea (UE) aplicada el 7 de agosto de 2025 se consideró menos contundente de lo previsto, se suma a un desplazamiento de las exportaciones chinas de EE. UU. a la UE.

En los próximos trimestres, el comercio mundial se ralentizará de forma más significativa. De hecho, es probable que el impacto macroeconómico negativo de la subida de los aranceles, hasta ahora mitigado por la acumulación masiva de existencias aumente. Las subidas de aranceles y las medidas proteccionistas (restricciones a las exportaciones, subvenciones, etc.), aumentan los precios de importación y los costes de producción, reducen el poder adquisitivo, el consumo de los hogares y la inversión, y limitan las cadenas de valor.

Las políticas de soberanía en todo el mundo seguirán limitando el alcance de la desaceleración

Nuestro estudio de las políticas de soberanía a escala mundial revela la importancia de las inversiones que están realizando actualmente la mayoría de los países para reducir sus dependencias, al tiempo que optan por las que son imprescindibles. **Según nuestros cálculos, las sumas comprometidas para aplicar estas políticas de soberanía (energética, alimentaria, digital, de medios de comunicación, etc.) equivalen al 5,3% del PIB mundial actual; es decir, cerca de 6 billones de dólares.** La sorpresa positiva de este estudio es que la Unión Europea no se queda atrás. Por supuesto, los programas se extienden a lo largo de varios años, por lo que hay que ser prudentes, ya que estos cálculos se basan en los anuncios de los gobiernos.

¹ Los *Treasuries* son bonos del Tesoro emitidos por el Gobierno estadounidense para financiar su gasto.



El gasto militar también seguirá creciendo. Entre 2022 y 2024, aumentó un 9% anual en dólares corrientes en todo el mundo, frente al 2,4% entre 2010 y 2021. En 2024, el gasto militar mundial registró el mayor aumento desde el final de la Guerra Fría, con un incremento del 11% en dólares corrientes con respecto a 2023, hasta alcanzar los 2,718 billones de dólares corrientes; es decir, el 2,5% del PIB mundial. Los países europeos han aumentado considerablemente su gasto, sobre todo Alemania, Polonia, Países Bajos, Finlandia y la República Checa.

Creemos que la soberanía se ha convertido en un vector de inversión mundial y en un nuevo catalizador de crecimiento para los próximos años. Además, la difusión de las innovaciones se «rediseña» en lugar de detenerse, gracias a la reconfiguración de las dependencias. En 2026 y 2027, incorporaremos este gasto público en soberanía a nuestros modelos.

Deuda, tipos a largo plazo elevados y demanda de financiación de la soberanía

En el plano monetario, el ciclo de recortes de los tipos de referencia está muy avanzado en todo el mundo. No obstante, la Reserva Federal podría seguir bajando los suyos, a diferencia del Banco Central Europeo, lo que presionaría aún más a la baja al dólar. El tipo de cambio efectivo real del dólar cayó un 8% entre enero y septiembre de 2025.

El recorte de los tipos de referencia ha permitido que los tipos largos bajen ligeramente, aunque se mantienen en niveles elevados, y la curva de tipos se ha inclinado en consecuencia. Esta inclinación se debe al elevado nivel de la prima por plazo; es decir, la prima exigida para mantener activos con vencimientos largos. Varios factores explican este movimiento: la incertidumbre vinculada a las políticas de soberanía y a los déficits públicos (déficit federal estadounidense del 6,5% en 2026); transición energética y políticas industriales con elevadas necesidades de capital (*capital-intensive*); contracción de los balances de los bancos centrales, disminución estructural de la demanda de vencimientos muy largos; riesgo inflacionista en EE. UU. (alimentado por los aranceles) y Japón; refinanciación del 40% de las existencias mundiales de bonos antes de 2026; fragilidad de la demanda extranjera de deuda pública estadounidense derivada de los temores suscitados por un potencial «Acuerdo Mar-a-Lago», que cuestiona la posición del dólar como activo de reserva internacional.

El eje transpacífico continúa siendo motor del crecimiento mundial Estados Unidos seguirá beneficiándose de los efectos positivos de la *One Big Beautiful Bill Act*. Además de la prórroga de las medidas de la Ley de recortes de impuestos y puestos de trabajo (*Tax Cut and Jobs Act*), se han votado deducciones del IRPF para la tercera edad, las propinas, las horas extraordinarias y los intereses de los préstamos para automóviles. Aunque se han suprimido en su mayor parte los créditos fiscales para la política energética, la amortización

acelerada inmediata de los gastos de investigación y desarrollo (I+D) sigue siendo un apoyo eficaz. La IA persiste como potente motor de inversión: entre 2022 y 2025, el gasto en infraestructuras relacionadas con la IA aumentó en 400.000 millones de dólares. El multiplicador de la inversión en este sector podría aumentar el PIB entre un 0,3% y un 0,5% al año, según nuestro economista especializado en Estados Unidos, Manuel Maleki. El consumo se vería afectado por la subida de precios, aunque los productos básicos (plátanos, piñas, café, té, etc.) que no pueden producirse internamente han sido excluidos del ámbito de aplicación de los aranceles recíprocos. Las exportaciones podrían verse impulsadas por la depreciación del dólar y el acceso preferencial negociado a cambio de una reducción de los aranceles recíprocos. Es probable que el mercado inmobiliario siga lastrando el crecimiento.

En **China**, las autoridades tendrán que gestionar la deflación y las tensiones políticas generadas por el aumento de las exportaciones, sobre todo a Europa. El crecimiento seguirá impulsado por las exportaciones en 2026. La demanda mundial de bienes vinculados a la transición energética y a las infraestructuras necesarias para la IA apoyará las exportaciones chinas, al igual que la debilidad de la moneda de este país (RMB). Las baterías de los vehículos eléctricos siguen siendo un 35% más baratas que las que se venden en Europa. El principal riesgo procede de la aplicación de las normas de origen a las importaciones estadounidenses procedentes de Asia, excluida China.

El crecimiento de los países asiáticos dependerá de la diferenciación de los aranceles «recíprocos» entre países. Seguimos previendo un crecimiento medio del 3% en 2026, frente al 3,1% de 2025 en los países asiáticos, excluidos China, Japón y la India.

La incertidumbre, medida por el Índice de Incertidumbre de Política Económica (EPU), seguiría lastrando la inversión y el consumo, especialmente en **Europa**. La inestabilidad del índice actúa como freno a la inversión e incentivo al ahorro. Además, las exportaciones europeas seguirán viéndose penalizadas por el aumento de los aranceles estadounidenses y la fortaleza del euro. La contribución del comercio exterior seguiría siendo negativa en 2026. A pesar del repunte alemán y del apoyo al gasto militar y de soberanía, es probable que el crecimiento de la zona euro se mantenga por debajo del 1%, en el 0,8% en 2026.

En conclusión, en 2026 el crecimiento mundial debería estar sujeto a presiones inmediatas —el efecto negativo de las medidas proteccionistas, la persistente incertidumbre y unos tipos largos elevados— y a un ciclo de inversión estructural impulsado por la soberanía y la IA. El verdadero reto hoy en día es de índole financiera: garantizar un elevado nivel de inversión mientras la prima por plazo continúa siendo elevada y los bancos centrales reducen sus balances. Así pues, la trayectoria de crecimiento podría verse limitada por el comercio, pero también por la financiación de estos nuevos desafíos, lo que constituirá una fuente adicional de incertidumbre.



Cubas de acero inoxidable, Château Clarke, Lustrac-Médoc, Francia.

Materias primas



Petróleo: una abundancia que no lastra los precios

Doctor Manuel Maleki

Senior Economist US & Commodities

Desde julio, el petróleo desafía cualquier pronóstico. Aunque la Agencia Internacional de la Energía (AIE) preveía un superávit de casi 1,8 millones de barriles diarios en el segundo semestre, el mercado no cedió. El crudo Brent ronda los 65 dólares/barril, mientras que el West Texas Intermediate (WTI) se mantiene cerca de los 60 dólares, muy lejos de la hipótesis de una caída a unos 50 dólares. La lógica del mercado ha cambiado: ya no se rige únicamente por la ley de la oferta y la demanda, sino por una arquitectura de poder, reservas y estrategias nacionales. El barril se ha convertido de nuevo en un instrumento de soberanía.

China, el nuevo banco central del crudo

Desde enero, China ha absorbido un volumen importante: se han añadido más de 100 millones de barriles a sus reservas estratégicas en un plazo de nueve meses. Estas compras no responden a la lógica del mercado: son el resultado de una decisión política. La ley de la energía de 2025 aprobada por Pekín obliga ahora a las empresas públicas y privadas a acumular reservas bajo control estatal. Se están construyendo once nuevos centros de almacenamiento, con una capacidad total de 169 millones de barriles adicionales de aquí a 2026. Pekín ha acelerado su acumulación de crudo en 2025 hasta alcanzar los 0,9 millones de barriles diarios (Mbd) desde enero, lo que supone un aumento de 240 millones de barriles.

Esta acumulación no es poca cosa: por sí sola representa casi el 30% del crecimiento de la oferta mundial en los nueve primeros meses de 2025. En otras palabras, China ha neutralizado en parte un excedente que la AIE preveía explosivo. Los barriles existen, pero ya no están en circulación. Duermen, inmovilizados en cubas estratégicas. Esta paradoja explica por qué el mercado se mantiene firme: el excedente mundial es un excedente al margen del mercado.

Las sanciones estadounidenses redistribuyen los flujos y fragmentan el mercado físico

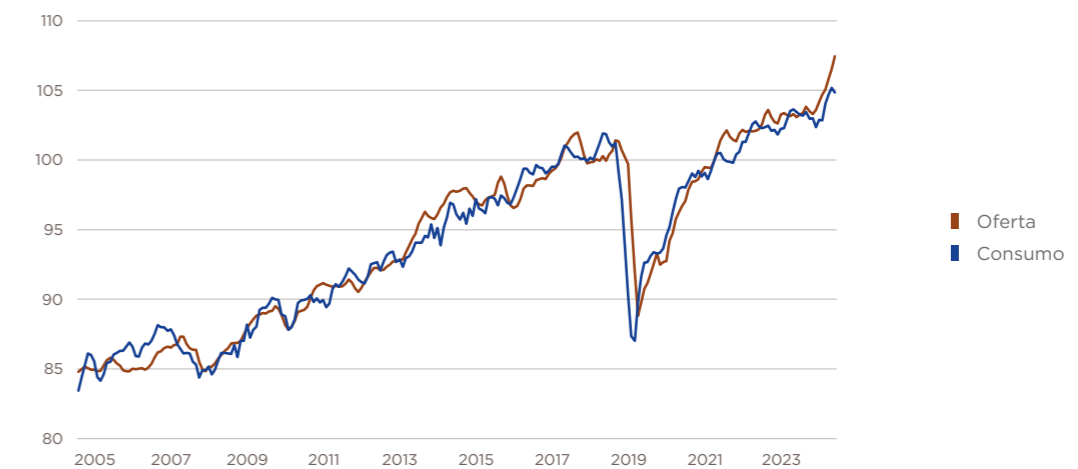
En octubre, Washington impuso sanciones integrales a Rosneft y Lukoil, que juntas representan casi 4 millones de barriles diarios de producción rusa; es decir, más del 40% de la producción del país. El efecto fue inmediato: los cargamentos rusos tardaron más en encontrar comprador y los flujos se fragmentaron.

La India, antaño el mayor comprador con casi 2 millones de barriles diarios, ha reducido sus importaciones rusas en torno al 40%, según Kepler. China ha «suspendido» varios contratos a largo plazo. Los cargamentos rusos se han transferido a intermediarios turcos y malasios, lo que ha multiplicado las distancias de transporte y los costes de los seguros.

En consecuencia, el mercado ha incorporado una prima de riesgo geopolítica y logística para compensar el riesgo de perturbaciones logísticas. Este sobreprecio no es especulativo: refleja el coste real del trastorno. Detrás de la retórica del *glut*, o exceso de oferta, se esconde la realidad opuesta: la energía fluye más lentamente, sujeta a presiones políticas y control diplomático.

Gráfico 1 - Petróleo: oferta y consumo

Media móvil a tres meses, en millones de barriles diarios (Mbd)



Edmond de Rothschild, LSEG

La OPEP+ sigue siendo el «productor bisagra»

La OPEP+ conserva su condición especial de garante de la estabilidad del petróleo. En octubre, el grupo ajustó su producción con una precisión sin precedentes, añadiendo solo 137.000 barriles diarios a su límite mensual. Al mismo tiempo, el cártel anunció que no habría más aumentos de producción en el primer trimestre de 2026. Arabia Saudí, actor clave del sistema, mantiene su producción en torno a 9 Mbd, 1,5 millones por debajo de su potencial máximo.

Esta disciplina tiene un objetivo claro: defender un mínimo en torno a los 60 dólares/barril. Riad considera que este nivel es «óptimo»: lo bastante elevado como para financiar su plan de desarrollo Visión 2030 y lo suficientemente bajo como para evitar la ira de los países importadores. La OPEP+ ya no intenta dominar el mercado, sino regularlo. Una transformación silenciosa, pero fundamental.



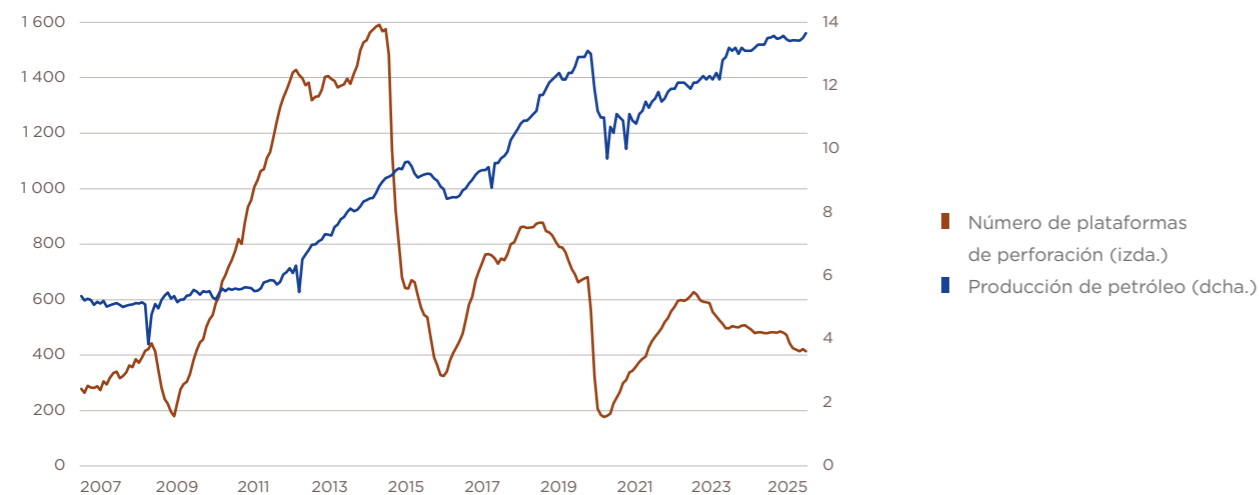
El esquisto estadounidense, un gigante cansado

Al otro lado del Atlántico, Estados Unidos sigue produciendo 13,6 Mbd, un récord nominal. Pero el motor se está agotando. La Cuenca Pérmica, que suministra casi la mitad del crudo estadounidense, está alcanzando sus límites: ya se ha explotado el 65% de las zonas de alto rendimiento. El crecimiento de la producción, que superó el millón de barriles diarios antes de 2020, ha caído a un nivel por encima de los 300.000 este año. Según Baker Hughes, el número de equipos de perforación en funcionamiento ha pasado de más de 600 a menos de 500 en el espacio de un año, señal de que la estrategia ha oscilado de la conquista a la rentabilidad. El esquisto ya no es ese ágil «productor bisagra» de la década de 2010, sino un amortiguador.

Un mercado que conserva su carácter geopolítico

Todo apunta a que el petróleo sigue siendo un mercado político antes que económico. Los productores piensan en términos de equilibrio presupuestario: 81 dólares para Arabia Saudí, 70 para Rusia y 62 para Emiratos. Los importadores piensan en términos de seguridad energética: China y la India han multiplicado sus reservas. Este triángulo (Gobiernos, mercados, grandes empresas) forma una arquitectura de estabilización sin precedentes. Todos actúan para evitar el choque: unos por prudencia política, otros por disciplina financiera.

Gráfico 2 - Petróleo estadounidense: número de plataformas de perforación y producción de petróleo en millones de barriles diarios (Mbd)



Edmond de Rothschild, LSEG

2026: el barril de la realidad

De cara a 2026, la demanda mundial de petróleo debería seguir creciendo en torno a 1,2 millones de barriles diarios. Ante esta situación, la capacidad adicional real (sin contar los anuncios) no supera actualmente los 700.000 barriles diarios, concentrados en Guyana, Brasil y

Noruega. Las reservas comerciales estadounidenses, de 422 millones de barriles, se mantienen un 4% por debajo de la media a cinco años, y la capacidad de almacenamiento disponible en la OCDE no supera los 60 días de suministro.

En otras palabras, el exceso de oferta es difícil de comprender y hay que ponerlo en perspectiva con las existencias. El precio del barril de crudo no se hunde porque el petróleo «libre» en el sistema no es tanto: gran parte está contratado, reservado, nacionalizado o estratégicamente almacenado.

El retorno de la política

El petróleo es más que una mercancía: es un indicador de poder. Hoy en día, Estados Unidos, China y la OPEP+ gestionan conjuntamente una frágil estabilidad, en la que cada barril se convierte en un mensaje político. En este contexto, cuesta imaginar que el precio del barril de crudo caiga permanentemente por debajo de 60 dólares, salvo crisis exógenas, del mismo modo que es difícil que suba muy por encima de 75 dólares. Esta horquilla de equilibrio es el resultado de todas estas interacciones.

Metales industriales: entre la recuperación china y la cautela mundial

Desde el verano, los metales industriales se encuentran en una zona de incertidumbre controlada. El cobre, el aluminio y el níquel oscilan sin una dirección clara: los fundamentales se mantienen sólidos, pero las perspectivas económicas mundiales se están estancando.

China, que representa el 55% del consumo mundial, continúa siendo el centro de gravedad del mercado. Las compras públicas y la reactivación de los proyectos de infraestructuras (electrificación, líneas de alta tensión) sostienen la demanda de cobre y acero, mientras que las importaciones de aluminio han aumentado un 8% desde julio. En cambio, el sector inmobiliario sigue deprimido, lo que limita el tirón de los metales de construcción.

En cuanto a la oferta, las perturbaciones en la minería mantienen una tensión latente. El níquel indonesio sigue dominando el mercado mundial, pero la menor calidad del mineral lastra los márgenes. En Chile y Perú, la producción de cobre disminuye entre un 2% y un 3% anual. En cuanto al zinc, sigue afectado por la reducción de la capacidad europea ante los costes energéticos. Las existencias en la London Metal Exchange (LME) continúan en mínimos históricos: menos de 1,2 millones de toneladas para todos los metales básicos, lo que equivale a apenas tres semanas de consumo mundial. Este mínimo estructural impide que los precios se desplomen.

A corto plazo, los metales se encuentran en compás de espera, con la recuperación industrial china haciendo de amortiguador. La ecuación sigue siendo clara: sin sobresaltos en la demanda, el ciclo alcista continúa en suspenso y es probable que los precios se mantengan en los niveles que venimos observando desde hace algunos meses.



Iluminación, sala de catas, Château Clarke, Listrac-Médoc, Francia.

Renta variable



¿Se parecerá 2026 a 2025?

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

El año 2025 se caracterizó por una subida considerable de las bolsas, pero también por una rentabilidad particular con una concentración extrema en unos pocos grandes títulos. Aunque hay indicios de que las dinámicas de 2024 y 2025 podría continuar en 2026, también es probable que surjan nuevas oportunidades y amenazas. Los inversores con un horizonte a largo plazo podrían aprovechar cualquier debilidad para reforzar sus posiciones.

2025: un año rentable, pero singular para la renta variable

- **En Estados Unidos**, en el momento de escribir estas líneas, el S&P 500 arroja una rentabilidad de dos dígitos, impulsado por una política arancelaria más calmada, unos beneficios empresariales sólidos y un entorno de bajada de tipos. Aproximadamente dos tercios de la rentabilidad anual del S&P 500 en 2025 está vinculada a los diez títulos principales, que representan asimismo casi dos tercios del crecimiento de los beneficios del índice, concretamente los valores tecnológicos con exposición a la inteligencia artificial (IA). En cambio, el papel de catalizador de la IA y algunas valoraciones elevadas hacen temer una burbuja especulativa a finales de 2025.
- **En Europa**, el mercado registró una rentabilidad significativamente superior a principios de año, impulsada por los planes de estímulo de la defensa europea ReArmEU y el programa de infraestructuras alemán, así como por las salidas de capitales del mercado estadounidense ante las erráticas políticas de Donald Trump. Esto tuvo un efecto importante en las empresas cotizadas europeas, dado que las salidas de un mercado estadounidense con una capitalización de 60 billones de dólares a un mercado europeo valorado en 12 billones de euros tienen un impacto matemático considerable. Sin embargo, tras las idas y venidas de Donald Trump en materia de aranceles, los beneficios y las perspectivas excepcionales de los valores del sector tecnológico estadounidense y la fortaleza del euro, que merma los beneficios de las empresas europeas, los mercados europeos aún no han recuperado los máximos alcanzados en marzo de 2025, situados a la zaga del estadounidense desde el repunte de abril.
- **China**, un lastre para los mercados emergentes desde 2021, ha resultado ser un motor en 2025. Las políticas encaminadas a frenar la deflación del país, así como diversas medidas de estímulo introducidas por Pekín y la relajación de las relaciones con Estados Unidos, han impulsado las expectativas en este mercado, que además presenta una valoración interesante.

- **Los mercados emergentes** en general han asistido a una reducción de su importante descuento de principios de año, de nuevo a raíz de la búsqueda de activos ajenos al excepcionalismo estadounidense y tras el apaciguamiento de Donald Trump en materia de aranceles, de forma que el universo emergente ha registrado uno de los mejores comportamientos desde principios de 2025 entre las principales zonas económicas.

¿Qué cabe esperar de 2026?

- **El mercado estadounidense** sigue beneficiándose de factores favorables, como las expectativas de entre tres y cuatro bajadas de tipos en 2026; la resistencia del crecimiento económico gracias, en particular, a los recortes de impuestos de Trump; la dinámica de las inversiones en IA, que siguen acelerándose, y las perspectivas de desregulación. No obstante, las valoraciones del mercado se han tornado elevadas, el consenso es ya muy optimista y es previsible que el liderazgo de la IA pierda fuelle de cara al futuro. Por ello, las perspectivas de ventas de los *hiperescaladores*¹ y las empresas de semiconductores son el centro de todas las miradas en cada publicación de resultados para comprobar si la dinámica de la IA sigue acelerándose o si la mayor parte del impulso inversor ha quedado atrás, lo que históricamente constituye uno de los indicadores clave del punto álgido de una burbuja. Normalmente, se produce un pico en las expectativas de crecimiento (como ocurrió en su día con el anuncio de la normalización del crecimiento de la construcción de líneas ferroviarias, las ventas de transistores, televisores, fibra óptica, etc.), pero esto podría no suceder hasta 2026 o más tarde. Aunque la dinámica de la IA parece seguir su curso por el momento, no durará para siempre. Es más, una concentración tan restrictiva de la rentabilidad en un número muy limitado de valores tradicionalmente suele tender a invertirse. Por lo tanto, en este momento es aconsejable mantener las posiciones en el sector tecnológico para 2026, al tiempo que se amplía el interés a otros sectores, como el sanitario o el industrial, que se benefician de una recuperación dinámica y de valoraciones más moderadas.
- **El mercado europeo** está a la espera de una palanca de crecimiento, que debería manifestarse a través de un euro más débil, un crecimiento interno más sólido, o ambos. Nuestras previsiones para los tipos de cambio apuestan por una ligera subida del dólar, pero *a priori* insuficiente para impulsar los beneficios de forma significativa. El crecimiento económico debería verse respaldado por la aplicación del plan de infraestructuras alemán, aunque las incertidumbres que rodean el futuro político de Francia podrían actuar como lastre. No obstante, muchas empresas han realizado reestructuraciones y parten de estimaciones de crecimiento cero de los beneficios en 2025, por lo que los beneficios europeos podrían repuntar un 10% o más en 2026. Esto podría reavivar el apetito de los inversores por los activos europeos, en particular los financieros e industriales beneficiarios de los planes de estímulo.

¹ Un *hiperescalador* es un proveedor de servicios de TI, que opera centros de datos a muy gran escala para ofrecer servicios de *computación en la nube* y de gestión de datos. Entre ellos figuran gigantes de la nube como Amazon, Google, Microsoft y Alibaba.



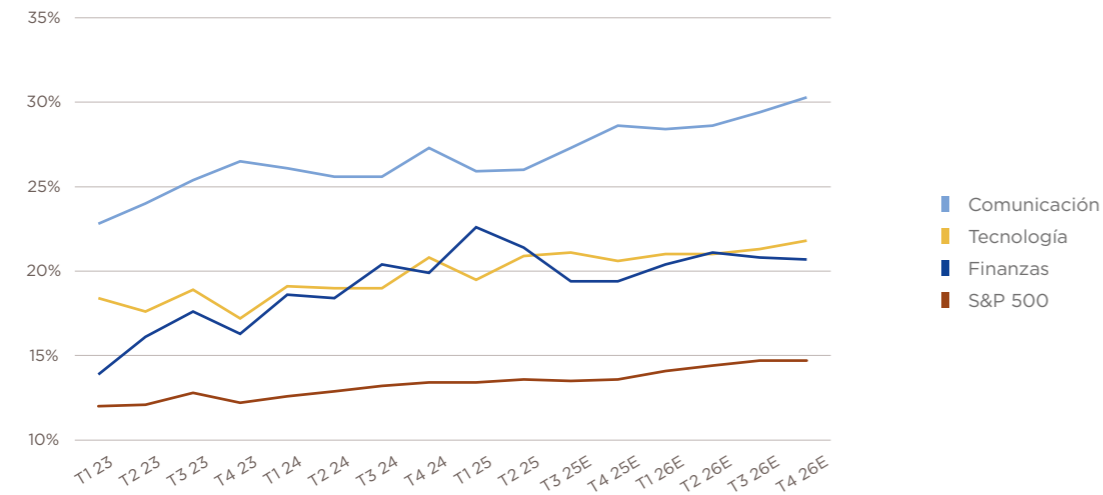
RENTA VARIABLE

- El mercado chino y el universo emergente también siguen presentando valoraciones reducidas, aunque estas han aumentado ligeramente en comparación con el inicio de 2025. Su dinámica podría continuar, pero necesita un impulso, ya que el argumento de la baja valoración, principal determinante de su rentabilidad en 2025, ya no es tan relevante en la actualidad. Las políticas de estímulo de China, y una deflación potencialmente menor, podrían actuar como catalizadores.

Es probable que se produzcan picos de volatilidad, como el episodio de abril de 2025. A principios de dicho mes, el presidente Trump presentó una lista de aranceles considerados arbitrarios y prohibitivos, lo que provocó rápidamente una caída masiva de la renta variable de más del 12%, movimiento que, sin embargo, se frenó rápidamente, por lo que en abril de 2025 convenía mantener las inversiones. Siempre es posible que se produzcan acontecimientos que susciten temor, en vista de la fragmentación del mundo, los métodos del presidente Trump, los riesgos políticos en Europa y el contexto geopolítico global. Para los inversores a medio y largo plazo, se ha demostrado que mantener las inversiones en el tiempo permite generar rentabilidades de las bolsas.

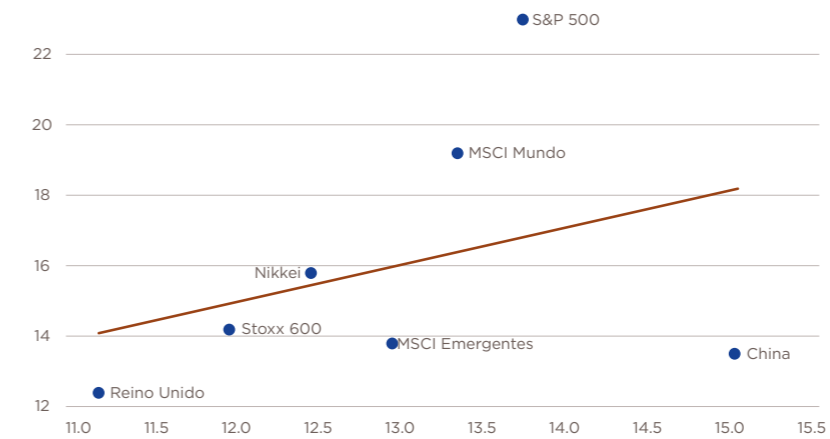
Gráfico 1 - Márgenes de beneficios previstos para las empresas del S&P 500 y determinados sectores

Margen de explotación en porcentaje del volumen de negocio, por trimestre



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Gráfico 2 - Crecimiento estimado de los beneficios y ratio precio/beneficios para 2026



Edmond de Rothschild, Bloomberg

¿Qué sectores deberíamos priorizar en 2026?

La diversificación es fundamental, entre sectores poco valorados que apuntan a una estabilización (por ejemplo, la salud), otros que se benefician de una dinámica impulsada por los flujos de inversión (por ejemplo, la tecnología) o determinados sectores con fundamentales sólidos. Es el caso de los valores industriales, que se benefician de los planes de estímulo europeos, el impulso de Donald Trump a la reindustrialización, la caída de la deflación en China y la reducción del riesgo comercial mundial, pero también de los financieros (mejor crecimiento europeo, perspectiva de unión de capitales en Europa, desregulación en Estados Unidos).

2025 iba a ser diferente de 2024. Pero no fue el caso en Estados Unidos, donde el dominio de unos pocos grandes grupos siguió imponiéndose en el mercado, aunque la rentabilidad en 2025 fue muy diferente en Europa y China. 2026 debería ser diferente de 2025, aunque con dinámicas similares. Entre los denominadores comunes que esperamos que continúen destacamos la rentabilidad superior de los grandes grupos, especialmente en Estados Unidos y China, cercanos al Gobierno, capaces de ganar cuota de mercado y con más recursos para invertir, sobre todo en IA. En Europa, la suerte de los grandes grupos dependerá más del euro y del comercio mundial. Sea como fuere, la apuesta de Donald Trump por el S&P 500, la baja valoración de los mercados europeos y chinos y el nivel de ahorro en estas dos últimas regiones



(así como los recortes de impuestos en EE. UU., que benefician a los más ricos, que a su vez son los mayores inversores en renta variable estadounidense) podrían actuar como redes de seguridad en caso de caídas masivas de las cotizaciones.

2026 también podría depararnos numerosas sorpresas:

- ¿Impondrá Donald Trump nuevos aranceles si China no cumple sus órdenes? ¿Iniciará un conflicto para derrocar a Nicolás Maduro del poder en Venezuela?
- ¿Tomarán en serio los mercados al futuro presidente de la Reserva Federal estadounidense?
- ¿Continuará la escalada de inversiones en IA?
- ¿Se firmará la paz en Ucrania?
- ¿Liberará Alemania las inversiones prometidas a principios de 2026?
- ¿Se convertirá Jordan Bardella en primer ministro o presidente de Francia?

Por desgracia, la lista no es exhaustiva y cabe esperar numerosos sobresaltos, fuentes de inquietud y volatilidad, pero también de oportunidades para los inversores bien informados.

¿Continuará la carrera por la inversión en inteligencia artificial?

Anthony Toupin

Senior Research Analyst - Global Investment Research

Los anuncios de inversiones astronómicas en inteligencia artificial (IA) dominaron 2025, lo que despertó al fantasma de una posible burbuja especulativa en el sector tecnológico. Sin embargo, nuestro análisis matiza este riesgo, ya que las perspectivas siguen siendo positivas para los gigantes de la infraestructura digital y los proveedores de semiconductores. La clave para los inversores seguirá siendo la selectividad: priorizar la solidez financiera y las oportunidades de crecimiento realistas frente a los meros anuncios.

El año 2025 ha estado marcado por múltiples giros en el sector tecnológico, especialmente en lo que respecta a la temática de la inteligencia artificial (IA). Ya en enero, el anuncio de la introducción de un modelo chino de IA de bajo coste, DeepSeek, sacudió el ecosistema occidental y suscitó dudas sobre el ROI real de los *hiperescaladores* (grandes empresas de la nube). Aunque al principio el mercado reaccionó negativamente a esta noticia, el efecto DeepSeek duró poco. Su llegada acabó siendo un catalizador positivo para la temática de la IA, como en la paradoja de Jevons: unos costes de desarrollo más bajos aumentarán naturalmente la adopción de la IA a largo plazo, tal y como ocurrió a finales del siglo XIX, cuando la introducción de una máquina de vapor más eficiente en consumo de carbón multiplicó paradójicamente el consumo de este último, lo que provocó la adopción generalizada de este tipo de máquinas.

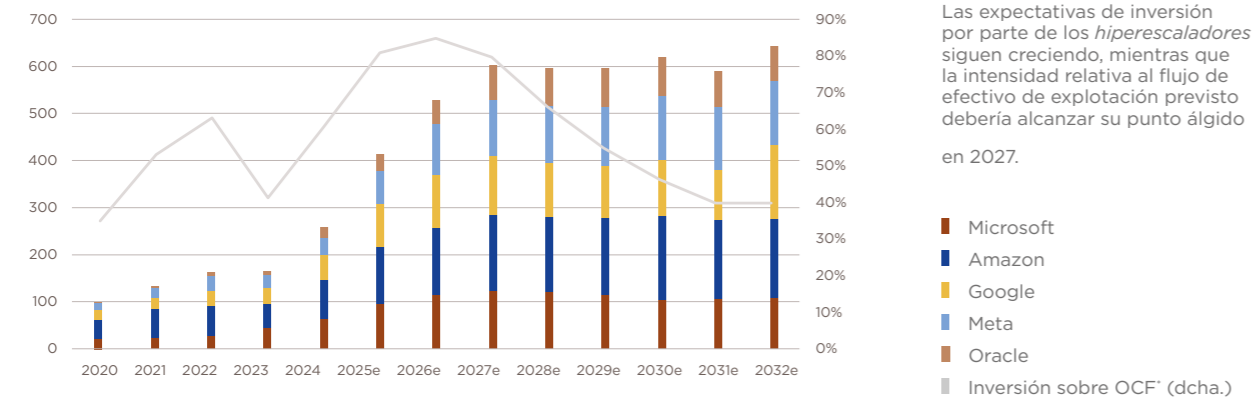
Así pues, este temor efímero no puso en tela de juicio la trayectoria ascendente de las expectativas de inversión por parte de los *hiperescaladores*, ya que estos últimos parecen más preocupados por la perspectiva de perder terreno frente a la competencia que por el objetivo de rentabilizar sus inversiones a corto plazo. En este sentido, mientras que el consenso del mercado en 2024 era de unas previsiones de inversión por parte de los gigantes de la nube entre 2025 y 2027 del orden de 620.000 millones de dólares (esto es, el 12% de sus ingresos previstos en el periodo), las expectativas han aumentado ahora hasta los 1,7 billones de dólares, casi el 30% de los ingresos previstos.



Gráfico 1 - Inversión anual prevista por hiperescalador, y en relación con el flujo de efectivo de explotación (periodo 2020 - 2032 est.)

Importe en miles de millones de USD

*OCF: flujo de efectivo de explotación, por sus siglas en inglés

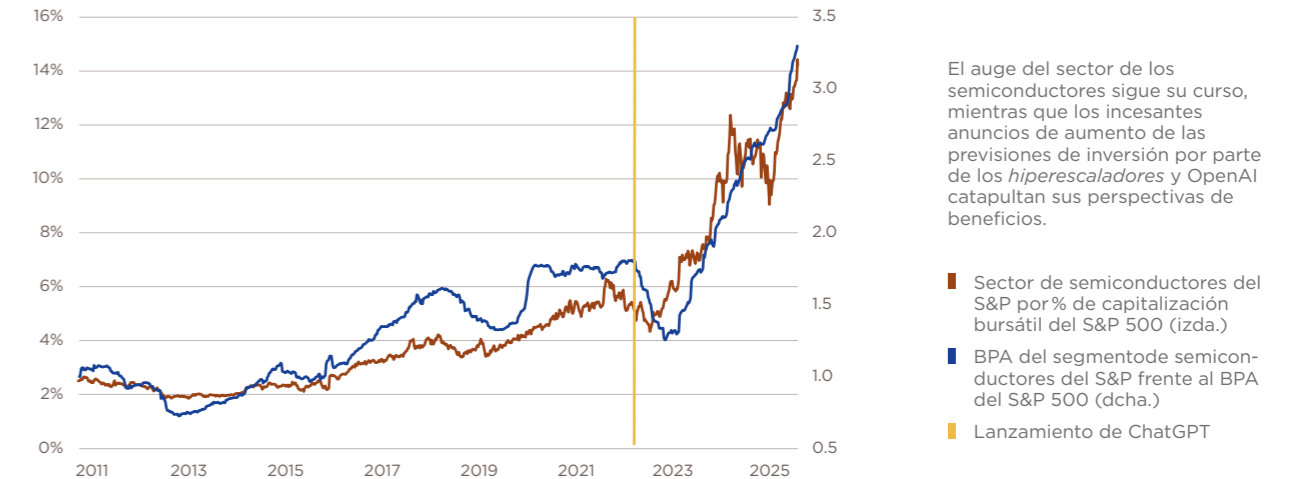


Edmond de Rothschild, Bloomberg

Este fuerte aumento de las previsiones de inversión se ha traducido en una notable apreciación de las cotizaciones de los proveedores de hardware (equipo) de tecnologías de IA, en particular los títulos de semiconductores. Estos últimos volvieron a obtener una rentabilidad superior en 2025: el SOX, índice mundial de títulos de semiconductores, superó al MSCI World en un 22% a finales de noviembre (+42% frente al +20% en dólares). Además, este sector, que históricamente ha representado entre el 2% y el 4% del S&P 500 durante dos décadas, ha pasado a acaparar el 14% del índice solo en los tres últimos años.

Los títulos de semiconductores, identificados como los beneficiarios inmediatos de esta inversión, siguen aprovechando este aumento continuado del gasto previsto en una lógica de «proveedores de equipo» para impulsar el auge de la IA, independientemente del ROI para los hiperescaladores a más largo plazo. Nvidia, líder actual en procesadores gráficos para IA, incluso reveló recientemente que espera que la inversión en IA supere los 3 billones de dólares al año de aquí a 2030, lo que plantea interrogantes sobre un entorno de «hiperinversión» y la posible formación de una burbuja de mercado en torno a la temática de la IA.

Gráfico 2 - Ponderación de los semiconductores en el S&P 500, frente a la evolución de las previsiones de beneficios por acción del sector, en relación con las del índice



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Una carrera acelerada por la inversión, más allá de los hiperescaladores

Esta tendencia se ha exacerbado recientemente tras una serie de anuncios de alianzas entre distintos gigantes tecnológicos destinadas a desarrollar capacidades adicionales de centros de datos para la IA, con OpenAI —autor de ChatGPT— como denominador común.

En el momento de escribir estas líneas, OpenAI se ha comprometido a financiar más de 1,5 billones de dólares de capacidad de centros de datos y de infraestructura de la nube; esto es, 26 GW de capacidad de IA, además de un objetivo de 10 GW en el marco del proyecto Stargate anunciado a principios de este año. Estos compromisos representan casi cuatro veces el consumo máximo de la ciudad de Nueva York. Todo ello en un contexto en el que se espera que OpenAI genere unos ingresos inferiores a 20.000 millones en 2026 y la compañía ha indicado que no espera ser rentable antes de 2029. Más allá de estas desorbitadas cifras, los principales temores se centran en la creciente circularidad de esta financiación: ¿Tendrá OpenAI que financiar las compras de chips de Nvidia, AMD, Broadcom, etc. mediante financiación de Nvidia, AMD y otros de sus propios proveedores, o existen otras formas de que OpenAI financie estos compromisos masivos de capacidad de centros de datos?



RENTA VARIABLE

Hay que admitir que el aumento de la preocupación de los inversores por la posible formación de una burbuja especulativa en torno a los valores de IA sigue siendo ineludible, en vista de la naturaleza cada vez más circular de las inversiones previstas en este ámbito. No obstante, distinguimos dos casos diferentes entre los *hiperescaladores* y OpenAI: por un lado, los gigantes de la nube, que en esta fase están financiando dichas ampliaciones de capacidad de centros de datos mediante abundante liquidez; y por otro, OpenAI, cuyos compromisos con las empresas de chips continúan siendo imposibles de financiar en esta fase mediante una liquidez hasta ahora inexistente.

¿Qué piensa hacer Sam Altman, consejero delegado de OpenAI?

Creemos que Sam Altman se ha adentrado en una estrategia clásica de financiación agresiva a corto plazo para el desarrollo de su oferta de IA «cueste lo que cueste» con el objetivo de:

- Centrarse en fidelizar a sus usuarios sin suscripción, más de 800 millones a la semana, con el objetivo de convertir los servicios de OpenAI (ChatGPT, Sora, Dall-E, etc.) en indispensables para estos últimos, que estarán dispuestos a pagar por este servicio en el futuro.
- Hacer que la propia OpenAI sea imprescindible para las empresas de semiconductores y el sector tecnológico ante los compromisos adquiridos, convirtiéndose así en un actor *too big to fail* (con importancia sistémica). El propio Sam Altman declaró recientemente que le daba «igual si se gastaban 500 millones, 5.000 o 50.000 millones de dólares al año, (...) estamos creando una superinteligencia, y el coste merece totalmente la pena».

La cuestión clave para el sector tecnológico en la actualidad es la capacidad de OpenAI para financiar sus planes de expansión y monetización de la IA.

¿Cuáles son las perspectivas?

A largo plazo, y más allá de OpenAI, seguimos siendo optimistas sobre el potencial de monetización de esta tecnología en todos los sectores y actividades. Además, es probable que la adopción de la IA sea diferente a la de los últimos grandes ciclos de inversión: el despliegue del 4G en 2010 requirió casi 1,5 billones en inversión acumulada por parte de las empresas de telecomunicaciones y 3,3 billones en ventas de *smartphones* para que su uso se generalizara. La IA, por su parte, ya está lista para su uso por parte de los usuarios finales: para ello solo se necesita un simple *smartphone* o acceso a Internet, y la inversión se utiliza entonces para mejorar los modelos existentes en lugar de para crear infraestructura destinada a los usuarios. Por último, las aplicaciones más populares de la era 4G, como Instagram, TikTok, Spotify o Uber, solo llegaron unos años después del despliegue de 4G: las aplicaciones estrella de la era de la IA pueden estar todavía dando sus primeros pasos.

Para finalizar, según estudios recientes, la cantidad total invertida en IA por las empresas tecnológicas estadounidenses representaría solo el 1,4% del PIB en esta fase, en comparación con los picos de los grandes ciclos de inversión del pasado, de hasta el 4% o el 5% del PIB.

A medio plazo, seguimos pensando que la tendencia de la inversión se mantendrá al alza ante la necesidad de los líderes tecnológicos de aumentar su dominio de la IA. Esta dinámica debería contribuir a mantener la trayectoria ascendente de las revisiones de previsiones de ingresos y beneficios durante los próximos años para el sector, mientras que los *hiperescaladores* ya están empezando a anunciar el impacto positivo de sus inversiones en IA en la dinámica de sus negocios tradicionales, especialmente en la Nube y en los negocios expuestos al consumidor: redes sociales, comercio electrónico, búsquedas *online*, publicidad, etc.

Ciertamente, existen riesgos a más largo plazo sobre la magnitud de estos anuncios de inversión, que podrían revisarse a la baja en el futuro, pero aún no estamos en esa fase. Por tanto, los inversores deben diversificar más allá del sector tecnológico y continuar siendo selectivos. **Desde un punto de vista fundamental, el ciclo de la IA debería seguir apuntalando a los valores tecnológicos a corto plazo, lo que justifica mantener una visión positiva sobre el sector, pero vigilante a medio y largo plazo.**



Philippe Druillet (nacido en 1944), aplique, encargo especial para las salas del banco, París, Francia.

Artículo especial: El oro



¿Ha alcanzado el oro su máximo?

Guilhem Savry

Head of Strategy Research - Global Investment Research

Jean-Marc Guillot

Group Treasurer

El oro, activo refugio de referencia, ha arrojado una rentabilidad sólida y una volatilidad moderada desde la década de 1990. Este ascenso se ha consolidado gracias a una transformación de la demanda, impulsada en los últimos diez años por la estrategia de desdolarización iniciada por los bancos centrales de las potencias emergentes. Por este motivo, la drástica corrección de octubre de 2025 no debería impedir a los inversores mantener una asignación al oro, que constituye la piedra angular de una estrategia eficaz de diversificación de carteras, especialmente en un contexto de incertidumbre.

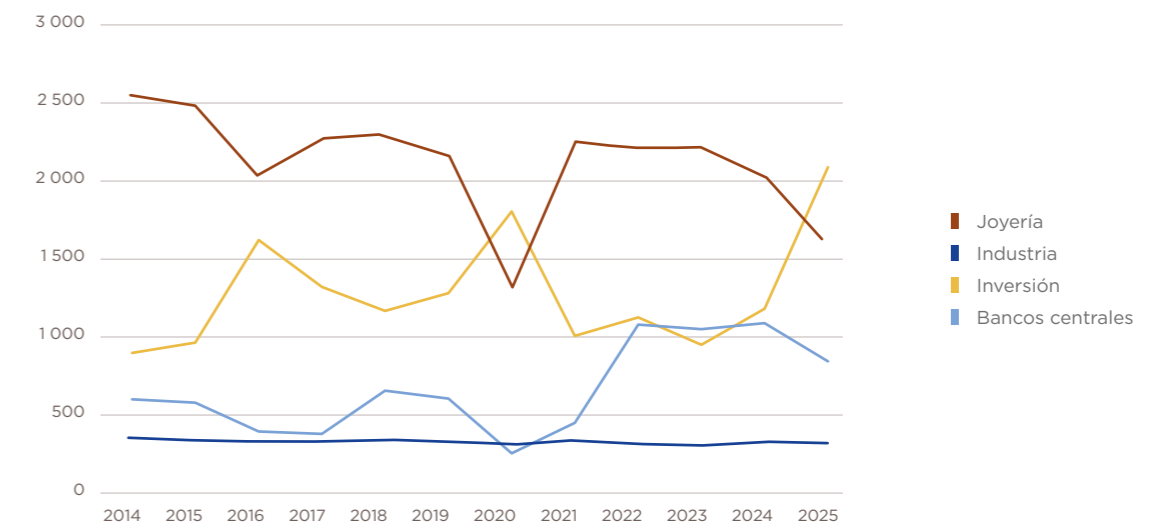
Un activo único

El oro se ha consolidado como activo clave en la estructuración de carteras. Históricamente, la combinación de su tangibilidad, escasez y volatilidad moderada lo ha convertido en un activo refugio de referencia, que brinda a los inversores diversificación y protección. De este modo, el metal amarillo ha ido adquiriendo gradualmente la condición de activo de descorrelación. Durante décadas, ha ofrecido protección en episodios de inflación y en periodos de tensión de los mercados financieros. Además, a largo plazo, su rentabilidad se aproxima a la de los activos con más riesgo, como la renta variable mundial y la deuda corporativa de alto rendimiento, y siempre con menor volatilidad. Desde 1990, su rentabilidad anualizada ha sido del 7%, frente al 7,9% del MSCI World en dólares.

Transformación de la demanda

La oferta de oro aumentó un 10%, hasta 4.957 toneladas, entre 2014 y 2024. La extracción minera se mantuvo relativamente estable, con un crecimiento de solo el 6%, mientras que la oferta procedente del reciclado aumentó un 20%. Los compradores de este metal precioso pertenecen a cuatro categorías principales: el sector de la joyería, la industria —concretamente la informática— para los componentes electrónicos, los bancos centrales para sus reservas y los inversores internacionales. La década entre 2014 y 2024 muestra un cambio claro en la distribución de la demanda. El sector de la joyería ha bajado un 20%, con subidas de precios que limitan el acceso al mercado para parte de los clientes. La industria en su conjunto redujo su consumo un 8%. Los pilares del crecimiento son claramente los bancos centrales, con un aumento del 81% hasta 1.089 toneladas, y las inversiones, con un aumento del 32% hasta 1.180 toneladas, casi exclusivamente en forma de lingotes y monedas.

Gráfico 1 - Evolución de la demanda de oro en toneladas



Edmond de Rothschild, Bloomberg, Consejo Mundial del Oro a 30.09.2025

A raíz de la crisis en Ucrania, seguida de la congelación de activos en dólares por el Banco Nacional de Rusia, la demanda de metal amarillo por parte de los bancos centrales se disparó. Desde 2022, el porcentaje de oro en sus reservas ha pasado del 14,7% al 22,8%, lo que representa la segunda mayor asignación después del dólar. Como era de esperar, este aumento se vio impulsado principalmente por los bancos centrales de los mercados emergentes en el marco de su estrategia de desdolarización, declarada sin ambages en la cumbre de los BRICS¹ en Johannesburgo en 2023.

En los últimos diez años, los bancos centrales de China, Brasil o la India han aumentado significativamente su asignación al oro, con incrementos en volumen (toneladas de oro) del 29%, 93% y 57% respectivamente. La cuota del Banco Central de China en el total de reservas (oro y divisas) es del 23% de las reservas de todos los bancos centrales juntos. Sin embargo, solo en oro posee únicamente el 7,1% de todo el oro en manos del conjunto de bancos centrales. En consecuencia, el proceso de aumento del porcentaje de oro no parece haber concluido aún. Todo lo contrario: esta tendencia continuará en un momento en que existe una desconfianza real en la deuda de los países desarrollados y dudas sobre el dólar como moneda de reserva. Los errores cometidos por el Gobierno de Trump desde que llegó al poder están impulsando tanto a los bancos centrales como a los inversores a buscar alternativas para diversificar sus activos más allá del dólar y la deuda pública estadounidense.

¹ El acrónimo BRICS hace referencia a la unión de países: originalmente Brasil, Rusia, la India y China.

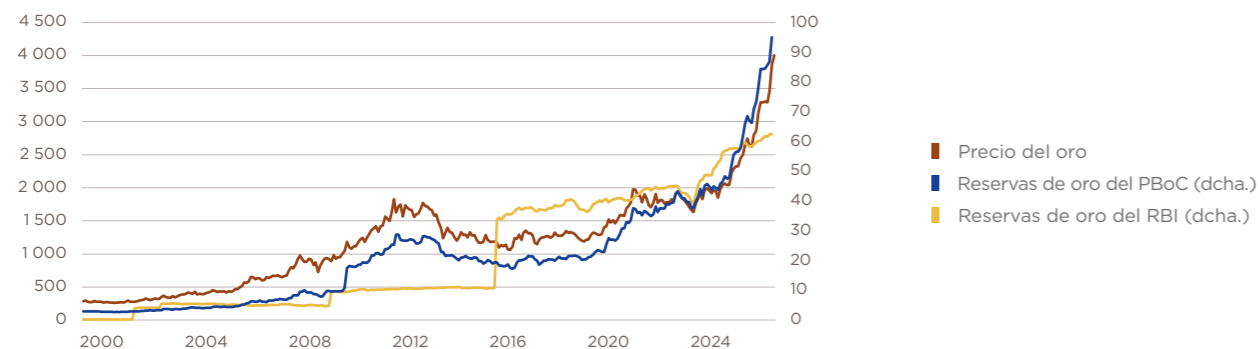


El valor refugio de referencia

Cada vez que se produce un periodo de tensión geopolítica, el oro se confirma como el valor refugio preferido de los inversores. Se considera una forma de reducir el riesgo global de la cartera y, por su efecto de descorrelación, de preservar la rentabilidad en caso de caída de los mercados financieros. Este año, las incertidumbres en torno a la política arancelaria en el marco de la guerra económica de Donald Trump han impulsado el precio del metal amarillo. La ausencia de solución al conflicto entre Rusia y Ucrania y la frágil situación en Palestina han reforzado la temática de los valores refugio. En este contexto, el oro está desempeñando plenamente su papel de principal alternativa al dólar. Al mantenerse físicamente, también queda fuera del alcance de las quiebras, lo que lo hace aún más atractivo en un momento en que el sistema financiero internacional está en entredicho. Este respaldo al precio del oro parece estable y es poco probable que desaparezca pronto, en vista de la fragmentación de la situación mundial.

Gráfico 2 - Evolución del precio del oro y de las reservas de los bancos centrales de China (PBoC) y la India (RBI)

Precio en dólares por onza, reservas de oro en miles de millones de dólares



Edmond de Rothschild, Bloomberg, a 30.09.2025

Nada sube eternamente

Desde el 1 de enero de 2022, el precio del oro se ha disparado de 1.814 a 4.000 dólares, lo que supone un aumento bruto del 120% y una subida anualizada del 22,8%. Esto supone más del doble de la rentabilidad anualizada del MSCI World durante el mismo periodo, que fue del 10,4% en dólares. Aunque este aumento excepcional puede explicarse por los factores detallados anteriormente, el ritmo de los últimos meses es motivo de preocupación. El riesgo de inflación, la desconfianza en el dólar y el temor a un conflicto mayor no bastan para justificar el acelerado ascenso del precio de la onza de oro. La explicación está en

otra parte, y más concretamente en el principal pilar de la demanda en 2025: la inversión, con un elevado porcentaje a cargo de los fondos cotizados (ETF). Durante los tres primeros trimestres de este año, las compras de ETF respaldados por oro físico representaron el equivalente a 618,8 toneladas de oro. Las existencias totales en manos de ETF aumentaron un 19,2% en nueve meses, hasta 3.837,7 toneladas.

Las posiciones de ETF son intrínsecamente volátiles, ya que estas herramientas se utilizan a menudo con fines de negociación o para movimientos tácticos. Muchos especuladores de última hora se han subido al tren del oro, ignorando el riesgo de que pueden avvicinarsen curvas. Los primeros indicios de un acercamiento entre China y Estados Unidos han debilitado la temática del oro como valor refugio, y la brusquedad de la primera oleada de correcciones tuvo un efecto de bola de nieve, ya que los últimos en entrar buscaban limitar sus pérdidas.

Comprar siempre en periodos de caída

En resumen, es probable que los niveles de incertidumbre y tensión continúen siendo altos durante la presidencia de Trump y ante la fragmentación geopolítica del mundo. Además, la tendencia de los bancos centrales a diversificar sus reservas, alejándolas del dólar estadounidense y favoreciendo las asignaciones al oro, está claramente orientada a largo plazo. Por ejemplo, el Banco Central de Polonia ajustó recientemente su objetivo de porcentaje de reservas en oro del 20% al 30%. Por fin, el mundo de la inversión parece haberse dado cuenta de que no puede ignorar impunemente la descorrelación que proporciona una partida de oro en una cartera. El brusco movimiento a la baja observado a finales de octubre se debe en gran medida al pánico y a un intento desordenado de minimizar las pérdidas de los inversores a corto plazo. Una vez que se haya deshecho el exceso de posiciones de ETF, los operadores a largo plazo podrían aprovechar un nivel de entrada más favorable para volver a comprar oro. La próxima fase del mercado será más lenta y menos extrema, pero será alcista. En este contexto, creemos que mantener oro estratégicamente en una cartera diversificada está perfectamente justificado.



Luces y sombras del metal amarillo: conciliar condición de valor refugio con sostenibilidad

Eric de Tessières

Group Chief Sustainability Officer

El oro, activo refugio por excelencia, está recuperando un lugar central en las carteras de inversión. Pero tras su brillo, el metal amarillo es ahora epicentro de controversias sociales, medioambientales y éticas, lo que lo convierte en un activo de alto riesgo en términos de reputación. Ante la minería ilegal, la contaminación por mercurio y unas cadenas de suministro opacas, la pregunta es: ¿podemos seguir invirtiendo en oro de forma sostenible?

Un activo refugio que vuelve a ser esencial

En un mundo de volatilidad financiera, tensiones geopolíticas e inflación persistente, el oro vuelve a imponerse como pilar de la gestión patrimonial. Su baja correlación con los mercados de renta variable y renta fija y su liquidez universal lo convierten en un instrumento de diversificación muy popular.

Para los inversores preocupados por la resistencia de sus carteras, es difícil ignorarlo. La «vieja reliquia bárbara» tan querida por Keynes nunca ha estado tan de moda como hoy.

Pero esta relevancia económica tiene su contrapartida: el metal amarillo es el epicentro de importantes problemas sociales y medioambientales.

Tras el brillo, la sombra de las prácticas ilegales

Una exhaustiva investigación del *Financial Times* (*The Illegal Gold Rush Sweeping the World*, agosto de 2025) revela la magnitud de una fiebre mundial del oro ilícito. Desde la cuenca del Amazonas hasta las sabanas del sur de África, las redes criminales explotan yacimientos clandestinos, a menudo a costa de la deforestación, la contaminación por mercurio y unas condiciones de trabajo indignas.

En algunos países productores, sobre todo latinoamericanos, estas prácticas constituyen un grave problema. También según el *Financial Times*, más del 40% de las exportaciones de oro de Perú proceden de canales ilegales o informales. Estas actividades no se limitan a alimentar el contrabando: a veces financian a grupos armados y redes de blanqueo de capitales (Iniciativa Global contra la Delincuencia Organizada Transnacional, 2024).

Las consecuencias humanas y medioambientales son considerables. Otra investigación del *Financial Times* (*The Amazonians Poisoned by the Illicit Gold Trade*, octubre de 2025) documenta la contaminación por mercurio de las poblaciones amazónicas, que afecta de forma duradera a la salud de las comunidades locales y a la biodiversidad regional. Diferentes estudios estiman que hasta el 25% de la producción mundial de oro puede proceder de operaciones a pequeña escala artesanal o industrias fuera de cualquier control legal.

Invertir en oro indiscriminadamente implica exponerse a riesgos de cumplimiento, reputación y sostenibilidad. Estas cuestiones van más allá del ámbito de la sostenibilidad: afectan directamente a la calidad de los activos mantenidos y a la credibilidad de las instituciones financieras que los respaldan.

Formas de hacer que el oro sea más responsable y rastreable

Renunciar al oro no es la solución: su función de diversificación y protección sigue siendo estratégica. Sin embargo, resulta cada vez más esencial distinguir las cadenas de suministro sostenibles y rastreables de las cuestionables. Varias iniciativas internacionales están contribuyendo a ello.

A través de su Guía del oro responsable (*Responsible Gold Guidance*, versión 9, 2023), la London Bullion Market Association (LBMA) impone estrictas obligaciones de diligencia debida a todas las refinerías acreditadas. Deben garantizar la plena trazabilidad de sus suministros y comprobar que el oro no procede de zonas de conflicto ni de prácticas ilegales.

El Consejo Mundial del Oro ha actualizado sus Principios de Minería de Oro Responsable (2022), un marco exhaustivo que abarca los derechos humanos, la protección de la biodiversidad, la gobernanza y la lucha contra la corrupción. Estos principios sirven de referencia para muchas empresas mineras industriales, al permitirles alinear sus prácticas con las normas ESG reconocidas internacionalmente.

Además de estos marcos, existen varias etiquetas independientes, como Fairmined, Fairtrade Gold y Swiss Better Gold, que certifican operaciones artesanales respetuosas con las comunidades locales y el medio ambiente. El desarrollo del oro reciclado, derivado del retratamiento de joyas o componentes electrónicos, es también una vía prometedora: representaba alrededor del 30% de la oferta mundial en 2024, es decir, 1.370 toneladas (un 11% más en base interanual, según el Consejo Mundial del Oro en 2025).

Además, la trazabilidad es ahora una cuestión de primer orden para el sector aurífero. Tras el brillo de este metal, los inversores buscan ahora certidumbre: saber de dónde procede el oro que poseen.



Las cadenas de suministro locales se basan en un modelo más directo, claro y justo. Proporcionan un vínculo sin intermediarios innecesarios entre las cooperativas mineras artesanales, las refinerías y los compradores finales. Al reducir el número de actores implicados, estos circuitos limitan el riesgo de mezclar oro legal e ilegal, al tiempo que mejoran la remuneración de las comunidades locales. La ONG suiza SwissAid, pionera en este campo, lleva más de una década apoyando la estructuración de estas explotaciones en Perú, Bolivia y Burkina Faso. Al ayudar a los mineros a formalizar su actividad, adoptar mejores prácticas medioambientales y comercializar su producción a través de socios certificados, la organización contribuye a desarrollar una cadena de suministro corta, trazable y socialmente responsable. Programas similares, apoyados por Swiss Better Gold Association, vinculan directamente a los productores artesanales y las refinerías suizas, garantizando una trazabilidad sobre el terreno basada en la confianza y la transparencia.

Nuestra convicción: seleccionar en lugar de excluir

En Edmond de Rothschild estamos convencidos de que las finanzas sostenibles no se limitan a la exclusión. Se trata de distinguir entre flujos virtuosos y flujos destructivos, y orientar el capital hacia los primeros.

En el ámbito del oro, este enfoque se traduce en un riguroso proceso de selección: favorecer a los productores y actores de refinación certificados, los circuitos de trazabilidad auditados y los vehículos de inversión respaldados por oro reciclado o responsable.

Invertir en oro sostenible no está exento de controversias, pero permite conciliar el valor refugio del metal amarillo con las exigencias actuales de sostenibilidad. También es una forma de ejercer una influencia positiva: cada gramo de oro invertido en una explotación responsable contribuye a reforzar la transparencia y la resistencia de un sector que está experimentando profundos cambios.

Priorizar un oro más ético

El oro sigue desempeñando un papel esencial en la estructuración de carteras sólidas. Pero en un momento en que la sostenibilidad está pasando a ser un imperativo estratégico, la cuestión ya no es si invertir en oro, sino en qué oro invertir.

Al favorecer las cadenas de suministro trazables, auditadas y certificadas, los inversores no solo contribuyen a proteger sus activos, sino que también transforman un sector en el que la transparencia se está convirtiendo en un aspecto vital.

Creemos que es posible conciliar tradición y responsabilidad: hacer del oro no un activo que excluir, sino uno que seleccionar con discernimiento. Porque en un mundo en busca de sentido, cada gramo de oro invertido envía una señal: la del futuro que queremos construir.

40%

de las exportaciones de oro de Perú procederían de circuitos ilegales o no declarados (*Financial Times, The Illegal Gold Rush Sweeping the World*, agosto de 2025)

50%

de las importaciones mundiales de oro pasan por Suiza (SwissAid)

Según estimaciones de las Naciones Unidas, la industria de la extracción ilegal de oro genera varias decenas de miles de millones de dólares al año

Según estimaciones de la ONG suiza SwissAid, «más de 435 toneladas de oro salieron de contrabando del continente africano en 2022, lo que representa más de una tonelada al día.»

Las actividades mineras ilegales serían responsables de la destrucción de

100.000 hectáreas

de selva amazónica al año, según estimaciones cruzadas del World Resources Institute y la OCDE (2023)

La ONG WWF estima que se liberan

150 toneladas

de mercurio al año en la región de la cuenca amazónica a manos de mineros clandestinos a pequeña escala para separar el oro de los sedimentos



Detalle arquitectónico de nuestra nueva sede en pleno barrio ecológico de l'Etang, Ginebra (Suiza).

Renta fija



Un nuevo contexto para los bonos

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

En 2025, los bancos centrales continuaron sus ciclos de rebaja de tipos de interés, permitiendo así que la economía se desacelerara suavemente. Sin embargo, los tipos largos de la deuda pública han aumentado debido a la creciente desconfianza sobre la trayectoria de las finanzas públicas. Como resultado, las curvas de tipos de interés se han inclinado. En el plano empresarial, el ciclo de inversión vinculado a la inteligencia artificial (IA) está teniendo un gran impacto en el mercado de deuda corporativa, ya que la mayoría de las nuevas emisiones proceden de empresas relacionadas con este ciclo sin precedentes.

Las curvas de tipos de interés de la deuda pública deberían seguir inclinadas en 2026

El año 2025 fue testigo de una importante inclinación ascendente de la curva de tipos de interés de la deuda pública debido a:

- La continuación del ciclo de relajación monetaria, que rebajó los tipos cortos en todo el mundo, con la excepción de Japón.
- Una política presupuestaria poco restrictiva tanto en Estados Unidos como en Europa, que mantiene los déficits elevados y limita la reducción de la deuda con respecto al PIB.

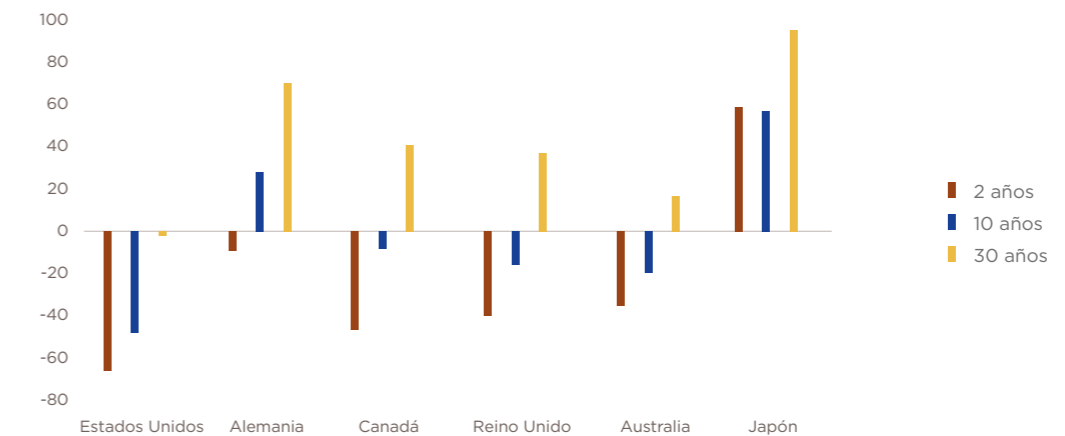
Este último factor ha llevado a los inversores a exigir una prima por financiar a los Estados a largo plazo, lo que se ha traducido en una importante subida de los tipos a 30 años. Este aumento de los vencimientos a largo plazo refleja la incertidumbre general sobre las finanzas públicas de algunos países, que probablemente frenará la predisposición de los inversores por la deuda pública, en particular por los vencimientos muy largos (gráfico 1). También podrían entrar en juego otros factores, como la actual reducción de los balances de los bancos centrales. Por último, la inclinación de la curva de rendimientos se produce en un momento en que la emisión de deuda pública seguirá siendo abundante, con importantes necesidades de refinanciación y nuevas inversiones públicas (sobre todo en defensa en Europa) que habrá que financiar.

Con un ciclo de relajación monetaria que toca a su fin en Europa, Canadá y el Reino Unido, y un mercado que prevé alrededor de tres a cuatro recortes de tipos por parte de la Reserva Federal (Fed) de aquí a finales de 2026, creemos que la trayectoria de las finanzas públicas en Europa y EE. UU. será el factor más importante para determinar la

tendencia de los tipos largos en 2026. De hecho, las primas de inflación y de crecimiento son actualmente relativamente estables y la hipótesis de base de una desaceleración moderada de la economía estadounidense parece estar bien descontado en los precios de los bonos estadounidenses. En este contexto, esperamos que la tendencia de *steepening* de la curva continúe, reduciendo así el atractivo de la deuda pública en una cartera equilibrada, especialmente porque su naturaleza defensiva disminuye a medida que aumenta la prima por plazo, lo que merma las ventajas de diversificar la exposición.

Gráfico 1 - La inclinación de las curvas de tipos de interés se ha acentuado en todo el mundo este año

Variación desde principios de año en puntos básicos (pb)



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Un riesgo de crédito aún moderado

De cara a 2026, ante los niveles tremendamente bajos de los diferenciales de crédito (o *spreads*), cercanos a los de 2007, así como las dos recientes quiebras (Tricolor y First Brand) en Estados Unidos, se plantea la cuestión del riesgo sistémico, así como la del contagio a las empresas de mayor calificación si un segmento de la deuda corporativa vinculado a préstamos y créditos privados se viera afectado por un aumento significativo de los impagos. Aunque es más difícil responder concretamente al riesgo sistémico vinculado al crédito privado, que por definición no está supervisado por los organismos reguladores, creemos que los recientes acontecimientos son en gran medida puntuales, específicos y es poco probable que representen la punta del iceberg de un ciclo global negativo. Los tipos más bajos y la importante refinanciación en los mercados de bonos de alto rendimiento y préstamos sindicados han reducido recientemente el riesgo



de impago a corto plazo, y nuevos recortes de tipos por parte de la Fed abaratarán aún más el coste de financiación de nuevos bonos. Las tasas de impago de los bonos y préstamos de alto rendimiento en 2024 fueron del 1,5% y el 4,5%, respectivamente, y del 1,4% y el 3,5% en los últimos doce meses. Son cifras muy reducidas en el caso de los bonos de alto rendimiento (la media a largo plazo de estos últimos se sitúa en torno al 3%) y muestran una tendencia a la baja en términos interanuales en el mercado de préstamos.

En cuanto a los riesgos de contagio del crédito apalancado al mercado de bonos de máxima calificación, los datos recientes tampoco son preocupantes. Los flujos hacia fondos y ETF (*Exchange Traded Funds*, o fondos cotizados) han sido sólidos y positivos durante varios meses. Esto sugiere que los inversores están distinguiendo entre segmentos, en lugar de preocuparse por el mercado en su conjunto. Además, las diferencias de precio relativas entre las distintas calificaciones también subrayan el hecho de que los inversores discriminan entre calidades crediticias. Así, los diferenciales entre las calificaciones CCC-B, CCC-BB y B-BB se encuentran en su nivel más alto desde hace casi tres meses, y los inversores centran sus preocupaciones en los niveles de calificación más bajos. En cambio, los diferenciales entre las calificaciones BBB-A y BB-BBB están en consonancia con las tendencias recientes.

Esto confirma que la preocupación por el riesgo de crédito en las categorías inferiores no debería afectar al crédito de alta calificación. En este contexto, mantenemos nuestra exposición estratégica a la deuda corporativa.

Las inversiones en IA también repercuten en el mercado de bonos corporativos

En 2025, la inversión financiada con deuda se aceleró y siguió dominando muchos segmentos de los mercados de crédito. Desde el auge de la temática de la IA en 2022, la mayor parte de la inversión de las grandes empresas tecnológicas se ha financiado con las abultadas reservas de tesorería de sus balances.

En los últimos trimestres, **la tendencia parece haber cambiado y los mercados de deuda desempeñan un papel cada vez más importante.** Este cambio puede observarse en muchos segmentos de los mercados de crédito: desde el mercado de ABS —donde las emisiones relacionadas con los centros de datos han alcanzado los 20.000 millones de dólares desde principios de 2025— hasta los mercados de crédito para empresas públicas y privadas, pasando por los acuerdos bilaterales de financiación de proveedores. Según Goldman Sachs, la emisión de bonos por parte de empresas directamente relacionadas con la IA ha supuesto hasta ahora 141.000 millones de dólares de emisión de deuda corporativa en 2025, por encima de la oferta bruta de 127.000 millones de dólares para todo 2024. Los emisores tecnológicos de este grupo representaron la mayor parte de esta oferta, con 86.000 millones de dólares, seguidos de los suministros públicos, con 51.000 millones.

Esperamos que esta tendencia continúe por dos razones. En primer lugar, los saldos de tesorería de las grandes empresas tecnológicas han disminuido considerablemente, hasta niveles casi equivalentes a los de los emisores con grado de inversión (IG). En segundo lugar, la predisposición a invertir sigue siendo fuerte, y se prevé que la inversión crezca un 50% interanual hasta 2026. En nuestra opinión, el impacto global en los mercados de crédito es negativo debido al aumento de la deuda total y a la disminución del ratio flujo de efectivo/deuda. Aunque todavía no hay motivos para alarmarse, en vista del elevado flujo de efectivo y los reducidos niveles de endeudamiento de las principales empresas tecnológicas, merece la pena seguir de cerca los cambios en la composición de la financiación de la inversión más allá de la liquidez. Por ejemplo, el sector tecnológico representa un sector importante para esta clase de activos, su ponderación en el índice *High Yield* de Bloomberg ha pasado del 6% al 11% desde 2015.

Además, el ritmo de avance de la inteligencia artificial determinará los ganadores y los perdedores en el universo empresarial, a medida que las nuevas herramientas de IA se desplieguen gradualmente en todas las economías del mundo. También influirán las disparidades sectoriales y regionales, como el acceso a la potencia de cálculo, los costes energéticos, la normativa y el entorno propicio a la innovación. Según un estudio de Moody's del 23 de septiembre de 2025, una integración gradual de la IA conducirá a una mejora de la eficiencia y los márgenes, sin alterar significativamente las jerarquías competitivas. En caso de progreso más rápido y sostenido, aumentará el riesgo de desplazamiento competitivo para las empresas que tardan en adaptarse, como explica el concepto de destrucción creativa del economista Joseph Schumpeter, y en este caso la discriminación dentro de los sectores crediticios debería ser más acentuada. Moody's cree que determinados sectores se beneficiarán de forma desproporcionada del despliegue de la IA.

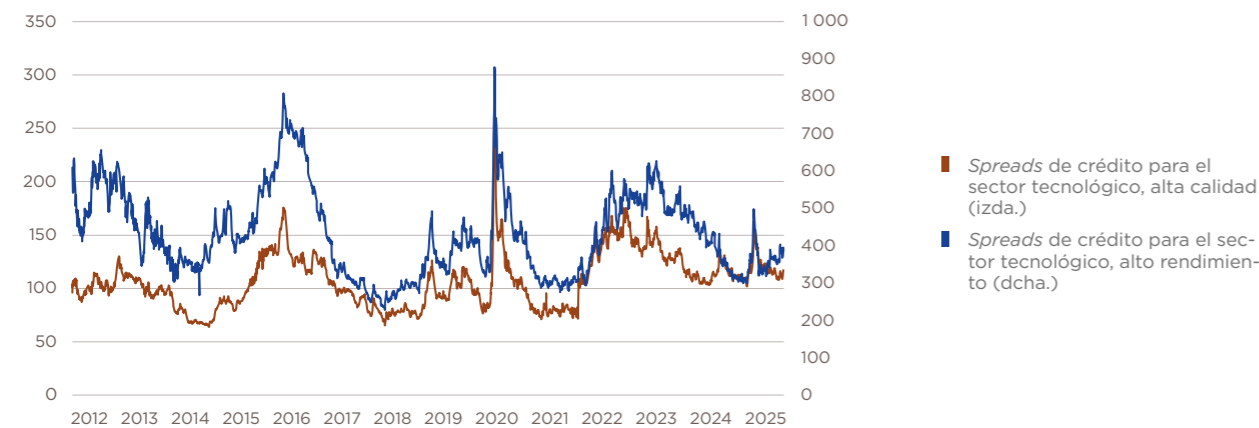
En ambos escenarios, integración rápida o más moderada, las mayores ventajas vinculadas a la IA se concentran en un número limitado de sectores. Entre ellos figuran los proveedores de tecnología, los sectores con gran intensidad de mano de obra, como los seguros, la logística y la externalización de procesos empresariales, y los sectores que manejan muchos datos, como las finanzas, la sanidad y los medios de comunicación. A la inversa, algunos sectores se enfrentan a límites estructurales en lo que respecta a las ventajas relacionadas con la IA.

No se espera que sectores como los suministros públicos, la industria farmacéutica, el petróleo y el gas, la industria pesada y las infraestructuras experimenten alteraciones u oportunidades significativas relacionadas con la IA de aquí a 2030, ni siquiera en un escenario de rápida evolución de sus capacidades. Esto se debe a la dinámica estructural de estos sectores, que se caracterizan por amplios ciclos de inversión e I+D.



Además, las disparidades regionales desempeñarán un papel importante en la distribución global de los beneficios de la IA. Las ventajas de la adopción de la IA no se repartirán uniformemente entre las regiones. Las diferencias en el entorno de innovación, los costes energéticos, la normativa y el acceso a la potencia de los procesadores determinarán el ritmo y la escala de implantación, generando así resultados crediticios divergentes en los distintos sectores. También es probable que las economías con una gran reserva de trabajadores digitales cualificados se beneficien de mayores mejoras de productividad. En cambio, las regiones con escasez de talento técnico podrían experimentar un retraso o una adopción parcial. **En este entorno tan cambiante y en constante evolución, creemos que la inversión en IA se ha convertido en un catalizador sostenible de la oferta de bonos corporativos, junto con las fusiones y adquisiciones.**

Gráfico 2 - La prima de riesgo exigida por los inversores a los emisores más endeudados del sector tecnológico ha aumentado
Diferenciales de rentabilidad (*spreads*) en puntos básicos (pb)



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Preferencias en deuda corporativa

Rami Boustany

Head of Fixed Income Credit Research - Global Investment Research

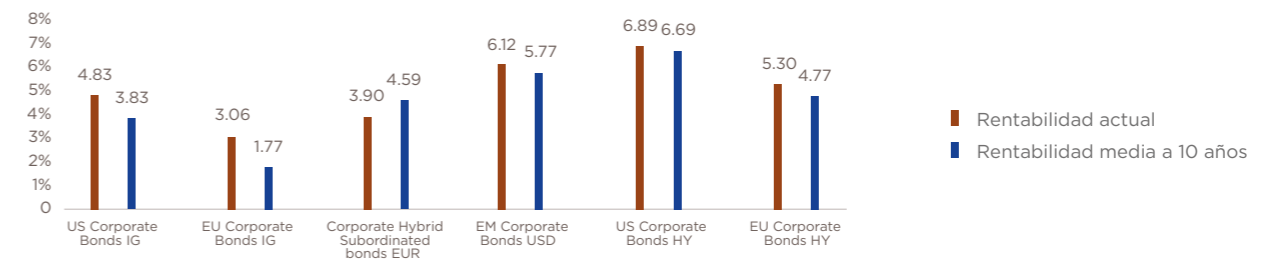
Dieter Van de voorde, CAIA, CQF, IFID

Senior Fixed Income Portfolio Manager

Los *spreads*¹ de la deuda corporativa llevan tres años cayendo, lo que invita actualmente a replantearse el atractivo de esta clase de activos. Aunque la debilidad de los *spreads* hacen que las valoraciones de los bonos sean vulnerables a cualquier aumento de la aversión al riesgo, las rentabilidades absolutas se mantienen por encima de su media histórica a diez años, ofreciendo así interesantes oportunidades de *carry*, gracias a unos tipos de interés que siguen siendo relativamente altos en EE. UU. y Europa.

Los bonos estadounidenses y europeos *de alta calidad* arrojan rentabilidades del 4,83% y el 3,06% respectivamente, frente a medias del 4,35% y el 2,65% en los últimos cinco años. Los bonos corporativos de alto rendimiento (*high yield*) y los de mercados emergentes registran actualmente rentabilidades entre 20 y 50 puntos básicos por debajo de sus medias a cinco años, aunque siguen superando sus medias a diez años.

Gráfico 1 - Rendimiento actual comparado con el rendimiento medio a 10 años de los distintos segmentos de renta fija, en porcentaje



Edmond de Rothschild, Bloomberg, a 07.11.2025

¹ En este caso, los diferenciales de crédito de los bonos respecto a los tipos de la deuda pública considerada segura.



Este nivel de los *spreads* refleja una **estabilización de las tasas de impago en niveles bajos** en los últimos años, sin expectativas de un aumento significativo a escala mundial. Esto se debe a la resiliencia de la economía mundial, al crecimiento de los beneficios empresariales y a la relativa solidez de sus balances. A medida que la inflación se acerca a los objetivos de los bancos centrales de Estados Unidos y Europa, tras el ajuste monetario de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) en 2024, los déficits presupuestarios de los gobiernos y el aumento de la deuda pública están incrementando el **riesgo de que las curvas de rendimientos se inclinen**, un factor que probablemente genere volatilidad en esta clase de activos.

Segmento *investment grade*

En este segmento damos preferencia a las grandes empresas con una sólida posición competitiva, una rentabilidad estable y una buena capacidad de generación de tesorería. En paralelo, estamos haciendo incursiones selectivas en sectores que aún se encuentran en el punto más bajo del ciclo económico con el fin de captar *spreads* más interesantes. Por ejemplo, algunos sectores ofrecen rentabilidades interesantes:

- **Fabricantes de automóviles líderes**, con balances sólidos, abundante liquidez y planes de reconversión creíbles para recuperar la competitividad en términos de gama de modelos y estructura de costes.
- **Empresas químicas** con sólidos indicadores crediticios, negocios diversificados y producción ubicada parcialmente en regiones con menores costes energéticos y de materias primas que Europa, como Estados Unidos. Mantenemos la cautela sobre los títulos de crédito con riesgo de degradación a *high yield*.
- **Empresas de telecomunicaciones** con una oferta diversificada a sus clientes, amplias cuotas de mercado e indicadores crediticios estables a pesar de los elevados niveles de inversión.
- **Sectores en los que la deuda es elevada pero sostenible** gracias a una sólida rentabilidad y una buena visibilidad sobre los beneficios, a menudo garantizadas por una regulación favorable o contratos a largo plazo: **infraestructuras** (concesiones de autopistas, aeropuertos, torres de telecomunicaciones), **inmobiliario**, **suministros públicos** (distribución y transporte de gas y electricidad), **generación eléctrica** y **energías renovables**.

Los **grandes bancos sistémicos europeos y estadounidenses** mantienen su atractivo en la calificación *investment grade*, y ofrecen rentabilidades altas pese a su elevada capitalización. La prima de riesgo refleja una estructura de capital compleja, asociada a bonos con cláusulas *bail-in* que permiten el rescate interno sin ayuda exterior.

Mercados emergentes

Las empresas de los mercados emergentes siguen la tendencia general del mercado de bonos, con ratios de crédito relativamente sólidos, aunque los *spreads* se encuentran en mínimos históricos. Este segmento puede incorporarse a las carteras para mejorar la rentabilidad y la diversificación, con sujeción a una mayor tolerancia al riesgo. Ante las disparidades económicas y políticas entre los mercados emergentes y entre estos últimos y los desarrollados, la selección de bonos debe ser rigurosa. Los criterios aplicables a las empresas de alta calidad en los mercados desarrollados también se aplican aquí, con especial atención a algunos puntos clave:

- **Riesgo de divisas reducido o estructura de costes principalmente en moneda local** con tendencia a depreciarse, junto con ingresos elevados en moneda fuerte.
- **Capacidad para repercutir la inflación.**
- **Fundamentales sólidos** e independientes de cualquier ayuda estatal.
- Actividades en **sectores estratégicos** para su país.

Así, los sectores que priorizamos son:

- **Empresas públicas** que monopolizan la extracción de materias primas (**petroleras integradas, minas de hierro, oro, fosfatos**) en Latinoamérica, Asia central o el norte de África.
- **Suministros públicos**, especialmente distribución y transmisión de electricidad, que se benefician de una regulación favorable y de posiciones sólidas, principalmente en la península arábiga, pero también en Europa del Este y Latinoamérica.
- Empresas exportadoras, excepto en mercados donde la moneda local se está apreciando en términos reales (Turquía), o grandes multinacionales. Estas compañías operan en ámbitos como el **cemento, el aeroespacial, las aerolíneas** o los **operadores portuarios**.
- **Bancos nacionales sistémicos.**
- **Empresas inmobiliarias** con balances saneados en los países del Golfo.



Segmento de bonos «híbridos» subordinados

Este segmento también ofrece oportunidades de *carry*, aunque con instrumentos complejos. Su rentabilidad es superior a la de los bonos sénior (+60 puntos básicos en dólares y +90 en euros), lo que se justifica por un mayor nivel de riesgo:

- Estos instrumentos están subordinados, lo que reduce considerablemente el valor residual en caso de impago.
- Los cupones pueden aplazarse.
- Su vencimiento real es incierto, pero los emisores disponen de varias fechas de rescate posibles.

Estos bonos híbridos suelen ser emitidos por empresas con un modelo de negocio defensivo, que ocupan posiciones monopolísticas (**distribución y transporte de electricidad y gas**), sujetas a regulación y a contratos a largo plazo que garantizan la recuperación de las inversiones y la compensación frente a la volatilidad de los precios de las materias primas en el *midstream* (**oleoductos, gasoductos**). También abarcan los sectores de la **generación eléctrica, proyectos de energías renovables, telecomunicaciones y empresas petroleras integradas** con posiciones dominantes en entornos competitivos racionales.

Segmento high yield

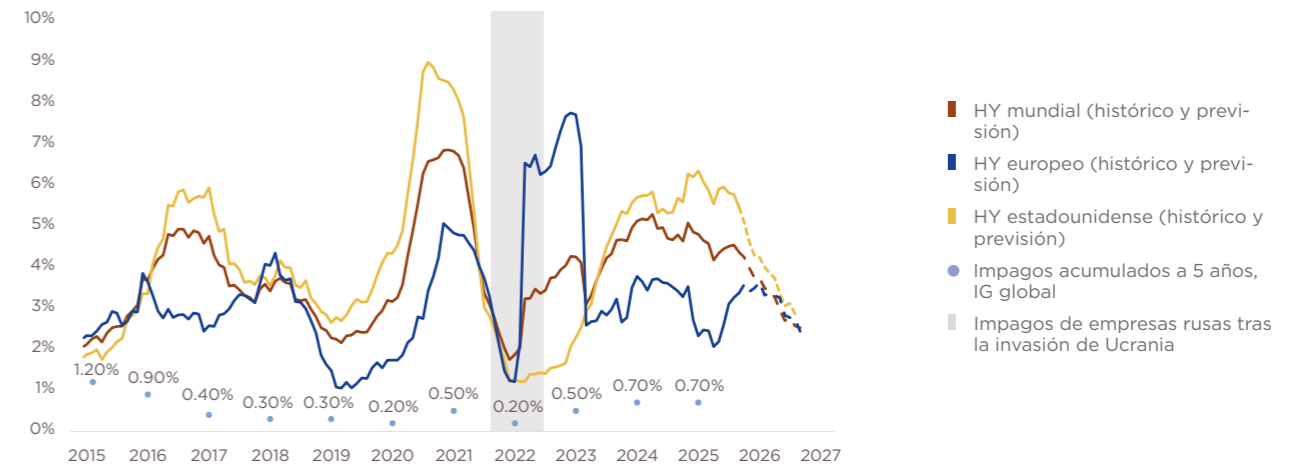
Para los inversores con tolerancia al riesgo, la exposición al segmento de alto rendimiento o *high yield* puede mejorar la rentabilidad de la cartera. Aquí, los *spreads* también son ajustados, con indicadores crediticios más sólidos que en los últimos cinco años, pero la calidad de los balances y los resultados de explotación son menos homogéneos que en el segmento *investment grade*, lo que impone una estricta selectividad. En el segmento europeo del alto rendimiento, las áreas de interés abarcan:

- **Los fabricantes de equipos de automoción**, ante los elevados costes de la energía, la ralentización de las ventas de coches eléctricos en Europa y la pérdida de cuota de mercado en China. Nos centramos en los **fabricantes de equipo franceses** que han logrado reducir costes, reposicionar sus negocios y mantener unos indicadores crediticios sostenibles a pesar de la ausencia de crecimiento de los ingresos.
- **Las telecomunicaciones**, donde el endeudamiento es elevado. Preferimos a los operadores con mejor calidad de red y una posición competitiva sólida gracias a la cobertura 5G y al desarrollo de la fibra óptica, al tiempo que mantenemos la cautela sobre aquellos que tienen dificultades para revertir la caída del número de abonados.

- **Las empresas líderes en mercados fragmentados**, que logran crecer mediante frecuentes adquisiciones de competidores más pequeños y obtener mayores márgenes gracias a las sinergias acumuladas. Estas empresas operan en el **alquiler de equipos para la construcción o generación móvil de energía, el tratamiento de residuos, o los servicios de ingeniería**.

Los activos de renta fija contribuyeron a la rentabilidad gracias a un *carry* que continúa siendo atractivo. A pesar de los bajos diferenciales de crédito y el riesgo de que las curvas de rendimientos se inclinen, los riesgos se ven mitigados por una previsión de tasas de impago contenidas.

Gráfico 2 - Tasa de impago acumulada en 12 meses de las empresas high yield y tasa de impago acumulada a 5 años de las empresas mundiales de alta calidad (IG), en porcentaje del número de emisores



Edmond de Rothschild, Moody's



Fotografía de Ludovic Minet, Four Seasons Hotel,
Megève, Francia.

Mercados privados



Situación actual del mercado del capital riesgo y sus perspectivas

Matthieu George, CFA

Private Equity - Head of Portfolio Management

Para anticipar cómo evolucionarán los mercados privados durante el resto de la década, es esencial evaluar los factores cíclicos que actualmente influyen en ellos. Las distribuciones de los fondos de capital riesgo (*Private Equity* o PE) a sus socios comanditarios (*Limited Partners* o LP) han sido escasas últimamente, lo que ha reducido el entusiasmo, o la capacidad, de los inversores para invertir en nuevos fondos. Esta situación contrasta en gran medida con la actividad observada en 2021, cuando estaban en vigor las medidas de estímulo vinculadas a la COVID-19.

Sin embargo, el ritmo se ha ralentizado considerablemente tras el ajuste de la política monetaria en 2022. Los flujos de capitales alcanzaron niveles más moderados. Uno de los principales factores de esta ralentización es la dificultad experimentada por los gestores de fondos para lograr salidas acordes con sus expectativas, en vista de las condiciones del mercado. En consecuencia, los gestores optan por mantener sus activos durante más tiempo en lugar de venderlos a un precio más bajo, lo que se traduce en menos salidas y una mayor duración de los fondos.

Aunque las rentabilidades se mantienen estables, el mercado de capital riesgo se ha enfriado... Y 2026 debería ser un año de transición Tras tres años de salidas limitadas y distribuciones netas negativas, el capital riesgo se reorganizó en 2025. Las cifras en dólares de las fusiones y adquisiciones fueron buenas, pero el número de operaciones cuenta una historia diferente: las megaoperaciones ocultan un total mundial en mínimos desde 2005¹.

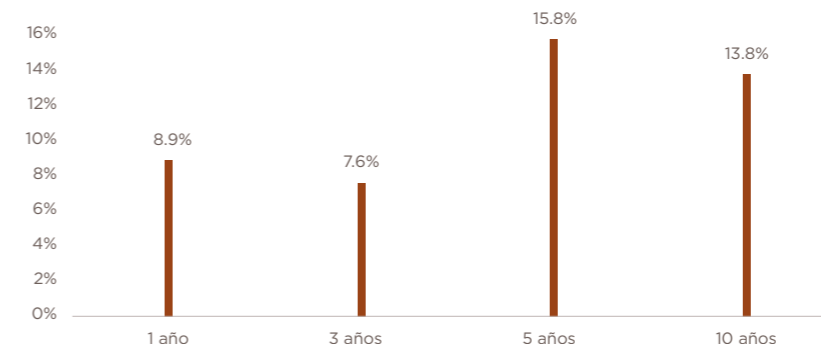
Las distribuciones a los inversores continuaron siendo escasas, lo que reforzó la ralentización de la captación de fondos y empujó a los gestores de fondos (GP) hacia herramientas alternativas de liquidez. Con todo, **la rentabilidad subyacente del capital riesgo mantuvo su solidez y las valoraciones de las operaciones «razonables», sentando así las bases para una normalización progresiva en 2026.**

Rentabilidad

A largo plazo, los índices de referencia siguen arrojando rentabilidades netas de dos dígitos para las estrategias de *buy out* y de capital riesgo en general, con unas tasas internas de rentabilidad (TIR²) a cinco y diez años para estas clases de activos del 15,8% y el 13,8%, respectivamente³ (gráfico 1). En periodos más cortos, como a un año, el capital riesgo ha registrado peores resultados que los mercados públicos. Pero, en primer lugar, hay que recordar que este mercado es intrínsecamente a largo plazo y, en segundo lugar, que el capital riesgo superó considerablemente la rentabilidad de las acciones cotizadas durante la recesión de 2022 y, por tanto, está en proceso de armonización de su perfil de rentabilidad.

Las valoraciones han venido mejorando hasta mediados de 2025, momento del que datan los últimos datos, lo que confirma lo que estamos viendo: **la creación de valor operativo y las fusiones y adquisiciones siguen produciéndose incluso cuando las salidas son lentas.** Aunque estas cifras no garantizan resultados a corto plazo, ayudan a explicar por qué **muchos LP mantienen sus ponderaciones objetivo.**

Gráfico 1 - Tasas internas de rentabilidad (TIR) mundiales de las estrategias de *buy-out*, acumuladas a lo largo del periodo



Edmond de Rothschild, MSCI a 30.06.2025

Captaciones de fondos

Preqin, empresa de estudios especializada en mercados privados, señala que el mercado está menos restringido que en 2023-2024, ya que el efecto denominador se está disipando y las distribuciones empiezan a repuntar. En el capital riesgo, este efecto se produce cuando el valor total de la cartera cotizada de un inversor disminuye, por ejemplo debido a una caída de los mercados, como en 2022, pero el valor de las inversiones no cotizadas permanece estable. Esto aumenta el porcentaje de PE en la cartera, lo que puede requerir ajustes para

¹ Datos a finales de junio de 2025

² Un indicador de rentabilidad para fondos cerrados

³ Según el informe MSCI Private Capital Benchmarks para las estrategias de capital transmisión en el segundo trimestre de 2025.



cumplir los objetivos de asignación. No obstante, las captaciones de fondos sigue siendo relativamente lentas. A pesar de ello, nos encontramos con algunos gestores que aún consiguen recaudar miles de millones de dólares en fondos sobresuscritos, alcanzando su capacidad máxima en solo unos meses y con un único *closing*⁴.

Es probable que la captación de fondos a escala mundial en 2026 se mantenga por debajo de los máximos alcanzados antes de 2022, y que los activos gestionados se concentren en gestores capaces de demostrar un profundo conocimiento del sector y de crear valor de forma reiterada y credibilidad en términos de liquidez. **Los canales de gestión patrimonial privada deberían seguir ampliando el acceso a esta clase de activos.**

Actividad y valoración de las operaciones

El valor global de las fusiones y adquisiciones ha aumentado más rápido que el número de operaciones en lo que va de 2025, con un resurgimiento de las megaoperaciones. **Sin embargo, los precios parecían razonables:** en la primera mitad del año, la mediana de los múltiplos de compra en Estados Unidos se acercaba a su media a diez años. Los precios siempre dependen de los costes de financiación y de la sostenibilidad de los beneficios.

Salidas y liquidez

Las salidas continúan siendo el principal obstáculo. Su valor total en 2025 (últimas cifras del primer semestre) se benefició de algunas operaciones excepcionales, pero el número de empresas vendidas registró su nivel más bajo desde hace varios años; las ventas a actores estratégicos y las operaciones entre fondos de inversión dominaron la actividad, mientras que las OPV contribuyeron de forma ocasional.

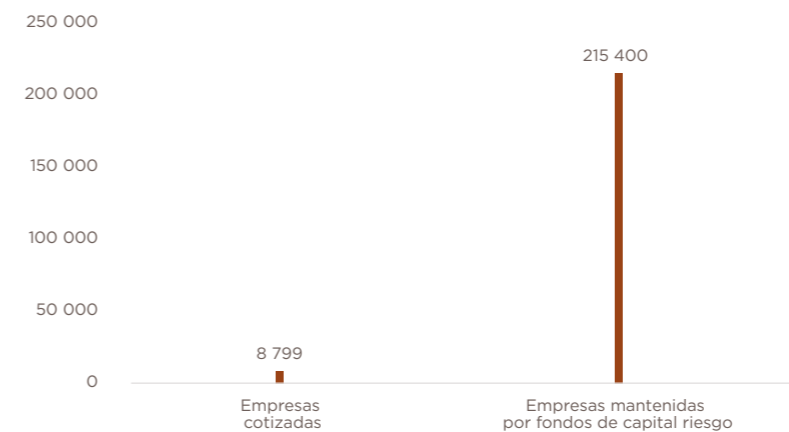
En consecuencia, los GP recurrieron en mayor medida a los vehículos de continuación (CV⁵) y a la financiación a nivel de cartera. Alpinvest, uno de los principales asignadores de activos del mercado privado, calcula que los CV representan actualmente en torno al 13% de las salidas de operaciones de capital transmisión. En este sentido, los fondos de fondos de capital riesgo han sido testigos de varios acontecimientos de liquidez en los últimos dos años y coincidimos en que los CV se han convertido en una opción importante para obtener liquidez. Si bien la reducción de los diferenciales entre precios de compra y venta es crucial para reactivar las salidas, un contexto macroeconómico favorable es igualmente importante para que las empresas en cartera alcancen sus presupuestos, una consideración clave para los compradores potenciales.

⁴ En el capital riesgo, el *closing* es la fase final de una operación, ya se trate de una captación de fondos o de la venta de una empresa.

⁵ Los *continuation vehicles* permiten prolongar el mantenimiento de un activo para maximizar su valor, al tiempo que ofrecen una oportunidad de liquidez a los inversores que deseen retirar su participación. El antiguo fondo vende el activo a un nuevo vehículo creado específicamente para este fin, a un precio fijado por un inversor secundario. Los inversores del antiguo fondo deciden si quieren reinvertir en el nuevo vehículo junto con el consorcio formado por el inversor secundario.

En 2026, estos mecanismos para convertir parte del valor de las empresas en cartera en liquidez sin obligar a los GP a deshacerse de ellas deberían seguir siendo muy populares. Su utilización dependerá de la confianza de los fondos en la futura creación de valor de estos activos. Por tanto, el creciente ecosistema del mercado secundario debería seguir absorbiendo las necesidades de liquidez.

Gráfico 2 - Número de empresas que cotizan en bolsa frente a empresas con fondos de capital riesgo como accionistas



Edmond de Rothschild, MSCI

¿Y ahora qué?

Llamar «alternativos» a los mercados privados resulta algo anacrónico, ya que se están convirtiendo en parte esencial para la estructuración de una cartera sólida. Estos mercados ya no son «de nicho» o «alternativos»: son el **segmento con más creación de valor, ya que las empresas permanecen en terreno privado más tiempo y representan una mayor parte del universo de inversión** (gráfico 2). Al mismo tiempo, los mercados públicos han envejecido, ya que cada vez cotizan menos empresas nuevas, se han concentrado más y están más correlacionados, lo que reduce las ventajas de la diversificación. La correlación entre la renta variable y la renta fija se ha tornado menos fiable como herramienta para absorber los envites.

En este contexto, una asignación moderada (por ejemplo, del 20%) a activos privados puede mejorar la calidad de una cartera: el capital riesgo para mejorar los rendimientos mediante una participación activa y palancas operativas para la creación de valor y activos reales para la diversificación. Esto no quiere decir que los activos privados



siempre obtengan mejores resultados en periodos cortos, sino que tienen la capacidad de aumentar los factores que impulsan la rentabilidad de una manera que los mercados públicos ya no son capaces de hacer tan eficazmente. Además, las rentabilidades de las estrategias de capital riesgo están más impulsados por la **creación de valor específico** que por la beta del mercado, lo que resulta interesante en vista del aumento de los movimientos sincronizados en la renta variable cotizada.

Si nos centramos específicamente en el próximo año, **2026 parece perfilarse como un «año crucial»** con perspectivas plausibles en ambas direcciones. Las pruebas disponibles apuntan moderadamente hacia un resultado positivo.

Durante el resto de la década, **esperamos un repunte en el volumen de salidas que debería ayudar a lanzar un nuevo ciclo en el capital riesgo y en los mercados privados en general.** Entre los escenarios susceptibles de desencadenar este nuevo ciclo cabe citar una bajada de los tipos de interés de referencia, una convergencia continuada de las valoraciones de los activos entre compradores y vendedores, un contexto macroeconómico más favorable que permita a las empresas en cartera alcanzar sus previsiones presupuestarias y un cambio estructural continuado en las asignaciones de los mercados públicos a los privados.



Detalle, salas del banco, Ginebra, Suiza.

Mercado de divisas



Retos en el mercado de divisas para 2026

Jean-Marc Guillot
Group Treasurer

En los mercados de divisas y metales preciosos, 2025 estuvo caracterizado por un alto nivel de incertidumbre debido a la naturaleza errática de las políticas de Donald Trump. Desde su llegada al poder, el nuevo inquilino de la Casa Blanca ha generado una serie de sorpresas e idas y venidas en sus decisiones, tanto en el plano económico como en su soñado papel de pacificador en los conflictos Israel-Palestina y Rusia-Ucrania. Tampoco ha descuidado un intervencionismo asertivo y un intento de suprimir la autonomía en sus relaciones con la Reserva Federal (Fed).

El resto del mundo no fue una excepción a la regla de la incertidumbre. Los diversos episodios de inestabilidad política en Francia, en un contexto de creciente endeudamiento se dejaron sentir en el euro. Japón ha experimentado una gran transformación política, cuyo impacto aún no se ha evaluado. Suiza, por su parte, tiene que hacer frente a unos aranceles del 39% y al atractivo de su moneda como activo refugio. Todo apunta a que este entorno continuará en 2026, lo que exige vigilancia y capacidad de respuesta en la gestión del riesgo de divisas.

Estados Unidos: amenazas vinculadas a la inflación

En Estados Unidos, la Fed inició en septiembre un ciclo de relajación monetaria. En el momento de escribir estas líneas, el mercado prevé unos tipos del 3%, frente al 4% del final del primer semestre de 2026. Aunque respaldado por la ralentización constatada en el mercado laboral, este escenario sigue siendo hipotético. De hecho, la inflación nunca ha regresado al nivel de equilibrio deseado del 2% de subida anual de los precios. Más bien todo lo contrario, el índice de precios al consumo empezó a repuntar en el verano de 2025 y pasó del 2,6% al 2,7%, y luego al 2,9%. Las numerosas barreras fiscales impuestas por el Gobierno de Trump a las importaciones de bienes procedentes de países extranjeros representan costes adicionales, no todos absorbidos ni por el exportador ni por el importador. El cliente final, el ciudadano estadounidense, también se ve afectado. La transmisión no es inmediata, pero el riesgo de un repunte de la inflación es muy tangible y podría llevar a la Fed a replantearse su política acomodaticia.

Por último, aunque el estatus del dólar estadounidense como moneda de reserva está abierto a debate, es probable que siga siéndolo a medio plazo, en ausencia de alternativas creíbles y de liquidez suficiente para los bancos centrales extranjeros y los inversores internacionales.

Europa: la zona euro, debilitada por el riesgo de Francia

La inestabilidad política en Francia, la sucesión de primeros ministros y las interminables concesiones presupuestarias financiadas con una deuda abismal han llevado a las agencias de calificación a rebajar la nota crediticia del país, aumentando con ello los costes de financiación. El riesgo de Francia pesa sobre la zona euro e influye en el tipo de cambio de la moneda única. Aunque la unidad mostrada frente a la amenaza rusa mediante el aumento del gasto militar ha contribuido a apuntalar al euro, el riesgo presupuestario francés está limitando el interés de los compradores por la moneda única. El mercado tiene pocas expectativas sobre la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y prevé tipos estables en el 2% para los próximos 24 meses, con un ligero riesgo de un último recorte de 25 puntos básicos si la economía lo justifica. Esta estabilidad de los tipos de interés europeos, junto con el riesgo de una revisión de las expectativas bajistas en Estados Unidos, hace prever una estabilización del tipo EUR/USD en torno a 1,15.

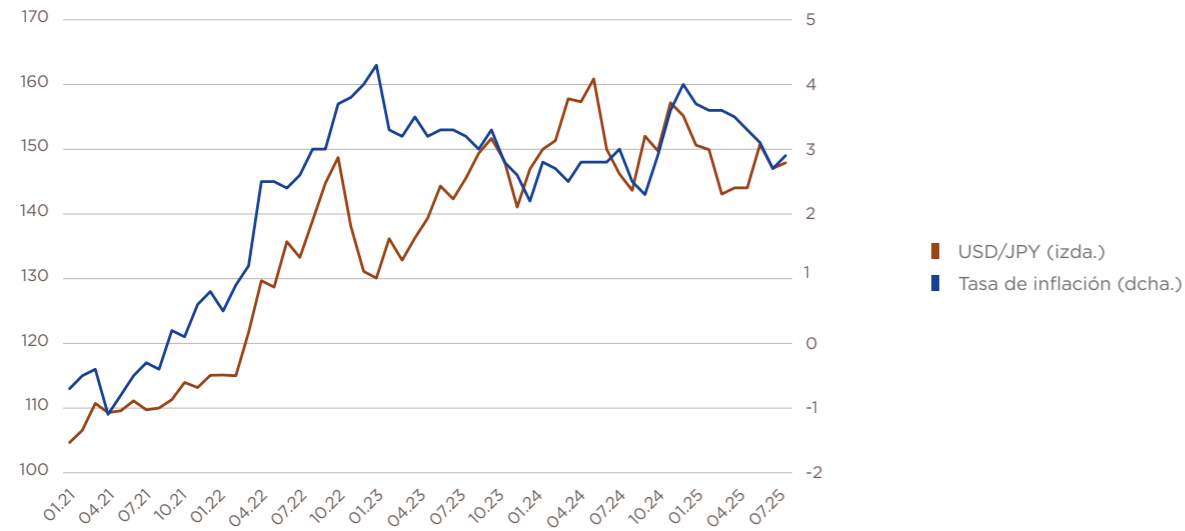
Japón: ¿el yen pierde valor?

En Japón, la transición al frente del Partido Liberal Democrático ha llevado a Sanae Takaichi, de 64 años, a convertirse en la primera mujer que ocupa el cargo de primera ministra del archipiélago. Esta ha mostrado una clara voluntad de reducir la presión del coste de la vida sobre su electorado elaborando un nuevo plan económico y asignando un presupuesto especial. Sin embargo, las asignaciones financieras exentas de tributación y otros recortes de impuestos tendrán que financiarse, muy probablemente aumentando la deuda nacional mediante nuevas emisiones de JGB (bonos del Tesoro japoneses). Estas medidas van en contra del ajuste monetario gradual llevado a cabo por el Banco de Japón bajo el mandato del ex-primer ministro Kazuo Ueda para combatir la inflación, que sigue siendo demasiado elevada (en el 2,9% anualizado).

El principal riesgo para el yen es una pérdida de valor por decisiones gubernamentales, con la posibilidad de volver a probar la zona de 155/160 frente al dólar estadounidense. Dado que una moneda débil aumenta el riesgo de inflación importada, es muy probable que el Ministerio de Economía vuelva a intervenir en el mercado para contener el movimiento. Esto, combinado con el mantenimiento de la actual política monetaria restrictiva, debería permitir al yen estabilizarse en torno a 140/145 frente al dólar a medio plazo.



Gráfico 1 - La aceleración de la inflación ha ido acompañada de una depreciación del yen en Japón

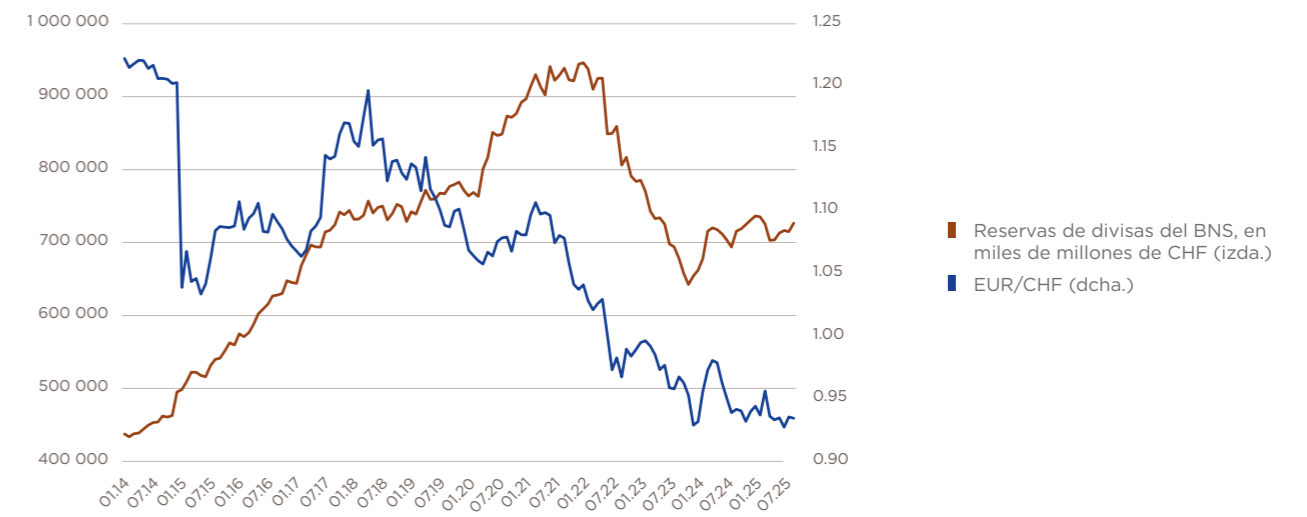


Edmond de Rothschild, Bloomberg

Suiza: una resistencia impresionante

Suiza, penalizada por los aranceles estadounidenses fijados inicialmente en un 39 % y la presión sobre el sector farmacéutico, sigue mostrando una impresionante resistencia y una sorprendente capacidad de adaptación. El alto valor añadido de sus productos de exportación y, para algunos de ellos, la ausencia de productos sustitutos, siguen jugando a su favor. El Banco Nacional Suizo (BNS) ha situado su tipo de interés de referencia en el 0% con el fin de disuadir a los inversores internacionales que buscan seguridad de mantener demasiados francos, pero también para respaldar el crecimiento del país. Con todo, el franco suizo cotiza a niveles elevados. Los puntos de soporte críticos se sitúan en 0,92 en el EUR/CHF y en 0,78 en el USD/CHF. Por debajo de estos niveles, la intervención del BNS parece probable, a través de dos palancas diferentes. En primer lugar, es probable que el BNS se centre en seguir aumentando sus reservas mediante compras de activos en moneda extranjera. A continuación, podría volver a plantearse tipos negativos, a pesar de los efectos perjudiciales que esto tendría sobre el sector de la previsión profesional y sobre una parte del sector financiero. El efecto probable de estas medidas es una estabilización, seguida de una ligera caída del franco hasta situarse entre 0,96 y 0,84 a medio plazo.

Gráfico 2 - El BNS podría debilitar su moneda interviniendo en el mercado de divisas



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Aviso

El presente documento ha sido publicado por Edmond de Rothschild, carece de valor contractual y se ha diseñado exclusivamente a efectos informativos. Queda prohibida la comunicación de este documento a personas en países en los que constituya una recomendación, una oferta de productos o servicios o una solicitud y en los que, como consecuencia, su comunicación pudiera contravenir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables. Este documento no ha sido revisado ni aprobado por un regulador de algún país o territorio. Las cifras, comentarios, opiniones y/o análisis que figuran en el mismo reflejan la opinión de Edmond de Rothschild sobre las tendencias del mercado, sobre la base de su experiencia, sus análisis económicos y la información que obra en su poder en la fecha de preparación de este documento, y están sujetos a cambios en cualquier momento sin previo aviso. Es posible que ya no sean exactos o pertinentes en el momento de su publicación, sobre todo teniendo en cuenta la fecha de preparación de este documento o la evolución de los mercados. Este documento está destinado únicamente a proporcionar información general y preliminar a las personas que lo consulten y no debe utilizarse como base para ninguna decisión de inversión, desinversión o conservación. La responsabilidad de Edmond de Rothschild no se verá comprometida en ningún caso por una decisión de inversión, desinversión o conservación adoptada sobre la base de dichos comentarios y análisis. Por tanto, Edmond de Rothschild recomienda a todos los inversores que obtengan las distintas descripciones reglamentarias de cada producto financiero antes de invertir, con el fin de analizar los riesgos asociados y formarse su propia opinión con independencia de Edmond de Rothschild. Se recomienda obtener asesoramiento independiente de profesionales especializados antes de realizar cualquier transacción basada en la información contenida en este documento, en particular para asegurarse de que la inversión es adecuada para su situación financiera y fiscal. Los resultados y la volatilidad pasados no son indicativos de los resultados y la volatilidad futuros, no son constantes en el tiempo y pueden verse afectados de forma independiente por las variaciones de los tipos de cambio. Fuentes de información: salvo indicación en contrario, las fuentes utilizadas en este documento son las del grupo Edmond de Rothschild. Queda prohibida la reproducción o uso total o parcial de este documento y de su contenido sin la autorización de Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild – Todos los derechos reservados

Director de la publicación: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Redactor jefe: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordinadora de edición: Ariane Girouard
Redacción finalizada el 24 de noviembre de 2025
Diseño: Valentine Simonini
Imágenes: Edmond de Rothschild

www.edmond-de-rothschild.com

