

# Outlook & Convictions

Banca privada #14



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

Publicación

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: Arianne Girouard  
Redacción finalizada el 30 de junio de 2025  
Creación y realización: Julien Currat, Valentine Simonini, Camille Guaine  
Imágenes: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock

|                                                                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Editorial                                                                                                               | 4  |
| por <b>Nicolas Bickel, CFA</b>                                                                                          |    |
| Macroeconomía                                                                                                           | 9  |
| por <b>la doctora Mathilde Lemoine</b>                                                                                  |    |
| El efecto Trump: un altavoz de la desaceleración del crecimiento mundial                                                |    |
| Materias primas                                                                                                         | 15 |
| por <b>el doctor Manuel Maleki</b>                                                                                      |    |
| El mercado del petróleo en 2025: incertidumbres geopolíticas, recom-<br>posición de la oferta y volatilidad persistente |    |
| Renta variable mundial                                                                                                  | 21 |
| por <b>Hervé Prettre</b>                                                                                                |    |
| Mercado de renta variable: la confianza predomina sobre los fundamentales                                               |    |
| Renta variable suiza                                                                                                    | 25 |
| por <b>Michel Leblanc</b>                                                                                               |    |
| Mercado suizo: estabilidad local, potencia mundial                                                                      |    |
| Europa                                                                                                                  | 29 |
| por <b>Hervé Prettre y Darius Bakhtari</b>                                                                              |    |
| Bancos europeos: siguen viento en popa,<br>con la perspectiva de una unión bancaria                                     |    |
| por <b>Anthony Penel y Caroline Gauthier</b>                                                                            |    |
| «Si no se ocupa de la geopolítica, la geopolítica<br>se ocupará de usted. »                                             |    |
| Artículo especial                                                                                                       | 37 |
| por <b>Eric de Teissières, Nadjat Hamrouni y Anthony Toupin</b>                                                         |    |
| Las ciudades del futuro: revolución urbana y oportunidades de inversión                                                 |    |
| Renta Fija                                                                                                              | 45 |
| por <b>Guilhem Savry</b>                                                                                                |    |
| Una mayor incertidumbre económica que no beneficia a la deuda pública                                                   |    |
| Deuda pública estadounidense                                                                                            | 51 |
| por <b>Guilhem Savry y Gary Girault</b>                                                                                 |    |
| Deuda pública estadounidense: ¿Pilar estructural o fuente de vulnerabilidad?                                            |    |
| Mercado de divisas                                                                                                      | 57 |
| por <b>Jean-Marc Guillot</b>                                                                                            |    |
| ¿El fin del dólar como valor refugio?                                                                                   |    |



## Editorial



**Nicolas Bickel**  
Group Head of Investment  
Private Banking & CIO

Nunca antes había habido tantos conflictos geopolíticos y tensiones comerciales simultáneas desde el fin de la Guerra Fría. Aunque la economía mundial está aguantando, estos acontecimientos crean nuevas incertidumbres y requieren que tomemos más precauciones en nuestras decisiones de inversión. En un entorno tan incierto y cambiante, no se trata de predecir cada movimiento del mercado, sino de adaptarse correctamente.

El giro extremo de los mercados de renta variable, en el que las acciones cayeron más de un 15% en apenas un mes y repuntaron otro tanto en tan solo 10 días entre abril y mayo, es un buen ejemplo de ello. Nuestras decisiones de inversión en renta variable, reforzadas a principios de abril con una preferencia en bolsas americanas y europeas, resultaron muy rentables para nuestras carteras.

Queda una pregunta: ¿la corrección fue excesiva, o el repunte refleja un exceso de optimismo, vinculado al aumento de los indicadores de confianza, tras los múltiples cambios de dirección del gobierno estadounidense?

En el plano macroeconómico, las estadísticas estadounidenses confirman una ralentización, aunque no señalan una recesión. Si bien el PIB (producto interior bruto) se contrajo en el primer trimestre en Estados Unidos, el mercado laboral sigue siendo sólido. La confianza de los consumidores y de las empresas repuntó con fuerza gracias a la tregua decretada sobre los aranceles. La temporada de publicación de resultados empresariales terminó con una nota positiva, con un sólido crecimiento de los beneficios y unas previsiones globalmente mantenidas. Además, la Cámara de Representantes votó finalmente el esperado anuncio de recortes fiscales en Estados Unidos.

En Europa, la continua desaceleración de la inflación y el crecimiento al final ligeramente superior a las expectativas aunque aún débil permitieron al Banco Central Europeo proceder a su octavo recorte de tipos el pasado 5 de junio. En China, el riesgo de deflación aún presente y los efectos negativos de la guerra comercial deberían multiplicar las medidas de apoyo fiscal y monetario. Además, las ventas minoristas chinas de mayo repuntaron gracias a las subvenciones para la compra de determinados productos.

En este contexto, y tras haber estado rezagada en el primer trimestre, la renta variable estadounidense volvió a superar al resto de los mercados desde principios del segundo trimestre, sobre todo gracias a la contribución del sector tecnológico. Este continuó impulsado por unas excelentes publicaciones de resultados. La renta variable estadounidense vuelve a registrar valoraciones muy elevadas, con 22 veces los beneficios previstos, es decir, más de un 35% por encima de la media de los últimos veinte años.

Más allá del repunte de la renta variable, que no parece haberse visto impactado por los recientes aumentos de las tensiones geopolíticas, varias tendencias recientes han trastocado las convicciones de los inversores. Una de las más destacadas es la del dólar, que ha perdido más del 10% desde principios de año frente a las principales divisas. El índice del dólar (que mide el dólar frente a una cesta de monedas) se encontraba en su nivel más bajo en casi dos años al día siguiente del inicio del conflicto entre Irán e Israel.

La posición del dólar y del Tesoro de Estados Unidos se ha basado durante décadas en los pilares fundamentales de la confianza en Estados Unidos y la estabilidad de su moneda, su paraguas militar y la aplicabilidad del Estado de derecho en el país. Ahora bien, desde que Trump está en la Casa Blanca, estos cuatro pilares han sido constantemente sacudidos y siguen siéndolo. Esto no apunta a una reanudación de la demanda de dólares y de los bonos del Tesoro estadounidense, lo que debería seguir lastrando los tipos a largo plazo y el dólar.

Sin embargo, en este momento, la condición de moneda refugio del dólar y la calidad histórica de activo «sin riesgo» de los bonos del Tesoro de Estados Unidos parecen estar lejos de ser cuestionados a largo plazo. De hecho, más del 70% de las transacciones comerciales mundiales siguen realizándose en dólares estadounidenses y el mercado de deuda estadounidense sigue siendo el más líquido. Este último sigue gozando del apoyo y de la independencia de la Reserva Federal estadounidense (Fed), a pesar de los intentos de desestabilización del gobierno de Trump, y sigue siendo de muy alta calidad en comparación con muchos países desarrollados.

En este momento, los movimientos de diversificación de los inversores al margen de los activos estadounidenses parecen tener más impacto en el dólar que en las acciones estadounidenses. Pese a las elevadas valoraciones y a la exposición directa a numerosas incertidumbres



políticas a corto plazo, siguen siendo más o menos interesantes. Para un inversor que busque exposición al sector tecnológico, Estados Unidos sigue siendo ineludible y la capacidad de las empresas estadounidenses para generar un crecimiento de los beneficios y márgenes importantes no nos parece en entredicho de momento.

Al mismo tiempo, aunque la dinámica de crecimiento es inferior a la de Estados Unidos, la renta variable europea también sigue siendo muy interesante, sobre todo con unas valoraciones más moderadas, unos tipos bajos y una recuperación del crecimiento, especialmente gracias al repunte del crédito a los consumidores y las empresas, así como a programas públicos como el plan de infraestructuras alemán y el plan “ReArm” de la unión europea.

El oro, que se beneficia de flujos considerables desde hace varios años, continúa su progresión. El aumento de las tensiones geopolíticas y los movimientos de diversificación de las reservas de divisas de los diversos bancos centrales de todo el mundo alimentan la subida de los precios.

Por su parte, el petróleo cayó bruscamente, de forma nada intuitiva, y volvió a situarse momentáneamente por debajo de la barrera de los 65 dólares, a pesar de los bombardeos estadounidenses en Irán y las amenazas de bloqueo del estrecho de Ormuz, por el que transita cerca del 20% del petróleo mundial, destinado principalmente a los mercados asiáticos. El mercado consideró este conflicto como local y se mostró tranquilo por las reservas de producción de la OPEP y por la nueva estrategia de una OPEP+ a favor de los volúmenes y a expensas de los precios. Esto permitió disipar un poco los temores de un regreso de la inflación, que empujaban a la Reserva Federal al inmovilismo. Esta caída de los precios del petróleo podría ser uno de los muchos catalizadores que apoyan a sectores como los viajes y la venta al por menor, el consumo discrecional, la alimentación y algunos sectores industriales.

En conjunto, unos tipos de interés más bajos a corto plazo, unos recortes de impuestos en Estados Unidos, un mayor crecimiento en Europa gracias al plan de infraestructuras alemán y al plan de defensa de la Unión Europea, así como la estabilización de las ventas minoristas en China deberían apoyar el consumo y la inversión en los próximos meses y reforzar nuestro posicionamiento en favor de la renta variable.

Sin embargo, parece que el segundo semestre estará lleno de sorpresas para los inversores, que deben adaptarse constantemente a los sobresaltos de la actualidad y a diferenciar entre sentimientos y fundamentales, en un entorno en el que los ciclos de decisiones políticas se han convertido en mucho más cortos que los de los inversores, el mercado y la economía.

En esta edición, presentamos nuestras previsiones económicas, así como nuestras convicciones sobre los mercados de renta variable y renta fija para este segundo semestre de 2025. Analizamos la condición de valor refugio del dólar, el oro y la deuda pública estadounidense y compartimos nuestras perspectivas sobre la evolución de los precios del petróleo.

Por su parte, nuestro artículo especial se centra en la evolución de las tecnologías destinadas a modificar la apariencia y la dinámica de las ciudades del futuro, explorando vías para exponerse financieramente a esta prometedora tendencia.

Por último, compartimos nuestras convicciones sobre determinadas temáticas de inversión, como los bancos europeos, el sector de la defensa y la renta variable suiza.



▶ Nuestras perspectivas en vídeo





Macroeconomía



## El efecto Trump: un altavoz de la desaceleración del crecimiento mundial.

- La estrategia estadounidense no se reduce a un aumento de los aranceles, sino a la continuación de un nuevo orden mundial.
- Caída del comercio, disminución del consumo estadounidense para reindustrializar el país, incertidumbre histórica, modificación de la demanda relativa de activos estadounidenses, deflación china.
- Ralentización más marcada de lo previsto en diciembre en Estados Unidos, la zona euro y Asia.
- El plan de inversiones alemán podría ser insuficiente para ayudar a la zona euro a hacer frente a un aumento de los aranceles del 50%, un encarecimiento del precio de la energía vinculado a la guerra entre Irán e Israel y una competencia aún más agresiva por parte de China.

El endurecimiento de las tensiones sobre los aranceles a principios de año generó movimientos financieros de gran magnitud. La bolsa americana cayó un 20%, el dólar se depreció casi un 10% y la deuda pública estadounidense a 10 años aumentó hasta alcanzar un máximo del 4,59% el 21 de mayo de 2025. Los mercados no solo se vieron impactados por los anuncios de subidas históricas de los aranceles, sino también por aquellos que confirmaban la voluntad de los estadounidenses de hacer pagar el coste del uso del dólar como moneda de reserva y de salir del sistema de Bretton Woods.

### Aumento de los aranceles y de la incertidumbre: un impacto recesionalista

Estas subidas de aranceles, como las medidas proteccionistas aplicadas (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. Los países más dependientes de Estados Unidos son los más afectados, pero no hay que subestimar las represalias de sus socios comerciales. Como en la guerra comercial está implicado un país grande que influye en la demanda mundial como es Estados Unidos, puede obligar a sus socios a bajar sus precios de exportación a cambio de exportaciones a Estados Unidos. El resultado será una reducción de los márgenes de las empresas impactadas.

Obviamente, es complejo calcular los aranceles reales, ya que son una herramienta de negociación. Es por eso que hemos desarrollado dos escenarios. En el primer escenario, solo se aplicaría un aumento del 10% en los aranceles sobre la gran mayoría de las importaciones estadounidenses y un aumento del 30% sobre las compras a China, con recargos sectoriales. En este caso, el PIB caería un 2% en EE. UU., un 1,6% en China y un 0,5% en la eurozona en comparación con 2024. A nivel mundial, el descenso sería del 1,3%. Gracias a la sustitución de productos extranjeros, la producción industrial y de servicios estadounidense aumentaría a cambio un 1,5%. Este efecto es más fuerte para las importaciones transfronterizas que para los bienes que transitan a través de las cadenas de valor. Por su parte, el comercio mundial caería un 6% respecto a la situación de 2024. La magnitud de la disminución de los flujos sería mayor en los sectores de los equipos de transporte y de los equipos eléctricos y electrónicos, cuyo comercio disminuiría un 16%. El impacto de los aranceles desestabilizaría las cadenas de valor, en particular en los sectores de los equipos eléctricos y electrónicos y de los equipos (cuya producción depende en un 30% de las cadenas de valor).

En un segundo escenario consistente en una aplicación total de los aranceles recíprocos anunciados por el gobierno de Trump sin exenciones sectoriales y con medidas de represalia, la caída del PIB sería del 3,8% en Estados Unidos, del 1,5% en China, del 0,8% en la zona euro y del 2% a nivel mundial. La producción estadounidense crecería en ese caso un 2,7%. Los países del sudeste asiático y, de forma más general, los países «corredor», que se han beneficiado en gran medida de la guerra comercial entre China y Estados Unidos iniciada en 2018, deberían verse afectados por la ralentización del comercio mundial que prevemos y de la recesión industrial. Además, las empresas chinas-redirán sus ventas para compensar la caída de las exportaciones a Estados Unidos e incrementarán su política de deflación para ganar cuota de mercado.

El efecto combinado del aumento de los precios de la energía resultante de la guerra entre Irán e Israel y del aumento de las importaciones procedentes de Estados Unidos tras las negociaciones con la Comisión Europea, la aplicación de aranceles adicionales del 50% a las exportaciones europeas a Estados Unidos y el aumento de la competencia china podría acelerar el debilitamiento de la industria europea. El tipo efectivo estadounidense sobre las importaciones de bienes europeos pasaría al 35% en comparación con menos del 2% en 2024! Las exportaciones de la Unión Europea a Estados Unidos podrían disminuir un 60% respecto a 2024 y la disminución del PIB de la Unión Europea podría alcanzar un 2,1% respecto al 0,8% estimado únicamente con la subida de los aranceles sobre las exportaciones europeas al otro lado del Atlántico. El Banco Central Europeo podría entonces alcanzar unos tipos cercanos a 0, lo que devaluaría el valor del euro. La inflación subyacente podría ser menor que en el escenario, con un arancel del 10% de 0,5 puntos porcentuales.



Por lo tanto, el aumento de los aranceles y el refuerzo de las medidas proteccionistas no suponen solo un impacto macroeconómico a corto plazo. Generan una reorganización del comercio mundial.

El aumento de los aranceles no es el único canal de impacto negativo de la política estadounidense. A ello hay que añadir la incertidumbre, así como el aumento de los tipos de los préstamos a largo plazo. Según el índice mundial de incertidumbre (UPR) por sus siglas en inglés, se multiplicó por 3 entre el primer trimestre de 2025 y el segundo trimestre de 2024. El impacto es extremadamente negativo, ya que aumenta el ahorro y limita la inversión privada. También tiene como efecto el aumento la prima de riesgo en el mercado de renta fija y el incremento de los tipos a largo plazo. Esto aumenta los costes de financiación a largo plazo de los estados. Por su parte, la incertidumbre achacada a la guerra comercial retrasó las inversiones previstas tanto en el marco de las cadenas de valor como de expansión.

**La incertidumbre también se alimenta debido al endurecimiento de las condiciones financieras.** La corrección inicial en bolsas tuvo un impacto negativo en el efecto riqueza y la confianza de los hogares. Además, las depreciaciones de las monedas son inflacionarias. Por último, las subidas de los tipos de la deuda, en particular a largo plazo, lastran los mercados inmobiliarios e incrementan el coste de la refinanciación de las empresas y los estados.

### Aumento del gasto público como apoyo a la demanda

El gasto público adicional anunciado desde principios de año debería compensar parcialmente la caída de la demanda. Además de prorrogar las bajadas de impuestos de la Tax cuts and jobs Act de 2017, se propondrán más al Congreso en el marco del «One Big Beautiful Bill» y apoyar la inversión en Estados Unidos. El gobierno chino, por su parte, siguió relajando su política monetaria y presupuestaria. El aumento del déficit en 2025 frente a 2024 podría ser del 1,2% del PIB y del 4% del PIB teniendo en cuenta las emisiones de bonos de los gobiernos locales y centrales (Local and central government special bond). Según nuestro economista chino, Fang Liu, el impacto en el crecimiento chino de estas medidas orientadas principalmente a la inversión pública sería de 1 punto porcentual. Pero la verdadera sorpresa viene de Alemania, que, una vez más, anunció un plan de reactivación en un momento decisivo. Prueba de ello son el repentino aumento de los tipos de la deuda pública alemana a 10 años y la apreciación del euro. Según nuestras estimaciones, estas medidas podrían generar un aumento del crecimiento alemán de 0,3 puntos porcentuales en 2025, 0,6 puntos porcentuales en 2026 y 0,8 puntos porcentuales en 2027. Además, el canciller Merz anunció que Alemania alcanzaría el objetivo de gasto militar del 3,5% del PIB en 2032, lo que representa un aumento de 0,2 puntos de crecimiento anual. Alemania elige la inversión como siempre, lo que a medio plazo también debería tener un impacto positivo en la acumulación de capital y el crecimiento potencial. Más allá del impacto directo sobre el crecimiento alemán, el plan de 500 000 millones de

euros y la aprobación por el Bundestag de una enmienda constitucional que flexibilice el freno al endeudamiento el pasado 18 de marzo podrían sostener la inversión en la zona euro. Además, da margen de maniobra a corto plazo al Banco Central Europeo y a la Comisión Europea para sus negociaciones comerciales con Estados Unidos. En paralelo, la Comisión Europea anunció una nueva estrategia de defensa global: el plan ReArm Europe/Readiness 2030. El nuevo plan destina más de 800 000 millones de euros a iniciativas específicas. Para más detalles, véase el análisis de Marie-Louise Deshaies, de mayo de 2025: «Zona euro: más defensa, más crecimiento».

### Un dólar temporalmente más débil

No fue solo la desconfianza generada por los anuncios de aranceles «recíprocos» (Liberation Day) del pasado 2 de abril lo que generó un repunte de los tipos de la deuda pública estadounidense y una depreciación del dólar. También fue la sorpresa del anuncio de un apoyo presupuestario alemán consecuente y de una relajación del freno al endeudamiento. Esta respuesta de los alemanes a la imprevisibilidad estadounidense fue muy eficaz, ya que ayudó a apoyar al euro y, en consecuencia, a dar menos peso a los ataques estadounidenses por la infravaloración de la moneda única. El tipo de cambio efectivo nominal del dólar disminuyó un 10% entre enero y junio de 2025. La depreciación fue especialmente fuerte con respecto al real brasileño (-9,8%), el euro (-9,4%) y el franco suizo (-9,3%). El dólar también retrocedió durante el mismo periodo frente al peso (-8,5%) y el dólar canadiense (-5%). En consecuencia, el euro debería seguir beneficiándose de una Alemania proactiva y del buen comportamiento de las economías del sur de Europa. La demanda del dólar seguirá siendo alta gracias al crecimiento de la economía americana, el liderazgo tecnológico de Estados Unidos y su peso militar.

### Conclusión

La política exterior estadounidense llevada a cabo desde principios de 2025 debería aumentar la ralentización del crecimiento mundial ya iniciada en 2025 y 2026. Revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento para Estados Unidos hasta el 1,3% en 2025 y el 1,6% en 2026. En cambio, seguimos previendo un crecimiento del 4,7% este año y del 4,8% en 2026 en China gracias a las políticas de relajación presupuestaria y monetaria. La zona euro se beneficiaría del plan de reactivación alemán y de las bajadas de impuestos para las empresas ya aprobadas. Si bien la subida de los aranceles sobre los bienes exportados a Estados Unidos se limita al 10%, seguimos previendo un crecimiento del 0,6% este año y del 0,5% en 2026.

**Doctora Mathilde Lemoine**

Group Chief Economist Edmond de Rothschild





Materias primas





# El mercado del petróleo en 2025: incertidumbres geopolíticas, recomposición de la oferta y volatilidad persistente.

Desde principios del año 2025, el mercado mundial del petróleo evoluciona en un contexto complejo, en el que se mezclan incertidumbres políticas, presiones sobre la oferta, señales contrastadas sobre la demanda y resurgimiento de los riesgos geopolíticos. La gran conmoción se produjo en junio, cuando las tensiones militares entre Irán e Israel elevaron abruptamente el precio del Brent de 60 a 80 dólares en pocas sesiones. A este repunte le siguió una rápida disminución hasta los 64 dólares, después de la limitada intervención diplomática y militar de Estados Unidos para contener la escalada. Si bien los precios del barril se estabilizan actualmente en torno a los 60-65 dólares, esta secuencia pone de manifiesto la fragilidad del equilibrio actual, descolocado por factores estructuralmente bajistas y picos de tensiones geopolíticas. A continuación lo explicamos en detalle.

## El conflicto entre Irán e Israel en junio de 2025: desencadenante de volatilidad y catalizador de una prima de riesgo duradera

La guerra entre Israel e Irán marca un hito en la escalada entre ambos países. Este impacto geopolítico disparó inmediatamente los precios del crudo, que subió cerca de 20 dólares por barril en el pico de las tensiones, revelando el nerviosismo extremo de los mercados. Sin embargo, más allá de la reacción puntual, este enfrentamiento podría desencadenar un cambio de paradigma más profundo. De hecho, este conflicto aumenta la probabilidad de un ciclo de inestabilidad recurrente en Oriente Próximo, con fases de tensión aguda seguidas de reflujos parciales. Esto genera una volatilidad estructural: los precios suben gradualmente, siguiendo una lógica de escalas en la que cada episodio de crisis instala un nivel de precios más alto.

Por lo tanto, la prima de riesgo geopolítico vinculada a Irán podría recalibrarse puntualmente al alza en función de la actualidad. Si esta prima fuera duradera, se requeriría una acción que afectaría directamente al comercio del petróleo. Anticipando estos movimientos los operadores ajustan sus estrategias, reforzando el componente especulativo de los movimientos de precios.

Más allá de la dimensión geopolítica del petróleo, el análisis de los fundamentales permite actualmente determinar la tendencia del mercado.

## La otra geopolítica del petróleo: incertidumbre política estadounidense y estrategia ofensiva de la OPEP+

La caída de los precios del petróleo observada entre enero y marzo de 2025 —el WTI pasó de más de 72 dólares a alrededor de 60 dólares— se explica principalmente por el regreso de la incertidumbre política en Estados Unidos. El año electoral, marcado por la candidatura de Donald Trump para un segundo mandato no consecutivo, reavivó las dudas sobre la previsibilidad de la política estadounidense en materia de comercio, energía y diplomacia. Los mercados temían un retorno a una política exterior más aislacionista y transaccional, capaz de ampliar las tensiones comerciales y aumentar la inestabilidad regulatoria. Paralelamente, la OPEP+, en una dinámica menos cooperativa que antes, sorprendió al adoptar una postura de reconquista de cuotas de mercado, contraria a su estrategia de restricción de la oferta para 2023-2024. Arabia Saudí, Rusia, Emiratos Árabes Unidos e Irak han comenzado a aumentar su producción desde la primavera, añadiendo en teoría más de 400 000 barriles diarios cada mes, aprovechando las necesidades asiáticas y la erosión de la oferta estadounidense. Esta sobreabundancia relativa ha acentuado las presiones bajistas, sobre todo en ausencia de un repunte neto de la demanda.

## Una relajación de la guerra arancelaria que alivia los mercados y estabiliza los precios entre 60 y 65 dólares

A pesar de las inquietudes iniciales relacionadas con el regreso de Donald Trump a la carrera presidencial, la guerra arancelaria entre Estados Unidos y China, temida por los inversores, no produjo la intensidad prevista. Las declaraciones de Pekín y Washington desde marzo muestran una voluntad de desescalada, sobre todo en los productos energéticos, para los que China sigue dependiendo de las importaciones estratégicas. Las señales de acuerdos sectoriales temporales permitieron alejar el escenario de una guerra comercial cara a cara.

Esta relajación tuvo impacto limitado en los precios del crudo. Los inversores, tranquilizados por la estabilidad del comercio mundial, revisaron al alza sus expectativas de demanda. Esto contribuyó a una estabilización de los precios en torno a los 60-65 dólares, respaldada por señales técnicas (rebotes en soportes importantes) y una gestión más disciplinada de las existencias por parte de las refinadoras asiáticas y europeas.

## Hacia un nuevo paradigma de los fundamentales: ascenso de la OPEP+, agotamiento del esquisto estadounidense y progresión moderada de la demanda

El paisaje petrolero mundial entra en una fase de recomposición estructural. La OPEP+ parece haber tomado nota de una inflexión estratégica duradera: en lugar de defender un precio elevado en detrimento de los



volúmenes, varios de sus miembros optan por un aumento progresivo de su producción para captar las cuotas de mercado liberadas por la caída del petróleo de esquisto estadounidense.

En efecto, la producción estadounidense está en una caída técnica desde finales de 2024 (a pesar de todo, más de 11 millones de barriles diarios). Esto se debe a varios factores: menor financiación para los productores independientes, disminución progresiva de los mejores yacimientos (*sweet spots*) y costes de extracción menos competitivos frente al crudo de Oriente Próximo. La subida de los tipos de interés en Estados Unidos también redujo la predisposición a financiar nuevas perforaciones.

Frente a ello, la OPEP+, en particular a través de Arabia Saudí, pretende capitalizar su capacidad para inundar rápidamente el mercado con un coste menor, en una lógica dominante. Con el tiempo, esta estrategia podría reforzar la volatilidad si el equilibrio entre oferta y demanda sigue siendo frágil. En cuanto a la demanda, las perspectivas se mantienen estables, con un crecimiento moderado impulsado por los países emergentes de Asia. En cambio, la demanda de Estados Unidos y Europa se ha limitado o incluso ha disminuido ligeramente debido a la transición energética y un crecimiento poco dinámico.

### **Conclusión: un mercado en transición, guiado por fuerzas contradictorias**

El mercado petrolero en 2025 está marcado por una inestabilidad crónica, alimentada a la vez por la geopolítica, las recomposiciones de la oferta y las incertidumbres sobre el ciclo macroeconómico mundial. Si bien los precios experimentaron un descenso significativo a principios de año, la disminución de las tensiones comerciales y la persistencia de tensiones geopolíticas les permitieron estabilizarse. Pero la entrada en un nuevo paradigma, el de una OPEP+ dominante y un esquisto estadounidense debilitado, hace presagiar una volatilidad duradera.

En este contexto, los inversores deben permanecer atentos a las principales señales políticas (elecciones estadounidenses, Irán, decisiones de la OPEP+), siguiendo las dinámicas microeconómicas sectoriales (existencias, márgenes de refinación, costes de extracción). El petróleo sigue siendo un activo geopolítico.

**Doctor Manuel Maleki**  
Senior Economist US & Commodities



Renta variable mundial



# Mercado de renta variable: la confianza predomina sobre los fundamentales.

Desde principios de año, los mercados de renta variable han experimentado una volatilidad rara vez observada entre la euforia antes de la investidura del presidente Trump, el pánico tras el anuncio de los aranceles, seguido de una relajación, y nuevos temores desde mediados de junio.

La errática comunicación del nuevo gobierno y el anuncio de aranceles excepcionalmente elevados a principios de abril han generado ventas masivas de activos estadounidenses. El excepcionalismo ha dado paso a los temores de inflación y recesión vinculados a los anuncios y a la gobernanza del gobierno republicano. Los resultados de las empresas del primer trimestre, el cambio de rumbo de Trump en los aranceles, el anuncio de bajadas de impuestos y de desregulación bancaria y, por último, la resiliencia del crecimiento y la desaceleración de la inflación han generado desde mediados de abril un repunte significativo de la renta variable estadounidense. De hecho casi han recuperado su nivel récord de febrero, aunque ya no se utiliza el término «excepcionalismo». No obstante, a mediados de junio, el contexto geopolítico en Oriente Próximo y los temores de la Fed sobre un posible repunte de la inflación volvieron a despertar los temores.

Europa parece desprenderse del S&P 500, con un resultado superior notorio, fruto del «despertar europeo» tras la pérdida de confianza de los inversores extranjeros, dado el fallo de las políticas económicas del gobierno, la retirada de Estados Unidos de su papel de guardián de la paz mundial y el cambio de rumbo de Alemania. Su canciller, Friedrich Merz, abandonó la política de frenar el endeudamiento público de Angela Merkel para impulsar el gasto del país en defensa e infraestructura por un importe acumulado en 10 años que podría superar el billón de euros.

Por último, en China se observa una rara divergencia entre el índice de Hong Kong, que ha progresado bien desde principios de 2025, y el índice CSI 300 de los valores domésticos. En efecto, el índice Hang Seng está constituido por empresas internacionalizadas, grandes capitalizaciones tecnológicas y grandes sociedades financieras, que se benefician de los flujos de salida de las acciones estadounidenses y de las ventas internacionales de productos chinos que sufren la deflación de los costes. Por su parte, el CSI 300 agrupa a empresas locales expuestas a la debilidad de la demanda china y a la deflación de los precios de venta en el mercado chino.

A corto plazo, se espera que la dinámica del rebote registrado desde el 8 de abril acabe y que la volatilidad persista debido a varios elementos:

- Una estacionalidad más negativa.
- Un riesgo de aumento de los precios del petróleo.
- La finalización de los plazos de negociación de los aranceles.
- Unas valoraciones que se han vuelto más caras, sobre todo en Estados Unidos.

A más largo plazo, nuestra visión sigue siendo positiva debido a:

- La continuación de la implantación de la inteligencia artificial.
- Un crecimiento de los beneficios empresariales que sigue siendo resiliente.
- El impacto económico positivo de las bajadas de impuestos en Estados Unidos y de los planes de infraestructuras y defensa en Europa.
- Una posible estabilización de China.

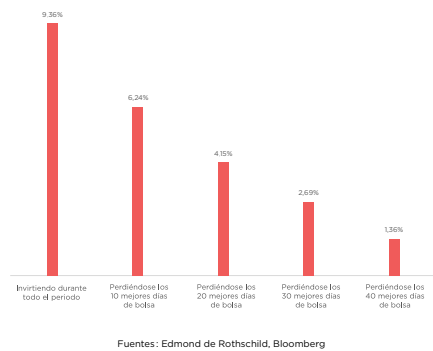
Dado el nivel de valoración de los mercados, sobre todo en el mercado estadounidense (véase el gráfico 1), el potencial a corto plazo en este mercado parece más limitado que en las últimas semanas. En los mercados europeos, seguimos siendo positivos, dada su valoración más baja, un crecimiento potencial infravalorado y unos mercados que, en nuestra opinión, ya anticipan gran parte de las malas noticias (geopolítica, crecimiento débil de China, euro fuerte, etc.). Los valores financieros europeos (véase la página 30), con un buen momentum este año, conservan un potencial, al igual que aquellos vinculados al resurgir europeo, sobre todo en defensa (véase la página 33). En este contexto de mayor volatilidad, los valores defensivos despertaron el interés de los inversores, como los bienes básicos y la salud, bien representados, por ejemplo, en el índice suizo (véase la página 26). Para los inversores con una visión a largo plazo, es conveniente seguir invirtiendo! No estar expuestos, incluso durante algunos días, a un buen comportamiento en el mercado de renta variable, puede reducir de forma significativa la rentabilidad a largo plazo de las carteras (véase el gráfico 2).

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

Gráfico 1:  
PER a 12 meses del S&P 500 y del Stoxx 600



Gráfico 2:  
Rentabilidad anualizada (2003-2023) del MSCI World según diferentes escenarios







Renta variable suiza



# Mercado suizo: estabilidad local, potencia mundial.

El mercado de renta variable suizo, percibido durante mucho tiempo como un nicho dominado por algunos gigantes defensivos, merece una revisión. Además de una estabilidad demostrada, combina exposición internacional, diversidad sectorial, disciplina financiera y rentabilidad atractiva. En un momento en el que los inversores buscan visibilidad, calidad y rentabilidad ajustada al riesgo, el mercado suizo se impone como un componente ineludible de una cartera de renta variable global.

## Un mercado global, entre resiliencia y crecimiento

Comprar acciones suizas equivale a exponerse a la economía mundial. Las empresas que componen el índice suizo obtienen casi el 90% de sus ingresos fuera de Suiza, con una fuerte exposición a Norteamérica, Europa y Asia, y sus costes están denominados mayoritariamente en divisas extranjeras. Esta dimensión mundial refleja la estructura macro-económica del país: Suiza tiene un superávit comercial equivalente al 10% de su producto interior bruto (PIB), y sus exportaciones representan el 48% del PIB, una cifra mucho más elevada que la de sus vecinos.

La economía interna, impulsada por sus pymes, está poco representada en Bolsa. A menudo percibido como defensivo por el peso de la farmacia, el consumo básico (con un 40% del índice SPI solo para Nestlé, Roche y Novartis) y los seguros, que constituyen aproximadamente la mitad del índice, el mercado suizo está tan expuesto como el resto del mundo al ciclo económico mundial, a través de sus empresas que operan en el sector del lujo, la industria, la gestión de activos o la tecnología médica.

## Una profundidad y una diversidad subestimadas

El mercado suizo es un gran mercado con un tamaño que rivaliza con Francia y supera a Alemania, para poblaciones evidentemente muy diferentes (véase el gráfico 1). El mercado se distingue por el tamaño significativo de sus empresas de mediana capitalización, que se considerarían grandes capitalizaciones en muchos otros países. Las veinte primeras capitalizaciones suizas figuran todas entre las cien primeras europeas.

Su profundidad impresiona (cerca de 50 empresas con capitalizaciones comprendidas entre 5000 y 50 000 millones de francos suizos), así

como su diversificación: industria (Schindler, SGS, VAT), salud (Straumann, Alcon, Sonova), finanzas (Julius Baer, Partners Group), construcción (Holcim, Sika) o lujo (Richemont).

## Un dividendo estable y atractivo... en francos suizos

En un entorno de tipos bajos, la renta variable suiza ofrece una alternativa de ingresos con un dividendo medio del 3%, muy superior al 1,5% del mercado estadounidense. En términos reales, neto de inflación, la rentabilidad de las acciones suizas es muy interesante.

Estos dividendos crecen con regularidad y atraen a los inversores institucionales locales (fondos de pensiones, fundaciones). De hecho, constituyen una alternativa a un mercado de renta fija poco profundo y con un rendimiento limitado (0,8% actualmente para los bonos de calidad investment grade, IG). Por cierto, un franco suizo fuerte impone una disciplina de inversión a las empresas, especialmente a aquellas que tienen estrategias de crecimiento externo.

## Una valoración que vuelve a ser razonable

La renta variable suiza, durante mucho tiempo percibida como cara, parece hoy razonablemente valorada, tras la revalorización de la renta variable estadounidense en 2023-2024 y el redescubrimiento de los valores europeos en 2025 (véase gráfico 2). Este nivel parece justificado por la calidad de las gobernanzas, la solidez de los balances y la regularidad de las políticas de distribución.

## Invertir en la constancia y la excelencia

Comprar una acción suiza es invertir en grupos mundiales basados en el rigor, la innovación y la prudencia. Consiste también en beneficiarse de una gobernanza exigente, una divisa fuerte y un entorno político estable. El mercado suizo combina rareza, rendimiento real y resiliencia. En este sentido, se merece plenamente su lugar en una cartera global diversificada, sea cual sea su moneda de referencia.

**Michel Leblanc**  
Head of Equity Expertise - Discretionary Portfolio Management Switzerland

Gráfico 1:  
Mercados europeos: Capitalización frente a población

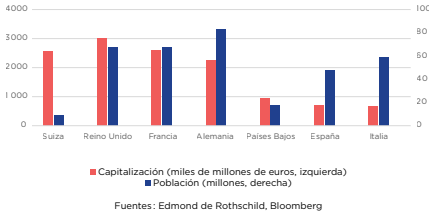
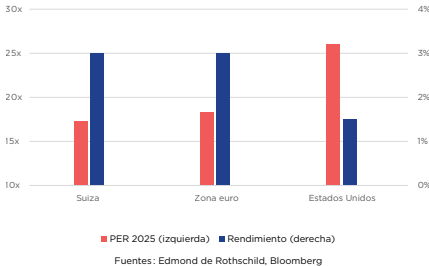


Gráfico 2:  
Múltiplos de valoración por regiones





Europa





# Bancos europeos: siguen viento en popa, con la perspectiva de una unión bancaria.

Los bancos europeos, como se indica en el Outlook & Convictions n.º 13, son el sector más rentable de Europa en 2025 y podrían seguir beneficiándose de condiciones favorables. Siguen siendo relativamente baratos, pese a gozar de una rentabilidad elevada y de buenas perspectivas.

## Hay varios factores económicos positivos

- Una inclinación de la curva de tipos, que debería continuar con los importantes gastos presupuestarios de los Estados europeos. Esta inclinación es positiva, ya que los bancos toman préstamos a corto plazo para prestar a largo plazo, lo que debería permitir un aumento de los márgenes netos de intereses sobre los préstamos.
- Una actividad de trading impulsada por la volatilidad de los mercados financieros.
- Una consolidación que debería intensificarse con varias operaciones recientes de gran envergadura.
- Entradas de capitales en la renta variable europea que deberían beneficiar prioritariamente al sector bancario, siendo los bancos el primer sector del índice Stoxx 600 (13% del índice).
- La reducción de las presiones competitivas: algunas firmas de distribución que tenían actividades financieras las han vendido recientemente a bancos, debido a la falta de escalabilidad o de conocimientos especializados suficientes, mientras que los bancos digitales se estancan con una parte de los depósitos totales que sigue siendo baja (del 3% al 5%), habida cuenta de su dificultad para ofrecer servicios de mayor valor añadido que simples pagos o transferencias.
- El impacto de la tecnología, y en particular de la IA, es fundamental para muchos clientes privados y profesionales, y los grandes bancos tienen más medios para invertir en este campo.
- La normalización continuada de las valoraciones, dado que el PER 2026 estimado de los bancos europeos sigue siendo moderado en 8,5 veces, frente a una media histórica de 10-11 veces.
- Refuerzo de la remuneración de los accionistas mediante dividendos y reembolsos de acciones, gracias a una mejora de la generación de tesorería.

Más allá de estos elementos, la aceleración de la implantación de la unión bancaria europea es una ventaja adicional. Los objetivos de esta unión son sencillos: movilizar para la economía los 1,4 billones de euros de ahorro europeo, a menudo muy poco invertidos, permitir que el ahorro excedente en algunas zonas se preste e invierta en otras regiones donde el ahorro es menor. También se trata de crear en Europa un verdadero mercado integrado de capitales, como el mercado estadounidense.

## Una normativa con algunos puntos clave

- La armonización de la fiscalidad sobre la negociación de acciones para aumentar la atracción de los particulares en la compra de acciones.
- La reducción de los ratios de solvencia en la negociación de acciones y en la titulización, para permitir que los bancos europeos dependan menos de los préstamos tradicionales y se expandan en el banco de inversiones como intermediario financiero. Esto se corresponde con el esquema del gran banco estadounidense, que financia casi el 30% de la economía nacional, financiada en su mayor parte por gestores de activos, fondos de inversión y fondos de pensiones, para los que los grandes bancos actúan como intermediarios a cambio de una comisión. Los bancos europeos financian aún más del 70% de la economía de la región a través de préstamos clásicos, lo que aumenta su riesgo y limita sus volúmenes de préstamos, especialmente con elevados ratios de solvencia. El modelo estadounidense ofrece menor riesgo crediticio y márgenes superiores gracias a la intermediación y, por tanto, una rentabilidad superior.
- Una armonización de las normas de salida a bolsa para impulsar este mercado beneficioso para las empresas y los bancos, con márgenes del 4% al 8% en las OPV (oferta pública de venta) para los bancos.
- La adopción de una ley sobre la Resiliencia Operativa Digital, para reforzar y armonizar la gestión de los riesgos informáticos y la seguridad de las redes a escala europea.
- Simplificación y estandarización del cálculo de los requisitos de fondos propios. Así, los niveles de fondos propios reglamentarios se determinarán utilizando un método sencillo basado en una fórmula común que facilite la comparación dentro del sector y entre países.

Gráfico 1:  
Contribución a la rentabilidad del Stoxx 600 desde principios de año

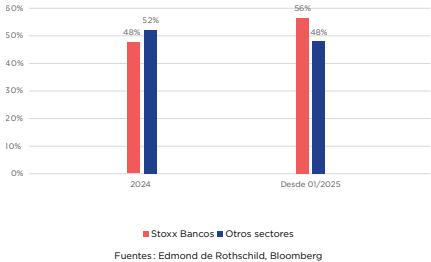


Gráfico 2:  
Cotización de beneficios estimada a 12 meses para los índices MSCI Bancos Estados Unidos y Europa (medias en líneas punteadas)

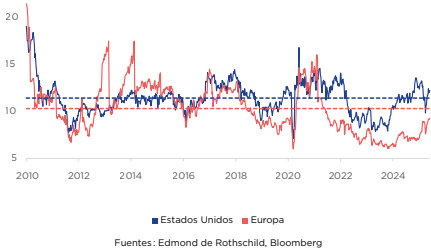
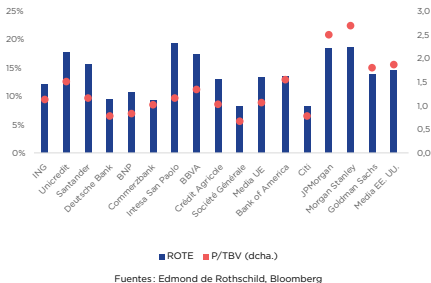


Gráfico 3:  
Rendimiento sobre el capital tangible (ROTE) y precio/valor contable (P/TBV) de bancos europeos y estadounidenses





Esta unión bancaria debería impulsar la actividad de los bancos de inversión, los gestores de patrimonios y los bancos activos en los préstamos en Europa. Beneficiará a los bancos cercanos a las empresas con una rama de negocio desarrollada, así como a los que tienen acceso a un ahorro importante. Por último, podría favorecer una oleada de fusiones y adquisiciones a escala europea, movimiento deseado por Europa para contar con bancos de mayor tamaño, contribuyendo así a reforzar la revalorización del sector.

**Hervé Prettre**

Head of Global Investment Research

**Darius Bakhtari**

Research Analyst, Global Investment Research

## « Si no se ocupa de la geopolítica, la geopolítica se ocupará de usted. »

Esta cita, atribuida al antiguo asesor del presidente Carter, Zbigniew Brzezinski, pareció irrelevante durante mucho tiempo en una Europa que se soñaba poshistórica, pacificada y económicamente integrada. Sin embargo, en pocos meses, lo real se impuso con estragos: la guerra ha vuelto a las puertas de la Unión y, con ella, la necesidad de un despertar estratégico. Europa está redescubriendo una verdad olvidada: sin capacidad para defenderse, no hay soberanía política ni autonomía económica. La defensa es la base que condiciona todos los demás principios fundamentales.

### La defensa, choque de realidad y el inicio de la soberanía

La guerra en Ucrania puso fin a una larga ilusión estratégica. En pocas semanas, Europa descubrió la magnitud de sus vulnerabilidades: capacidades militares dispersas, reservas de armas insuficientes y dependencia crítica del paraguas estadounidense. Estas debilidades ilustran una pérdida de autonomía que socava nuestra soberanía de hecho.

El despertar es brutal, pero saludable. La agenda de los presupuestos militares se inscribe en el largo plazo, pero las intenciones nacionales ya han iniciado una subida espectacular: Francia menciona la cifra del 3,5% de su PIB a largo plazo, mientras que Polonia se acercará al 5% a partir de 2025. Alemania, desde 2024, tiene el mayor presupuesto de defensa de la UE, con un gasto militar adicional de 500 000 millones de euros durante diez años.

La cuestión de la asignación de los presupuestos a los equipos será fundamental: la base industrial y tecnológica de defensa (BITD) europea, muy fragmentada, deberá estructurarse y hacer surgir actores de importancia crítica, para competir con los grandes proveedores estadounidenses. Hemos descubierto un aliado inesperado: el nuevo presidente de los Estados Unidos de América. En una entrevista en Le Figaro en mayo, Ariane de Rothschild subrayó que « Donald Trump hace un gran favor a Europa al obligarla a salir de su letargo ». Al amenazar con retirarse de la OTAN, el presidente estadounidense supone un estímulo, como muestran las trayectorias bursátiles de las empresas de defensa europeas, frente a sus homólogas estadounidenses. El tono político ha cambiado. La autonomía estratégica es un objetivo declarado. Y el debate público toma nota de lo obvio: sin una defensa creíble, no hay soberanía política ni económica.





En este contexto, a los inversores les interesa reincorporar la defensa en su lectura estratégica. La estabilidad geopolítica es una condición para rentabilidad estable. Sin seguridad, no hay inversión a largo plazo.

### El informe Draghi: por una soberanía económica a través de la inversión

En su informe presentado a la Comisión Europea en septiembre de 2024, Mario Draghi, economista y antiguo presidente del Banco Central Europeo, propuso nada menos que un cambio de paradigma. Frente a la erosión de la competitividad del continente, aboga por un esfuerzo colectivo: una estrategia de inversión masiva, coordinada y orientada a la soberanía. Una Europa que asume ser un actor económico de pleno ejercicio, capaz de competir contra Estados Unidos y China.

Tres pilares estructuran esta ambición:

- **La energía:** Europa debe garantizar una energía limpia, competitiva e independiente. Esto pasa por las renovables, el retorno de la energía nuclear (clásica y SMR, Small Modular Reactor), la densificación de las redes eléctricas que permiten la electrificación industrial y el recurso a LNG (gas natural licuado) para compensar la pérdida del gas ruso. La autonomía energética es la condición para una industria competitiva y resiliente.
- **La innovación:** el reto es la productividad. A partir de 2040, la Unión Europea perderá 2 millones de trabajadores al año. Habrá que producir más con menos mano de obra y, para ello, dominar las tecnologías críticas (IA, biotecnología, espacial, semiconductores) y restablecer la capacidad de innovación.
- **La financiación:** Europa dispone de un ahorro abundante, pero mal asignado. Mario Draghi pide una «unión del ahorro y la inversión» (Savings and Investment Union, SIU) para movilizar este ahorro hacia la financiación de nuestra soberanía, en particular mediante una modernización de los mercados de capitales y una verdadera unión bancaria (véase el artículo anterior), en un panorama bancario europeo que se encuentra actualmente demasiado fragmentado.

Sin embargo, sin seguridad, estos pilares siguen siendo frágiles. Cadenas de valor críticas, infraestructuras energéticas, laboratorios, fábricas: todo depende de una base geopolítica estable. La defensa no es una prioridad sobre otras, es un factor estratégico vital que lo sostiene todo

### Para los inversores, una transformación que debe capturarse a partir de hoy

Considerada durante mucho tiempo como un tabú de inversión, la defensa se impone ahora como una temática de gestión aceptada, impulsada a la vez por los Estados, los empresarios y las instituciones europeas. Los presupuestos aumentan rápidamente, las herramientas comunitarias se multiplican (en particular, el Fondo Europeo de Defensa) y surge una voluntad clara de consolidar una base industrial y tecnológica de defensa integrada a escala europea.

Pero esta dinámica es solo el comienzo. El capital público no será suficiente. El informe Draghi pide una movilización conjunta, a través de la cual los inversores privados tendrán un papel estratégico para financiar la transformación del continente. La defensa es un componente importante de esta transición, pero no es el horizonte. La soberanía europea también se juega en el terreno económico, a través de la energía, la innovación y la financiación.

La inversión con sentido en soberanía no debe ser un «one sector show», con sus consecuencias en términos de volatilidad. Al invertir en los pilares económicos del informe Draghi, los actores privados pueden captar una transformación de fondo, diversificando al mismo tiempo su exposición a un tema transversal y sostenible: el de la soberanía.

Invertir en la soberanía europea es captar un movimiento profundo, con resultados financieros: rearme, refundación energética, reindustrialización, innovaciones críticas, sin olvidar la financiación de estas inversiones. Estas dinámicas no son insignificantes a corto plazo, sino temas duraderos, en torno a actores europeos estratégicos. Y, más allá de la rentabilidad, también es un compromiso extrafinanciero. Este tema encarna una responsabilidad: participar en la refundación de nuestra casa común y en la autonomía de las decisiones colectivas. En una palabra: nuestra libertad. Como decía Jean Monnet, «*los hombres solo aceptan el cambio en la necesidad, y solo ven la necesidad en la crisis.*» — Ha llegado el momento de elegir.

#### Anthony Penel

Portfolio Manager European Equities,  
Edmond de Rothschild Asset Management

#### Caroline Gauthier

Co-head of Equities,  
Edmond de Rothschild Asset Management



Artículo especial



# Las ciudades del futuro: revolución urbana y oportunidades de inversión.

El desarrollo de las ciudades ha sido históricamente la cuna de los grandes cambios, ya sea el avance tecnológico o el progreso social, político, económico y cultural. Este fenómeno debería intensificarse en el futuro. La ciudad del futuro se perfila ante nosotros: más ecológica, más flexible y accesible, automatizada, centrada en la tecnología y la innovación, mejor vigilada, tierra de vida de las sedes sociales de las grandes empresas y de los servicios variados. A pesar de los desafíos relacionados con la desigualdad, el crecimiento continuo de las ciudades podría ofrecer muchas oportunidades de inversión interesantes.

## La ciudad en transformación

Según las Naciones Unidas, para 2050, cerca de 2500 millones de personas más vivirán en zonas urbanas, lo que elevará la población urbana mundial a alrededor del 68%. Se espera que esta cifra aumente al 80% en los países más ricos. Esta rápida urbanización genera grandes desafíos en materia de infraestructuras, movilidad, sostenibilidad y calidad de vida, e incluso equilibrio entre las poblaciones. En este mundo en constante evolución, las ciudades del futuro se perfilan hoy a través de los prismas de la sostenibilidad, la accesibilidad, la innovación tecnológica y las oportunidades económicas que generan. A medida que se acelera la urbanización, los desafíos medioambientales y sociales se vuelven cada vez más importantes y urgentes. Lo que lleva a los municipios y a los inversores a replantearse la infraestructura, e incluso el estilo de vida urbano. Las ciudades sostenibles, inteligentes y conectadas ya no son una utopía, sino una necesidad para satisfacer las demandas de una población urbana creciente.

Para los inversores sensatos, estas transformaciones representan un sinnúmero de oportunidades. Las tecnologías verdes, los sistemas de transporte inteligentes, los edificios con energía neutra o positiva, las plataformas de conexión, los sistemas de vigilancia e incluso las infraestructuras digitales son solo algunas de las vías prometedoras para inversiones rentables y responsables, aunque también se plantean desafíos en la ciudad del futuro.

## La ciudad sostenible

La sostenibilidad se impone como el pilar central de las ciudades del futuro; un concepto que trasciende las simples consideraciones medioambientales para abrazar una visión holística del urbanismo. Esto es nuevo, después de siglos de crecimiento por simple afluencia de población y desarrollo de barrios sin verdadero dominio de la globalidad. Ante la emergencia climática y la escasez de recursos, las metrópolis de todo el mundo se ven obligadas a adoptar estrategias ambiciosas para reducir su huella de carbono y mejorar la calidad de vida de sus habitantes. Esta transición hacia ciudades más sostenibles se manifiesta en una multitud de iniciativas innovadoras, respaldadas por políticas públicas e inversiones privadas que van en aumento. Por ejemplo, la integración masiva de las energías renovables en las redes urbanas no solo reduce las emisiones de gases de efecto invernadero, sino que también crea empleo local en los sectores de las tecnologías ecológicas. Los parques eólicos extraterritoriales, como el de Hornsea en el Reino Unido, y las granjas solares urbanas, como las desarrolladas en Singapur, se están convirtiendo en nuevos elementos de los paisajes urbanos modernos.

## La reconversión de edificios industriales abandonados

En este contexto de sostenibilidad urbana, la rehabilitación de las zonas industriales abandonadas y la reconversión de los edificios existentes juegan un papel crucial. En lugar de expandirse indefinidamente, las ciudades deben reconstruirse sobre sí mismas, optimizando así el uso de los espacios ya urbanizados. Este enfoque no solo permite preservar las tierras naturales y agrícolas sino también revitalizar zonas que suelen estar abandonadas. Las zonas industriales abandonadas, por ejemplo, representan oportunidades únicas para desarrollar proyectos innovadores, como barrios ecológicos o espacios dedicados a la economía circular, en los que las antiguas estructuras se transforman en lugares de vida, de trabajo o de cultura. Esta estrategia de densificación inteligente también favorece una mejor gestión de los recursos y de las infraestructuras, al tiempo que fomenta la diversidad social y funcional en el corazón de las ciudades.

## Hacia una ciudad con cero emisiones

Otro ejemplo de esta tendencia son los edificios con energía positiva, que producen más energía de la que consumen a través de paneles solares integrados y sistemas de gestión inteligente de la energía. Ciudades como Copenhague y Estocolmo se han fijado unos ambiciosos objetivos para llegar a ser neutrales en carbono de aquí a 2025 y 2040, respectivamente, en parte gracias a la construcción de tales edificios. En Suiza, Ginebra ha emprendido una reforma ambiciosa de sus redes térmicas: en lugar de tener una caldera en cada edificio de la ciudad, el calor se producirá en una central y se enviará a las





naves a través de canalizaciones subterráneas. La energía procede de la incineración de residuos, del gas natural y de las bombas de calor que extraen agua del lago Lemán para alimentar la red de calor. Las aguas profundas del lago Lemán también se utilizarán para refrescar los edificios. Con esta implantación, Ginebra pretende acelerar la transición energética y reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero en un 60% de aquí a 2030. Estas iniciativas cuentan con el apoyo de marcos reglamentarios estrictos y de incentivos fiscales, que crean un entorno favorable para las inversiones en inmuebles sostenibles.

### Una ciudad verde sin residuos

La creación de espacios verdes urbanos y el fomento de la movilidad ligera son también elementos clave para mejorar la calidad del aire y la salud pública. Los espacios verdes tienen un impacto significativo en la temperatura urbana al actuar como «islas frescas». Reducen la temperatura media de la ciudad en aproximadamente 2 °C e incluso pueden crear diferencias de 10 °C o más entre una calle y un espacio verde durante una ola de calor. Este enfriamiento se debe a la sombra de los árboles, la ausencia de asfalto (que almacena el calor durante el día) y la evapotranspiración, que enfría el aire ambiente.

Las ciudades también invierten en infraestructuras para bicicletas, zonas peatonales ampliadas y transportes públicos más eficientes y menos contaminantes. Los sistemas de gestión inteligente de residuos y agua son otro ámbito en el que las ciudades sostenibles innovan. Las tecnologías avanzadas son cada vez más comunes, como los sensores IoT (Internet de las cosas) para controlar los niveles de residuos y optimizar las rutas de recogida, o los sistemas de recuperación de agua de lluvia para el riego de espacios verdes. Estas soluciones no solo permiten reducir los costes operativos, sino también mejorar la eficiencia y la sostenibilidad de los servicios urbanos.

De este modo, las ciudades sostenibles se convierten en ecosistemas propicios a la innovación, atrayendo talento y capital a un círculo virtuoso de crecimiento responsable.

### Una ciudad con grandes disparidades económicas pero fuente de oportunidades

La proximidad de universidades, centros de investigación o grandes grupos cada vez más poderosos gracias a la globalización hace que las capitales sean más atractivas que cualquier otra ciudad para las poblaciones cualificadas. Por el contrario, las poblaciones menos cualificadas que buscan empleo en servicios abandonan las ciudades medias, las zonas rurales o los países pobres para instalarse precariamente en las capitales o sus suburbios cercanos. Por último, el aumento masivo de los precios inmobiliarios está expulsando a algunas familias de clase media (100 000 habitantes menos en París desde 2010, por

ejemplo). Dado que las grandes ciudades crean empleos cualificados y de servicios, sus habitantes se dividen entre una población muy acomodada y otra precaria, al tiempo que se vacía de su clase media.

¿Qué sucederá en 10 años? Los centros urbanos deberían experimentar una nueva subida de los precios de la vivienda, que deberían seguir expulsando a familias y clases trabajadoras, y atraer a una población acomodada y dispuesta a aceptar una vivienda modesta para un empleo. Sin embargo, modelos modernos de vida, como el teletrabajo y los espacios de coworking, podrían ofrecer a las generaciones más jóvenes la oportunidad de regresar a centros urbanos dinámicos. De este modo, se debería ver un aumento aún más marcado de las desigualdades en las ciudades. Esto reforzará la necesidad de seguridad, pero también el surgimiento de una cultura internacional. La ciudad será el centro de explosión de las tecnologías y el progreso, impulsados por la IA. Pero podría ser aún más una conexión de culturas variadas, a la vez fuente de riqueza y de tensiones, que consiguen finalmente cohabitar y hacer prosperar una metrópolis más sostenible, más tecnológica más conectada y más agradable de vivir.

### La tecnología, en el centro de los retos de la ciudad del futuro

En un mundo en constante evolución, las ciudades del futuro se enfrentan al reto de fusionar las innovaciones tecnológicas con el desarrollo urbano para crear entornos resilientes, sostenibles e inteligentes, en los que la calidad de vida se incremente mediante la integración homogénea de sistemas inteligentes y conectados.

Singapur, líder en este campo, utiliza una densa red de sensores IoT para vigilar diversos aspectos de la vida urbana, como la calidad del aire y el volumen de tráfico. Esta red permite optimizar la utilización de los recursos y mejorar la movilidad urbana en tiempo real. Dubái, por su parte, invierte masivamente en la impresión 3D, con un ambicioso proyecto para construir el 25% de sus nuevos edificios de aquí a 2030 mediante esta tecnología, con el fin de optimizar al máximo los recursos utilizados.

Gráfico 1:  
Inversiones en la transición energética  
por categoría (2010-2024)

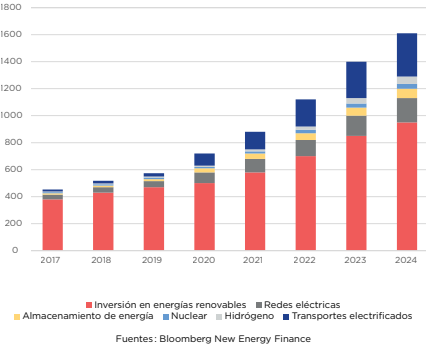
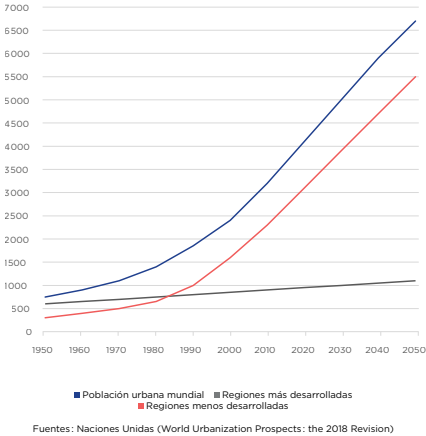


Gráfico 2:  
Estimaciones y proyecciones de la población  
urbana mundial (1950-2050), en millones







La integración de los vehículos autónomos sigue progresando en varias metrópolis estadounidenses, en particular en San Francisco y Phoenix, lo que permite paliar la densificación del tráfico automovilístico, por una parte, y la falta de conductores, por otra. Londres está experimentando con sistemas de alumbrado público adaptables que se ajustan en función de la afluencia de las zonas, reduciendo así el consumo energético nocturno. El transporte aéreo autónomo está tomando forma, como en París, donde se están estudiando proyectos de drones para ofrecer trayectos rápidos y ecológicamente sostenibles entre los principales centros urbanos. Muchas ciudades también se proponen utilizar drones para agilizar el transporte de mercancías y, en particular, la entrega a domicilio, con el objetivo de reducir la congestión.

Por último, las tecnologías de realidad aumentada y virtual también se implantan en el urbanismo para favorecer la colaboración entre diseñadores, arquitectos y desarrolladores, facilitando así la planificación de los proyectos inmobiliarios. Un ejemplo de ello son los «gemelos» o «clones» digitales: permiten tanto prever una mejor urbanización previa a la construcción como gestionar el conjunto del ecosistema de forma virtual, una vez finalizados los proyectos inmobiliarios. Por último, los «bosques urbanos» verticales que florecen en muchas ciudades asiáticas, pero también occidentales como Milán, demuestran cómo la integración de sensores puede garantizar la vegetación saludable y, al mismo tiempo, ayudar a reducir el dióxido de carbono en las zonas urbanas.

### Cómo exponerse al auge de la tecnología en las ciudades

El Internet de las cosas es la base de esta transformación, lo que permite un monitoreo eficaz y una gestión inteligente de la infraestructura urbana a través de una multitud de sensores interconectados. La inteligencia artificial (IA), la punta de lanza de las tecnologías inteligentes integradas en las ciudades del futuro, desempeña un papel crucial en la optimización de los sistemas autónomos y en el suministro de capacidades de análisis predictivo que facilitan la toma de decisiones informada. La conectividad (5G y, próximamente, 6G) mejora la comunicación entre dispositivos inteligentes, acelerando la implementación de soluciones de movilidad y gestión de recursos. La impresión 3D representa una revolución en el sector de la construcción, que permite construir más rápidamente reduciendo al mismo tiempo los residuos. Las tecnologías de realidad aumentada y virtual (AR/VR) optimizan la planificación y la visualización de los proyectos urbanos, facilitando así las colaboraciones entre los diferentes actores del desarrollo inmobiliario. Por último, el auge de la tecnología de los drones abre nuevas vías para el transporte aéreo autónomo, ofreciendo soluciones logísticas que podrían reducir la congestión vial. Los semiconductores, omnipresentes en los dispositivos tecnológicos, seguirán siendo la columna vertebral de todas estas innovaciones y la mejor forma de exponerse financieramente.

### Cómo exponerse a los desafíos de infraestructuras de la ciudad del futuro

Las ciudades sostenibles promueven nuevas formas de colaboración entre los sectores público y privado. Las asociaciones público-privadas se están convirtiendo en un instrumento esencial. Estas colaboraciones permiten compartir riesgos y beneficios, al tiempo que aceleran la aplicación de soluciones innovadoras. Por ejemplo, las empresas privadas pueden invertir en tecnologías avanzadas para la gestión de la energía o los residuos, mientras que los municipios proporcionan la infraestructura y los marcos reglamentarios necesarios, al tiempo que garantizan una visibilidad de flujo de caja a las empresas durante un largo periodo de tiempo.

Por lo tanto, la sostenibilidad urbana representa para los inversores una oportunidad sin precedentes de participar en la construcción de ciudades más resilientes y prósperas. Al apoyar proyectos que incorporen prácticas sostenibles, los inversores no solo pueden contribuir a la lucha contra el cambio climático, sino también beneficiarse de rendimientos interesantes en mercados en pleno crecimiento. Las ciudades del futuro, sostenibles e innovadoras, ofrecen así un terreno fértil para inversiones rentables y responsables.

En conclusión, las ciudades del futuro se perfilan en el horizonte como entidades dinámicas y sostenibles, conformadas por la innovación tecnológica y una visión decididamente orientada a la sostenibilidad, lo que no impide una convivencia entre personas «muy acomodadas» y «muy ayudadas». Los desafíos planteados por la creciente urbanización y el cambio climático, incluida la necesidad de seguridad, abren el camino a oportunidades de inversión sin precedentes, en las que los resultados financieros y la responsabilidad medioambiental van de la mano. Los inversores tienen un papel crucial que desempeñar en esta transformación, apoyando proyectos que no solo generan rendimientos interesantes, sino que también contribuyen a construir un futuro más sostenible.

**Eric de Tessières**  
Group Chief Sustainability Officer

**Nadjet Hamrouni**  
Director Sustainable Investment Solutions

**Anthony Toupin**  
Senior Analyst Global Investment Research



Renta fija



# Una mayor incertidumbre económica que no beneficia a la deuda pública.

Históricamente, cuando la economía se ralentiza y aumenta la incertidumbre, los inversores se refugian en activos denominados defensivos, como la deuda pública de los países con mejor calificación, en algunas divisas como el franco suizo y el yen, o el oro. Esta relación ya no es tan fuerte como antes. De hecho, desde principios de año, todas las TIRes de los bonos a 10 años de los principales países han subido, a pesar de que las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja debido a la incertidumbre relacionada con los aranceles, el aumento de los déficits públicos y los caóticos anuncios del gobierno de Trump.

También en Europa, el fin de la política de gasto y endeudamiento restrictiva en Alemania para financiar un amplio plan de infraestructuras (20% del PIB alemán a 10 años) impulsó los rendimientos de la renta fija. En el Reino Unido y Japón, las incertidumbres presupuestarias y una inflación superior a las expectativas tuvieron un efecto similar.

## ¿Cuáles son las causas del debilitamiento de esta relación?

Existen varios factores, aunque dos tienen un papel fundamental:

- El nivel de deuda de los Estados, que ya no pueden financiarse a tipos cercanos a cero como antes.
- Un riesgo inflacionista que sigue presente en muchos países, lo que reduce la posibilidad de una amplia flexibilización monetaria.

De hecho, los inversores vuelven a estar pendientes del mercado de renta fija debido a las finanzas públicas, lo que se refleja en un menor apetito por las emisiones con vencimientos largos. Este aumento de los rendimientos refleja un aumento de la prima de riesgo para la deuda pública. Esto es especialmente cierto en el caso de la deuda estadounidense, donde los tipos a largo plazo son muy sensibles a los anuncios relacionados con el presupuesto y a la posibilidad de aumentar de nuevo el importante déficit presupuestario (déficit presupuestario en torno al 7% previsto para 2025). La mayor incertidumbre sobre las perspectivas de inflación también es un factor importante. El reciente aumento de los niveles de inflación en el Reino Unido y Japón subraya que la lucha contra el aumento de los precios no se ha ganado en todas partes. En Estados Unidos, si bien las últimas cifras de inflación fueron alentadoras, las expectativas de inflación de los hogares

se dispararon, manteniendo a la economía estadounidense y a la Fed en la incertidumbre sobre la trayectoria de los precios.

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales tienen un margen limitado para flexibilizar su política monetaria, pese a los riesgos que lastran la actividad. Aparte del Banco Central Europeo (BCE), que en junio bajó sus tipos por octava vez consecutiva, la Reserva Federal (Fed), el Banco de Inglaterra o el Banco de Canadá se encuentran más a la expectativa («wait and see» en inglés), a la espera de tener más visibilidad sobre las perspectivas de inflación antes de centrarse en los riesgos que amenazan el crecimiento. La probabilidad de que los miembros de la Reserva Federal flexibilicen su política monetaria a corto plazo ha disminuido sensiblemente desde principios de año, al igual que las expectativas para el Banco de Inglaterra. Así, los mercados ya solo anticipan dos bajadas de tipos de la Fed en 2025, frente a más de cuatro a finales de marzo. Por último, la relación entre los tipos soberanos y el riesgo económico se ha contraído debido a la mayor competencia de las emisiones de las empresas de muy buena calidad. A medida que aumenta el volumen de emisiones de deuda pública, los bonos corporativos de alta calidad parecen mucho más interesantes y compiten con la demanda estructural e institucional que antes se asociaba con las emisiones de los países con mejor calificación.

## ¿Cuáles son las consecuencias para la asignación de activos?

Vemos dos consecuencias importantes del debilitamiento de la relación entre la deuda pública y los riesgos económicos:

- Curvas de renta fija con unos tipos a largo plazo al alza.
- Un riesgo de que los inversores que previamente habían elegido los bonos soberanos como parte de su asignación conservadora, ahora busquen otros activos defensivos.

Si bien la parte corta de la curva está protegida por los recortes de tipos de los bancos centrales y el carácter acomodaticio de las políticas monetarias actuales, el alza de los tipos a 10 años y más provocó una inclinación de la curva, tanto en la estadounidense como en la alemana o en la británica. Es probable que esta situación persista y se intensifique. En este contexto, parece oportuno exponer las carteras de renta fija o diversificadas a los activos que se benefician de esta inclinación. Históricamente, este movimiento de curva es favorable al sector financiero, cuya actividad principal es la transformación de liquidez a corto plazo en crédito a largo plazo (véase la página 52).

En cuanto a la capacidad de protección de la deuda pública, los últimos episodios de tensión del mercado y la escasa reacción de los tipos a largo plazo, que antes se beneficiaban de los flujos defensivos de los inversores, pusieron de relevancia el cambio de comportamiento de la deuda pública con mejor calificación. Así, su sensibilidad a las perturbaciones económicas y financieras se ha atenuado, sobre todo



debido a un riesgo inflacionista siempre presente y a un elevado nivel de deuda. Esto dificulta una caída rápida y repentina de su TIR. Esta reducción de su capacidad de diversificación acentúa la necesidad de sustitución en las carteras diversificadas, que necesitan activos denominados defensivos. El oro es uno de los grandes beneficiarios de este cambio, por ejemplo, pero también el franco suizo.

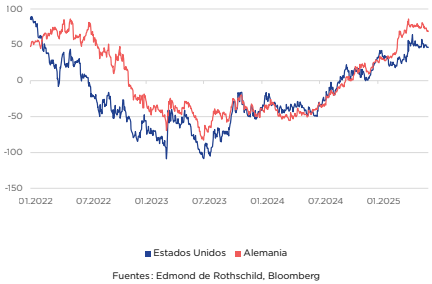
### Seguimiento de los tipos de la deuda pública

La situación en Estados Unidos sigue siendo excepcional desde 1987, ya que nunca el tipo a 10 años había registrado tal alza tras una bajada de los tipos por parte de la Reserva Federal. Desde el descenso de 50 puntos básicos (pb) de los tipos de interés de la Fed en septiembre de 2024, la TIR del bono estadounidense a 10 años subió más de 80 pb, mientras que en 1995 se había mantenido estable cinco meses después del primer recorte de tipos. La TIR cayó 52 pb de media en los meses siguientes a los primeros descensos de tipos. En Europa, pese a los ocho recortes de tipos del BCE, los tipos a 10 años bajaron poco o nada durante el periodo. Esto se ve reforzado por la reforma de los fondos de pensiones neerlandeses, los más potentes de la zona euro, que debería permitirles priorizar inversiones en renta fija de mayor riesgo, lo que debería limitar sus compras de deuda pública más segura en el futuro.

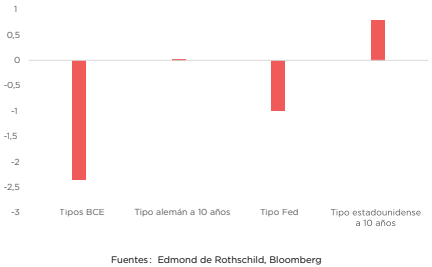
En este contexto, la deuda pública parece menos interesante debido sobre todo al aumento previsto de las emisiones para financiar mayores déficits. La inclinación de las curvas de tipos de la deuda pública y los tipos más elevados también pueden provocar una mayor volatilidad en los mercados de renta variable a corto plazo (véase la página 22). En cambio, esto no debería poner en tela de juicio el atractivo de las acciones a medio plazo, ya que un aumento de los déficits debería traducirse en un mayor crecimiento económico. Además, este entorno es favorable para el sector financiero, tanto a nivel de renta variable como de renta fija.

**Guilhem Savry**  
Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Gráfico 1:**  
Diferencia entre los tipos a 2 y 10 años de las curvas soberanas estadounidenses y alemanas, en puntos básicos



**Gráfico 2:**  
Variación de los tipos desde su primera bajada\*



\*El BCE recortó los tipos por primera vez en junio de 2024 y la Fed en septiembre de 2024





Deuda pública  
estadounidense



# Deuda pública estadounidense : ¿Pilar estructural o fuente de vulnerabilidad?

La reelección de Donald Trump reavivó la inestabilidad en los mercados financieros mundiales. Los primeros anuncios económicos de su nuevo mandato aumentaron las incertidumbres en torno a los activos estadounidenses. Si bien los mercados de renta variable reaccionaron con nerviosismo, la deuda pública estadounidense, tradicionalmente percibida como un valor refugio, no se libró.

Desde hace varios meses, los mercados parecen estar más gobernados por las emociones que por los fundamentales económicos. El episodio del «Liberation Day» de principios de abril, marcado por el anuncio de nuevas medidas arancelarias, ilustró este fenómeno con un pico de volatilidad. Sin embargo, esta reacción, aunque fue espectacular, duró poco y no puso en entredicho la sostenibilidad de la deuda estadounidense. Pero hay una pregunta: ¿estamos asistiendo este año a un cambio de régimen estructural para los bonos del Tesoro (o Treasuries)?

## Una deuda pública bajo la lupa

La deuda estadounidense superó el 120 % del PIB en 2025, uno de los niveles más altos de las grandes economías. Esta degradación, iniciada en la década de 1980, se aceleró con la pandemia de COVID-19, sin indicios de ralentización. El principal motor de esta dinámica sigue siendo el déficit presupuestario, que podría superar el 7% del PIB para 2026, en función de las políticas presupuestarias del gobierno de Trump.

Este déficit debe compararse con un crecimiento nominal de alrededor del 5%, es decir, un diferencial del 2%. Es cierto que este desequilibrio es preocupante, pero sigue siendo menos pronunciado que en otras grandes economías, como Francia, donde la diferencia entre déficit y crecimiento nominal se sitúa en torno al 3%. Estructuralmente, Estados Unidos tiene un potencial de crecimiento nominal superior al de Europa, tanto en términos de crecimiento real como de inflación, lo que le da un mayor margen de maniobra fiscal.

El gobierno de Estados Unidos tendrá que hacer frente a una creciente necesidad de financiación, con la refinanciación de un tercio de su deuda en 2025. Esta situación se desarrolla en un contexto de tipos elevados, lo que aumenta la sensibilidad a las variaciones de tipos, sobre todo en un entorno en el que las emociones parecen dictar los

movimientos del mercado. Sin embargo, este estrés debe relativizarse en relación con una demanda constante de los actores institucionales, tanto estadounidenses como internacionales.

## Una reacción contenida en el mercado

A pesar de las tensiones, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense sigue siendo positiva desde principios de año. El índice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index), equivalente de renta fija del VIX (Volatility Index), alcanzó un pico de volatilidad desde hace dos años alrededor del 2 de abril, pero los tipos apenas han variado desde finales de 2024. El tipo a 10 años se situaba en el 4,5% a principios de junio, frente al 4,6% de diciembre (véase el gráfico 1). Esto ha generado una rentabilidad global superior al 2% desde el inicio del año, vinculada al carry de los tipos elevados.

La principal evolución se sitúa en el nivel de la curva de tipos. Los inversores priorizaron los vencimientos cortos, lo que provocó una caída de más de 20 puntos básicos en los tipos a 2 años. Por el contrario, el tipo a 30 años superó el 5% a finales de mayo, su nivel más alto desde 2007. Así, el diferencial entre los tipos a 2 y 30 años se ha inclinado 40 puntos básicos: un claro indicio de una prima de plazo más elevada.

Este movimiento refleja un arbitraje: por un lado, una preferencia por el corto plazo, percibida como más segura en un entorno incierto; por otro, una exigencia de remuneración más elevada a largo plazo ante la opacidad de la trayectoria presupuestaria estadounidense.

## Un activo clave entre incertidumbres políticas y fundamentales sólidos

En los próximos meses, la volatilidad debería seguir siendo elevada, puesto que Donald Trump desea acelerar sus reformas antes de las elecciones de mitad de mandato de 2026. La cuestión del recorte de los tipos también sigue abierta: la Reserva Federal espera señales claras de control de la inflación para actuar, mientras que el presidente aboga por una relajación más rápida. Este pulso se vio reforzado por los rumores en torno al nombramiento de Scott Bessent para suceder a Jerome Powell al frente de la Fed en mayo de 2026. Esta perspectiva podría afectar a la percepción de la independencia de la institución, una fuente potencial de inestabilidad para los mercados. Esta sustitución podría reforzar el escenario de relajación monetaria, intensificando aún más la inclinación de la curva.

A pesar de ello, los bonos del Tesoro conservan importantes ventajas. Constituyen el mercado de renta fija más profundo y líquido del mundo. Siguen siendo el núcleo del sistema financiero mundial, por su papel de colateral y su condición de referencia para los inversores institucionales.



En el plano económico, los fundamentales de Estados Unidos siguen siendo sólidos: crecimiento resiliente, inflación en vías de estabilización y bajo desempleo. A pesar de la retirada de la calificación crediticia AAA por parte de la agencia de calificación Moody's en mayo, la capacidad fiscal de Estados Unidos sigue siendo elevada. La tasa de ingresos fiscales en relación con el PIB, de solo el 27%, es inferior a la media de los países de la OCDE (34%), lo que ofrece márgenes de maniobra potenciales.

### Navegar con sabiduría

La deuda pública estadounidense conserva su estatus central en el sistema financiero mundial. Sus TIRes, superiores al 4% nominal y cercanos al 2% real, figuran entre los más atractivos de las grandes economías mundiales (véase el gráfico 2). Esta TIR remunera la incertidumbre.

En este contexto, se impone un enfoque selectivo. Los vencimientos cortos e intermedios permiten beneficiarse del carry limitando al mismo tiempo la exposición a una subida de las primas de plazo.

Por lo tanto, pese a las tensiones, los bonos del Tesoro siguen siendo un activo que debe considerarse para la construcción de una cartera diversificada. Su papel estabilizador y su liquidez excepcional lo convierten en una herramienta interesante, aunque ahora debe manejarse con sabiduría.

**Gary Girault, CFA**  
Head of Fixed Income Expertise - Discretionary Portfolio  
Management Switzerland

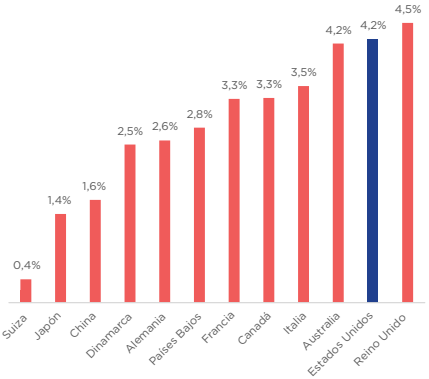
**Guilhem Savry**  
Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Gráfico 1:**  
El tipo estadounidense a 10 años se mantiene en torno al 4,25% desde hace 2 años a pesar de una mayor volatilidad



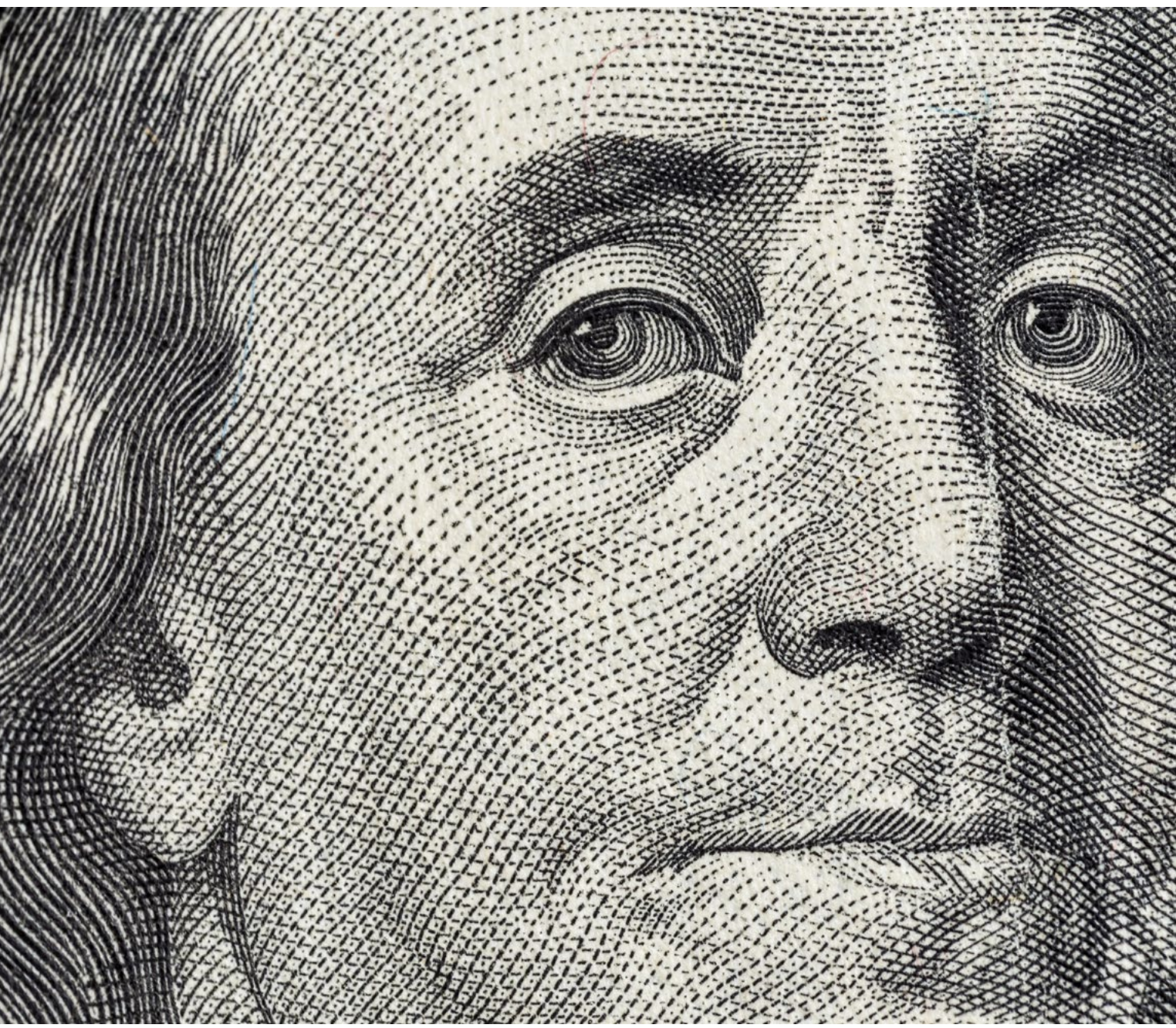
Fuentes: Edmond de Rothschild, Bloomberg a 30/06/2025.

**Gráfico 2:**  
Uno de los tipos a 10 años más atractivos de las grandes economías mundiales



Fuentes: Edmond de Rothschild, Bloomberg a 30/06/2025.





Mercado de divisas





# ¿El fin del dólar como valor refugio?

La pérdida de confianza de los inversores internacionales en el sistema financiero estadounidense se confirma y podría acabar con el uso del billete verde como valor refugio en caso de crisis política o financiera.

## Un culebrón estadounidense

El culebrón de los aranceles estadounidenses se ha ampliado con una nueva temporada. En nombre de la seguridad nacional, el presidente decidió aumentar los impuestos al acero y al aluminio del 25 al 50%. Al mismo tiempo, la Casa Blanca se enfrenta a una resistencia legal, ya que sus aranceles han sido considerados ilegales por el Tribunal de Comercio Internacional de Estados Unidos con sede en Nueva York y un Tribunal Federal de Washington.

Por el momento, no se ha anunciado ninguna suspensión de los impuestos. Pero una espada de Damocles planea por encima de las medidas estrella del programa de Trump. La reacción de los mercados parece menos epidérmica que en episodios arancelarios anteriores, ya que la opinión parece considerar cada vez más que Donald Trump no tiene la intención de aplicar realmente estos aranceles, sino más bien usarlos para asegurar una posición de fuerza en sus negociaciones comerciales con el resto del mundo.

Lo que es más preocupante es que los reiterados insultos y críticas a Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, claramente representan una amenaza para la independencia de esta entidad. Estos se producen en un contexto en el que la agencia Moody's decidió finalmente rebajar la calificación de la deuda estadounidense y en el que esta misma deuda podría ascender a nuevos máximos siguiendo la estela de la «gran ley» presupuestaria pretendida por el presidente Trump («One Big Beautiful Bill»). Todo esto a medida que las tensiones políticas alcanzan un alto nivel en un contexto de discordia entre Trump y Musk, despliegue de la Guardia Nacional en Estados Unidos durante los enfrentamientos de junio en Los Ángeles y falta de avances significativos por parte del gobierno de Trump para alcanzar la paz en Ucrania y Gaza. Todos estos argumentos abogan en contra del uso del dólar como valor refugio e incitan a los inversores a perseguir una desdolarización progresiva, priorizando la diversificación por el oro y volviendo a considerar las criptomonedas.

Por último, si bien la inflación sigue controlada, el riesgo de ralentización de la economía estadounidense aumenta con una caída de las creaciones de empleo. La Reserva Federal podría decidir finalmente bajar su tipo de referencia para apoyar el crecimiento y, de este modo, reducir el carry positivo a favor del dólar.

## En Europa, el crecimiento resiste mejor de lo previsto

En la Unión Europea, el crecimiento se muestra más resistente de lo previsto inicialmente, la inflación está actualmente bajo control y el Banco Central Europeo ha alcanzado el nivel que considera neutro para su tipo oficial del 2%. Sin una razón particularmente para reducir tipos aun más, el BCE podría elegir la inacción en sus próximas reuniones de política monetaria. De este modo, si bien la Fed comenzaría a bajar sus tipos, el carry favorecería una apreciación del euro frente al dólar, como sugiere el gráfico 1 de las previsiones de carry a tres meses. Además, en caso de unas negociaciones comerciales más equilibradas de lo previsto con Estados Unidos, la sorpresa económica estaría en el lado europeo, con un efecto positivo en la divisa. De aquí a finales de año, se impone una evolución hacia el 1,20 como nuestro escenario base.

La posibilidad de aranceles del 31% mencionada por el presidente Trump para gravar las importaciones procedentes de Suiza plantea un riesgo económico importante. Sobre todo teniendo en cuenta que, desde principios de año, el dólar ha perdido un 10% de su valor frente a la divisa suiza, lo que ha reducido aún más la posición competitiva de los exportadores suizos. Los flujos en el franco suizo siguen siendo fuertes, por razones de diversificación del riesgo en un valor refugio. El Banco Nacional Suizo tiene motivos para querer estabilizar el valor del franco. Sin embargo, no debería privilegiar el arma de las reservas de divisas (véase el gráfico 2) para evitar que Suiza sea calificada como país manipulador de divisas por Estados Unidos, sobre todo en tiempos de negociaciones comerciales. Por lo tanto, lo más evidente es la aplicación de tipos de interés negativos para disuadir a los especuladores y reducir el atractivo del franco.

Gráfico 1:  
Previsiones de carry a 3 meses (EUR/USD)

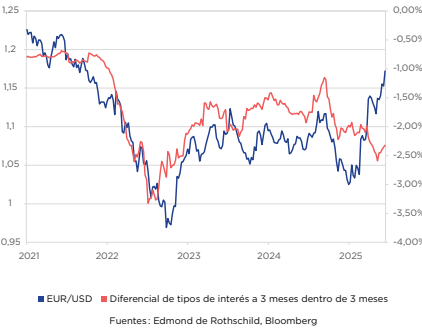
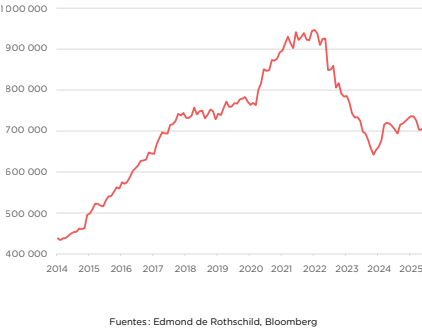


Gráfico 2:  
Reservas del Banco Nacional Suizo en moneda extranjera





## El gran ganador sigue siendo el oro

Es cierto que el oro se mueve en una zona de entre 3200 y 3400 desde su máximos históricos en 3500, durante las primeras amenazas a la independencia de la Reserva Federal. No obstante, parecen existir razones para que se produzca un nuevo máximo histórico. El movimiento progresivo de desdolarización de los bancos centrales, que aprovechan los vencimientos de la deuda estadounidense para reinvertir en oro, continúa. El interés por el oro como valor refugio y herramienta de diversificación de la cartera sigue siendo elevado. Por último, la bajada del tipo de interés que se paga por el dólar reduce las caídas para los tenedores de oro y sostiene el precio de la onza.

**Jean-Marc Guillot**

Responsable Tesorería Grupo

### 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



