

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

El conflicto en Oriente Medio se ha intensificado y regionalizado. El ataque coordinado de Estados Unidos e Israel contra Irán el 28 de febrero —dirigido a líderes e instalaciones militares y nucleares del país— marcó el inicio de un conflicto que ha concentrado la atención mediática, de los analistas económicos y de los mercados financieros durante el último mes. Estados Unidos justificó el ataque por su voluntad de impedir que Irán desarrolle armas nucleares, aunque, en otras ocasiones, también ha hecho referencia a la intención de promover un cambio de régimen en el país mediante el apoyo a las protestas populares que habían afectado a este en los meses anteriores.

Irán ha respondido con ataques contra infraestructuras en prácticamente todos los países del golfo Pérsico alineados con Estados Unidos y con el cierre selectivo del tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz, con consecuencias relevantes para los mercados energéticos globales. Inicialmente, los ataques se centraron en objetivos militares, aunque, posteriormente, la escalada ha afectado también a infraestructuras: (i) civiles, como aeropuertos y plantas de desalinización; y (ii) energéticas, incluyendo la principal terminal de carga de gas natural en Catar (con afectaciones multianuales a una sexta parte de su capacidad) y la instalación petrolífera de Fujairah, en Emiratos Árabes Unidos, situada fuera del golfo Pérsico y, por tanto, no afectada por el cierre de Ormuz. Tras el fallecimiento del líder supremo, el ayatolá Ali Khamenei, su hijo, Mojtaba Khamenei, fue designado como sucesor, en medio de rumores sobre su estado de salud, dado que aún no ha efectuado ninguna comparecencia pública.

La comunicación de Estados Unidos y del presidente Trump durante el conflicto ha sido errática y ha oscilado entre declaraciones tempranas y reiteradas de victoria, amenazas de ataques indiscriminados contra Irán y peticiones a aliados —e incluso a otros países— de apoyo para reabrir el tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz.

- **El pasado 22 de marzo, el presidente Trump amenazó con ataques a todas las centrales eléctricas de Irán,** dando un plazo de 48 horas para la apertura del tráfico en el estrecho de Ormuz. Ante el fuerte impacto en los mercados financieros, Trump anunció la existencia de conversaciones «productivas» con Irán y un alto el fuego de cinco días que, posteriormente, amplió en diez días adicionales, hasta el 6 de abril.
- **Ante el cierre del estrecho de Ormuz por parte de Irán, el presidente Trump pidió, a través de su red social, ayuda militar a diversos países aliados —pero también a China— para forzar su reapertura.** Entre los grandes países, ninguno ha aportado recursos a esta operación al considerar que se trata de una actuación fuera de su ámbito operativo y/o que no ha mediado una solicitud formal por parte de Estados Unidos.

Israel no estaría respetando el alto el fuego anunciado por Estados Unidos y habría seguido con sus ataques contra líderes e infraestructuras eléctricas, militares y nucleares iraníes, y también habría intensificado su campaña en el Líbano, lo que refleja su voluntad de crear una zona de seguridad con presencia permanente. Por su parte, Estados Unidos, a pesar de priorizar las conversaciones de paz que están teniendo lugar en Pakistán, ha seguido reforzando su presencia militar en la zona, incluidas unidades anfibas. Los países del golfo Pérsico, liderados por Arabia

Saudí, buscan un equilibrio entre una desescalada que permita recuperar la estabilidad geopolítica de la región —necesaria para buena parte de sus proyectos económicos— y evitar que Irán establezca un control semipermanente sobre el tráfico en Ormuz, como el que ya ejerce *de facto*. Finalmente, los hutíes del Yemen, próximos a Irán, han atacado con misiles a Israel y han expresado su disposición a afectar el tráfico marítimo en el estrecho de Bab el-Mandeb —el extremo sur del mar Rojo—, que da acceso al canal de Suez, por donde circula el 20 % del comercio internacional mundial, y que ha ganado importancia en el mercado del crudo por el uso por parte de Arabia Saudí de sus terminales en el mar Rojo.

Geopolíticamente, el conflicto ha supuesto: (i) **poner de manifiesto la erosión de Estados Unidos como potencia hegemónica global**, al haberse visto forzado a pedir ayuda para abrir Ormuz y a levantar las sanciones a Rusia e Irán; (ii) **constatar el deterioro de las relaciones entre Estados Unidos y sus aliados tradicionales**, incluida la OTAN, que ha vuelto a ser criticada por Trump («no lo olvidaremos»); y (iii) **reforzar las posiciones de Rusia —impulsada por el levantamiento de las sanciones y los precios más elevados del petróleo— y de China —como defensora del orden global, en un contexto de menor presencia militar estadounidense en su zona de influencia y de refuerzo de sus argumentos para la anexión de Taiwán.**

El impacto económico del conflicto dependerá de su duración y severidad, ya que el precio del petróleo y el del gas natural constituyen la principal vía de transmisión a la economía global, aunque el *shock* también afecta a otras materias primas, como los fertilizantes, el aluminio y el helio. El cierre de Ormuz supone la retirada del mercado de unos 20 millones de barriles al día (mb/d), de los que solo una parte puede compensarse con aumentos de oferta por parte de otros productores (incluido el propio Irán), el uso del oleoducto Este-Oeste y de las terminales del mar Rojo de Arabia Saudí, el levantamiento de las sanciones a Irán y Rusia y la liberación de reservas estratégicas de crudo por parte de los países miembros de la Agencia Internacional de la Energía. Todo ello sitúa la pérdida total de oferta derivada del conflicto entre 6 y 10 mb/d, compatible con los precios alcanzados e incluso superiores. El impacto económico estimado es que cada 10 dólares de aumento permanente en el precio del crudo podría suponer hasta tres décimas de mayor inflación (+0,3 p. p.) y una décima de menor crecimiento del PIB (-0,1 p. p.), aunque este impacto varía en función de las características de cada economía, incluyendo su intensidad energética, la importancia de los combustibles fósiles en su mix energético y las medidas compensatorias que puedan adoptar las autoridades. Los precios actuales generan un efecto base que impulsará la inflación al alza de forma temporal en la totalidad de economías.

El conflicto entra en su quinta semana y las perspectivas de su cierre dependen en gran medida de la voluntad y capacidad de resistencia militar de Irán. El régimen de Teherán está buscando infligir daño económico y financiero a Estados Unidos y a sus aliados en la región como una herramienta de presión y de disuasión de futuros ataques. Estados Unidos ha dejado clara su posición de buscar un cierre rápido del conflicto que permita la normalización del precio del crudo y de los mercados financieros en general, aunque su gran aliado regional, Israel, sigue priorizando aumentar el daño a Irán, incluso ignorando las órdenes emitidas desde Washington. Un daño excesivo sobre la economía global podría limitar el apoyo —más tácito que explícito— que Irán ha encontrado hasta la fecha en países como China e India, especialmente considerando que ha tratado de limitar las interrupciones en los flujos energéticos a estos países. Al mismo tiempo, los nuevos líderes de Irán están buscando reafirmar su liderazgo dentro del país y no se pueden permitir un acuerdo de paz que sea percibido como una derrota o una capitulación, en un contexto en el que su proyección de fortaleza regional ha quedado cuestionada por el conflicto. Resulta positiva la voluntad de intermediación exhibida por Pakistán, con el apoyo de países moderados de la región como Egipto y Turquía. Con todo, los factores para poner fin al conflicto pasan mayoritariamente por Teherán, que podría extenderlo al menos hasta recibir presión diplomática por parte de China y/o nuevas amenazas militares de Estados Unidos que se concreten en acciones contra sus líderes.

► **Focus:** [Conflicto en Irán y Oriente Medio: análisis y perspectivas](#) (5-mar-2026)

1.2. Política doméstica

En Estados Unidos, las encuestas y los resultados de los comicios estatales apuntan a una mayor debilidad de Trump y del Partido Republicano. Los candidatos demócratas se impusieron en dos elecciones para escaños en el Congreso del estado de Florida, en dos distritos en los que Trump se había impuesto en las elecciones de 2024 con un notable margen de victoria (de 11 puntos porcentuales en uno y de unos 8 puntos en el otro). Además, algunos de los candidatos apoyados por Trump están sufriendo derrotas en las elecciones primarias del Partido Republicano, lo que sugiere un menor peso del apoyo del presidente a la hora de movilizar el voto dentro de las bases del partido. En relación con las encuestas, el conflicto en Oriente Medio tiene un apoyo muy reducido entre los votantes independientes e incluso entre los republicanos más ortodoxos y menos próximos a la base trumpista/MAGA. Con ello, el conflicto ha llevado la popularidad de Trump a un mínimo de su presidencia, lo que resulta preocupante de cara a las elecciones de medio mandato que se celebran a principios de noviembre.

El gobierno de Meloni en Italia sufrió un revés en su propuesta de reforma constitucional del sistema judicial, lo que provocó la dimisión de tres miembros del gobierno. La reforma contemplaba modificar el Consejo Superior de la Magistratura, reduciendo su autonomía, al tiempo que separaba las carreras profesionales de jueces y fiscales. El gobierno defendía que constituía una agilización de la justicia, mientras que la oposición advertía que debilitaba su independencia y el sistema de contrapesos democráticos. El «no» a la reforma se impuso con cerca del 54 % de los votos, en unos comicios que alcanzaron una participación relativamente elevada (cercana al 60 %). Meloni descartó la convocatoria de elecciones anticipadas, pero forzó la salida de dos altos cargos del Ministerio de Justicia y de la ministra de Turismo, afectada por algunos escándalos legales.

En España, el Partido Popular se impuso en las elecciones de Castilla y León, aunque destaca la relativa resiliencia del PSOE. El Partido Popular logró 33 escaños (ant.: 31), por lo que necesitará los votos de Vox (14 escaños; ant.: 13) para alcanzar la mayoría absoluta, situada en 42 escaños. El PSOE, por su parte, aumentó su representación hasta los 30 diputados (ant.: 28), en contraste con la desaparición del arco parlamentario de Podemos y Ciudadanos. Las negociaciones para la formación de gobierno están en marcha. Por otra parte, en Extremadura aún no se ha podido formar gobierno y prosiguen las negociaciones entre el Partido Popular y Vox, que cuentan con apoyos suficientes si son capaces de alcanzar un acuerdo.

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

La economía estadounidense mostró un contraste entre la fortaleza de los datos de confianza empresarial, relativamente más positivos, y los del mercado laboral, más débiles. En concreto, el mercado laboral destruyó 92.000 empleos en febrero y la tasa de paro repuntó hasta el 4,4 % (ene26: 4,3 %), aunque, según diversos analistas, el dato podría haber estado negativamente afectado por unas condiciones meteorológicas más adversas de lo habitual en un mes de febrero. Una nueva aceleración de los salarios hasta el 3,8 % interanual (ene26: 3,7 %) confirma la importancia de la restricción de oferta de trabajadores provocada por la política inmigratoria restrictiva aplicada por la Administración Trump. En cambio, la confianza empresarial ISM del sector servicios repuntó en febrero hasta 56,1 (ene26: 53,8), con una mejora generalizada por componentes, y la confianza en el sector manufacturero se moderó menos de lo esperado (52,4; ene26: 52,6). En este contexto, resultará relevante el posible impacto adverso del conflicto bélico en Oriente Medio y del aumento del precio de la energía sobre la confianza de los agentes económicos. Este mismo factor también será determinante para el devenir de la inflación, que en

febrero se mantuvo en el 2,4 % interanual, mientras que el índice subyacente se situó en el 2,5 % interanual.

En China, el sector exterior mantiene su vigor, mientras que los datos domésticos mejoran ligeramente. Las exportaciones se aceleraron en enero-febrero hasta un 21,8 % interanual (se combinan ambos meses para evitar distorsiones propias del Año Nuevo lunar), su mayor ritmo desde 2022. Por destinos, el dinamismo de las exportaciones a África, a la UE y al resto de Asia compensa el retroceso en las dirigidas a Estados Unidos, mientras que, por sectores, destacan los semiconductores, los automóviles y, en general, las exportaciones de bienes de alta tecnología. El arrastre del sector exterior se dejó sentir en la producción industrial, que aumentó un 6,1 % interanual en los dos primeros meses del año, mientras que la inversión en activos fijos creció un 1,8 % (dic25: -3,8 %). En contraste, el sector inmobiliario registró una nueva caída de los precios, tanto de la vivienda nueva como de la de segunda mano, por 33.º mes consecutivo. El previsible aumento de la inflación en el país —que ha registrado tasas muy reducidas o negativas de variación de los precios en los últimos años—, derivado del también previsible aumento de los precios energéticos, podría contribuir a reanclar las expectativas de inflación en niveles más elevados, pero, al mismo tiempo, dificultar el alcance de las tasas de crecimiento real entre el 4,5 % y el 5,0 %, que las autoridades definieron como objetivos para 2026.

La zona euro, que ya había mostrado cierta debilidad en meses anteriores, empieza a sentir el impacto del conflicto. Los datos venían apuntando a un debilitamiento de la actividad, con un fuerte retroceso de la producción industrial en enero hasta el -1,2 % interanual (dic25: 2,2 % interanual), en datos ajustados por estacionalidad y días trabajados, en contraste con una cierta resiliencia de las ventas al detalle (2,0 % interanual; dic25: 1,8 %). La primera evidencia del impacto se ha dejado sentir en el índice agregado de confianza empresarial, cuyo PMI se situó en marzo en 50,5 (feb26: 51,9), un mínimo de diez meses, con una mayor resiliencia del sector manufacturero (51,4; feb26: 50,8) que la del sector servicios, que retrocedió con fuerza (50,1; feb26: 51,9). Por su parte, el dato adelantado de inflación de marzo se aceleró hasta el 2,5 % interanual, desde el 1,9 % del mes anterior, mientras que la tasa subyacente retrocedió hasta el 2,3 % interanual (feb26: 2,4 %), lo que confirma que, por el momento, el impacto se ha concentrado en los precios de la energía.

España se encontraba en proceso de ligera desaceleración económica antes del inicio del conflicto en Oriente Medio. El índice de confianza empresarial del sector servicios se moderó en febrero hasta 51,9 (ene26: 53,5), mientras que el índice del sector manufacturero repuntó solo hasta 50,0 (ene26: 49,2), tras dos meses seguidos en terreno contractivo. En este contexto, diversos organismos han revisado a la baja las perspectivas de crecimiento para el país. En el caso de la OCDE, hasta el 2,0 % en 2026 (ant.: 2,1 %) y hasta el 1,7 % en 2027 (ant.: 1,8 %), mientras que prevé que la inflación se sitúe en el 3,0 % como consecuencia del conflicto en Oriente Medio. El FMI, por su parte, también revisó ligeramente las perspectivas de crecimiento para 2026 (2,1 %; ant.: 2,3 %) y para 2027 (1,8 %; ant.: 1,9 %), igualmente como consecuencia del conflicto en Oriente Medio. En relación con el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda sigue manteniendo un dinamismo elevado y se aceleró hasta el 12,9 % interanual en el 4T25 (3T25: 12,8 %), según los datos publicados por el INE. Finalmente, la inflación se aceleró hasta el 3,3 % interanual en el dato preliminar de marzo (feb26: 2,3 %), mientras que la tasa subyacente —que excluye la energía y los alimentos— se mantuvo en el 2,7 % interanual. **El gobierno ha aprobado un paquete de medidas para mitigar el impacto del conflicto en Oriente Medio**, que incluye, entre otras: (i) la rebaja del IVA sobre gasolina, gas y electricidad (del 21 % al 10 %); (ii) la reducción del impuesto especial sobre hidrocarburos y la suspensión del impuesto sobre la producción eléctrica; (iii) ayudas sectoriales (agricultura, transporte, etc.); y (iv) la prórroga automática de los contratos de alquiler durante los próximos dos años.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2025 (FMI, oct-25)
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	
Estados Unidos	PIB (% interanual)	2,0	2,3	2,4	2,0
	IPC (% interanual)	2,4	2,7	2,8	2,7
	Tasa de paro (%)	4,4	4,5	4,2	4,2
Zona euro	PIB (% interanual)	1,2	1,4	1,3	1,2
	IPC (% interanual)	2,5	2,0	2,2	2,1
	Tasa de paro (%)	6,1	6,3	6,3	6,4
España	PIB (% interanual)	2,7	2,7	3,7	2,9
	IPC (% interanual)	2,7	2,6	2,0	2,4
	Tasa de paro (%)	9,9	10,5	10,6	10,8

Fuente: Bloomberg y FMI.

2.2. Entorno financiero

El BIS, en su informe trimestral, estudia cómo los mercados financieros se están ajustando a los cambios en las tendencias de fondo. En concreto, la institución señala el menor atractivo de los activos que habían tenido comportamientos destacados en el actual contexto de mayor volatilidad, más aún tras el estallido del conflicto en Oriente Medio. Esta rotación ha perjudicado a la renta variable de Estados Unidos (principalmente en perfiles de *growth* y *large cap*) y ha apoyado a las bolsas europeas y japonesas. En los mercados de renta fija, el BIS destaca que la narrativa anterior de aumento de la pendiente de la deuda soberana como consecuencia de crecientes riesgos fiscales se ha visto recientemente interrumpida por, entre otros factores, un aumento de las expectativas de inflación a corto plazo. De forma estructural, el informe advierte sobre los posibles riesgos que se acumulan en el crédito privado, asociado al sector del *software* y la inteligencia artificial (IA).

Un número creciente de analistas financieros, supervisores y organismos internacionales están alertando sobre la acumulación de riesgos en los mercados de crédito privado (*private credit*), especialmente en Estados Unidos. En un contexto de tensionamiento de las condiciones financieras globales, el mes de marzo ha registrado diversos episodios en los que fondos de crédito privado han limitado los reembolsos (*gating*), al superarse el porcentaje máximo establecido en sus folletos de inversión (generalmente fijado en el 5 %). Estos episodios han afectado a gestoras especializadas (como Cliffwater y Ares), pero también a grandes gestoras (como BlackRock) e incluso a bancos de inversión (como J. P. Morgan).

3. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

3.1. Bancos centrales

3.1.1. BCE

El BCE, en su reunión del 19 de marzo, mantuvo inalterados los tipos de referencia, dejando el tipo de depósito en el 2,00 %. Sin embargo, la actualización de perspectivas, el comunicado y la rueda de prensa posterior mostraron el abandono del discurso de comodidad con la situación macroeconómica y evidenciaron una mayor voluntad de actuar, presumiblemente para luchar contra el impacto inflacionario del *shock* de petróleo propiciado por el conflicto en Irán.

En la rueda de prensa posterior a la reunión, la presidenta del BCE, Lagarde, advirtió que los riesgos para el crecimiento están sesgados a la baja y que los riesgos sobre la inflación están sesgados al alza, especialmente a corto plazo. En este contexto, Lagarde rehusó afirmar que el BCE se encontrara cómodo con la actual situación y prefirió señalar que la institución está bien posicionada para alcanzar el objetivo de estabilidad de la inflación en torno al 2 % a medio plazo. Asimismo, destacó el uso de expresiones como «agilidad» y «hacer lo que sea necesario». En

declaraciones posteriores, Lagarde ha afirmado que los mercados financieros podrían estar siendo excesivamente optimistas en relación con la situación en Irán.

En cuanto a las perspectivas económicas, el BCE indicó que trabaja con un escenario base —que ha revisado a la baja—, además de otros dos: uno adverso y otro aún más severo en términos de impacto del conflicto. En el escenario base, el BCE revisó al alza la inflación para 2026 hasta el 2,6 % (ant.: 1,9 %) y hasta el 2,0 % para 2027 (ant.: 1,8 %) y no realizó cambios en sus perspectivas para 2028. La actividad, en cambio, solo se revisó a la baja en 2026 hasta el 0,9 % (ant.: 1,2 %) y se mantiene sin cambios para 2027 y 2028. El escenario adverso contempla la persistencia del *shock* en las interrupciones energéticas hasta el 3T26 y hasta el 4T26 en el escenario severo. En este escenario, la inflación podría superar el 4 % en 2026.

El mercado, en las fases más agudas de aversión al riesgo, ha llegado a descontar hasta tres incrementos de los tipos de referencia del BCE en el conjunto de 2026, lo que contrasta con las perspectivas de estabilidad en estos tipos de interés antes del estallido del conflicto.

3.1.2. Fed

La Fed decidió mantener estables sus tipos de interés de referencia en el rango del 3,50-3,75 % en su reunión del 18 de marzo. La decisión contó con el único voto en contra de S. Miran, próximo a Trump, que volvió a votar a favor de un recorte de 25 puntos básicos de los tipos de referencia. La actitud exhibida por el comunicado y por el presidente de la Fed, Powell, en la rueda de prensa posterior a la reunión fue de cautela. Powell mostró una mayor preocupación por la inflación e indicó que esta debe moderarse antes de que la Fed pueda volver a acometer recortes del tipo rector este año. En cualquier caso, señaló que una mayoría de los miembros del Comité de Política Monetaria no espera aumentar los tipos oficiales este año.

La Fed actualizó sus perspectivas económicas sin realizar cambios sustanciales en actividad ni en inflación y revisó ligeramente al alza la inflación para 2026 (hasta el 2,7 % anual; ant.: 2,4 %) y para 2027 (hasta el 2,2 %; ant.: 2,1 %), con una revisión aún más reducida de la tasa subyacente del deflactor del consumo personal, su medida preferida de inflación. Respecto a las perspectivas de los miembros del Comité de Política Monetaria sobre los tipos de interés oficiales, se mantiene, en promedio, la visión de un recorte adicional del tipo rector en 2026, lo que sugiere una interpretación del *shock* de inflación como eminentemente temporal.

El próximo 13 de abril, el Senado celebrará la audiencia de confirmación de Kevin Warsh, candidato propuesto por Trump para sustituir a Powell como presidente de la Fed. El senador republicano Thom Tillis, miembro del Comité Bancario del Senado, ha indicado que se opondrá al nombramiento hasta que la Administración Trump no cierre la investigación criminal iniciada contra Powell por el coste de unas obras de renovación de los edificios de la Fed. Sobre este asunto, Powell, en la rueda de prensa posterior a la reunión de la Fed, lo dio por cerrado y se mostró dispuesto a continuar en el comité si su sucesor no es nombrado a tiempo.

► **Focus:** [¿Cómo será la Fed bajo la dirección de Kevin Warsh?](#)

El mercado no descuenta un recorte del tipo rector de la Fed ni en su próxima reunión ni en ninguna de las reuniones de 2026, frente a algo más de dos recortes adicionales hasta finales de 2026 que preveía el mercado el mes anterior.

3.1.3. Otros bancos centrales

La práctica totalidad de los bancos centrales que celebraron reuniones de política monetaria durante este mes adoptaron una actitud de cautela (*wait-and-see*) a la espera de que se concreten los impactos macroeconómicos y financieros del conflicto en Oriente Medio. Es importante recordar que estos *shocks* de oferta suponen un reto para los bancos centrales al

generar movimientos contrarios en actividad (a la baja) y en precios (al alza), abriendo dudas sobre la política óptima.

El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo rector en el 3,75 % en su reunión de marzo, en una decisión tomada por unanimidad por primera vez desde septiembre de 2021, y exhibió una actitud proclive a ajustar su política monetaria al indicar su «disposición a actuar» y al eliminar del comunicado las referencias a futuros rectores del tipo oficial. El mercado descuenta dos aumentos del tipo rector del Banco de Inglaterra en sus reuniones de primavera y verano, lo que contrasta con los prácticamente dos recortes descontados antes del inicio del conflicto.

Otros bancos centrales que han mantenido inalterados sus tipos de interés en sus reuniones de política monetaria del mes de marzo son el Banco de Japón (0,75 %), el Banco Nacional de Suiza (0,00 %) y el Riksbank de Suecia (1,75 %).

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
28 de abril	Reunión del Banco de Japón	Se descuenta una probabilidad elevada (69 %) de un aumento del tipo de referencia
29 de abril	Reunión de la Fed	No se descuenta ninguna acción sobre el tipo rector
30 de abril	Reunión del BCE	Se descuenta una probabilidad alta (50 %) de un aumento del tipo de referencia
30 de abril	Reunión del Banco de Inglaterra	Se descuenta una probabilidad alta (43 %) de un aumento del tipo de referencia

3.2. Renta fija

Las curvas de deuda soberana se han desplazado al alza en el último mes. Este movimiento se explica por las mayores perspectivas de inflación derivadas del aumento de los precios energéticos provocado por el conflicto en Oriente Medio, lo que impulsa la compensación por inflación exigida por los inversores —ante una inflación más elevada y una mayor incertidumbre y volatilidad sobre esta— y por la mayor probabilidad de que los bancos centrales eleven sus tipos de interés oficiales para contenerla. De hecho, en un contexto de aversión al riesgo en los mercados financieros, la rentabilidad real de los bonos (excluyendo la compensación por inflación) se habría desplazado a la baja.

El aumento de la rentabilidad ha sido más marcado en los tipos de interés a corto plazo, ya que es donde podría concentrarse el periodo inflacionario y al ser los más afectados por el cambio de perspectivas sobre la política monetaria. Con ello, **la curva ha tendido a un cierto aplanamiento**, más claro en la deuda pública europea que en la estadounidense. Esto responde, posiblemente, a: (i) el deterioro de las perspectivas fiscales en Estados Unidos por los costes directos del conflicto; (ii) la previsible necesidad de los Estados del golfo Pérsico de reducir sus tenencias de bonos de Estados Unidos para adoptar medidas de estímulo económico ante el impacto del conflicto; y (iii), de forma más estructural, una nueva erosión de la base compradora de activos del Tesoro de Estados Unidos por parte de estos mismos países.

Las primas de riesgo soberano europeas han repuntado en un entorno de mayor aversión al riesgo. La prima de riesgo a 10 años de España ha vuelto a situarse por encima de los 50 puntos básicos, un máximo desde noviembre de 2025, en contraste con los niveles por debajo de los 40 puntos básicos que había alcanzado durante los dos primeros meses del año. En el caso de la deuda francesa, el repunte la ha llevado por encima de los 70 puntos básicos, frente a niveles por debajo de los 60 puntos básicos en los que había cotizado durante el mes de febrero, respaldada, en parte, por cierta mayor estabilidad política doméstica, concretada en la aprobación de los presupuestos públicos para 2026. Italia ha registrado uno de los repuntes más marcados en su prima de riesgo soberano a 10 años, hasta superar los 90 puntos básicos, máximo desde junio de

2026, en comparación con niveles de entre 60 y 70 puntos básicos durante los primeros meses del año, castigada por la mayor aversión al riesgo, pero también por el revés judicial a su propuesta de reforma constitucional del sistema judicial.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se ampliaron de forma notable en un contexto de marcada aversión al riesgo, en el que persiste cierta preocupación por la evolución de los resultados empresariales en un entorno de disrupción tecnológica en un gran número de sectores. Con ello, los *spreads* de la deuda corporativa de alta calidad crediticia (*investment grade*) repuntaron hasta máximos alcanzados tras los anuncios arancelarios del Liberation Day en abril de 2025, un comportamiento similar al registrado por la deuda corporativa de menor calidad crediticia (*high yield*).

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se apreció en sus principales cruces en un entorno caracterizado por el aumento de la aversión al riesgo derivado del conflicto en Oriente Medio y, frente al euro, se ha desplazado en un rango alrededor de los 1,15 dólares por euro. En términos del tipo de cambio efectivo, el dólar se ha depreciado hasta mínimos desde mayo de 2025 en momentos de elevada incertidumbre asociada a la política comercial de Estados Unidos.

El precio del petróleo ha alcanzado máximos de 2022 como consecuencia de la interrupción parcial del tráfico en el estrecho de Ormuz y se ha consolidado por encima de los 100 dólares por barril en el caso de la referencia Brent. En cualquier caso, el precio ha estado sujeto a una volatilidad muy elevada, con fuertes vaivenes incluso en su cotización intradía en respuesta a los acontecimientos. La reducción de la oferta procedente del golfo Pérsico supone el mayor *shock* de oferta de petróleo a escala histórica y solo ha podido compensarse parcialmente con la liberación de reservas estratégicas, el levantamiento de sanciones y el uso de rutas alternativas, entre otros. La caída de la oferta justifica los niveles de precios alcanzados, e incluso niveles superiores, y sugiere que una extensión del conflicto podría dar lugar a aumentos más elevados de los precios, necesarios para la «destrucción» de demanda, tal como ha sucedido en episodios anteriores de fuertes aumentos de precios.

El carácter más regional del mercado de gas natural está poniéndose de manifiesto. Mientras que el precio doméstico en Estados Unidos se ha mantenido prácticamente inalterado, el precio de las referencias de gas natural licuado en Europa y Asia ha repuntado con fuerza, dada la importancia de Catar —cuyos flujos deben cruzar necesariamente el estrecho de Ormuz— como proveedor en estos mercados. Una extensión temporal del conflicto podría llevar a Estados Unidos a restringir sus exportaciones de productos energéticos, que son muy relevantes para un buen número de países europeos, incluyendo España, Alemania, Francia y los Países Bajos.

Los precios de los metales preciosos han retrocedido en marzo, continuando la corrección iniciada en meses anteriores, lastrados por la fortaleza del dólar, unas perspectivas de menor laxitud monetaria y, adicionalmente, en el caso del oro, por noticias sobre ventas del metal por parte de bancos centrales, como el de Turquía. Por su parte, **los metales industriales han registrado retrocesos** ante el posible impacto del conflicto en Oriente Medio sobre el ciclo económico global.

Tabla 3. Evolución de los mercados de renta fija, divisas y materias primas

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
BCE - Tipo de refinanciación (%)	2,15	2,15	0,0	2,15	0,0	2,65	-50,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,00	2,00	0,0	2,00	0,0	2,50	-50,0
Euribor 3 meses (%)	2,12	2,01	10,9	2,03	9,6	2,33	-20,6
Euribor 12 meses (%)	2,93	2,22	71,0	2,24	68,9	2,32	60,8
Alemania: Bono 2 años (%)	2,62	2,00	61,8	2,12	49,4	2,05	56,9
Alemania: Bono 10 años (%)	3,01	2,64	36,9	2,86	15,7	2,74	27,4
España: Bono 2 años (%)	2,74	2,12	62,8	2,27	47,5	2,21	53,6
España: Bono 10 años (%)	3,52	3,06	45,3	3,29	22,7	3,37	14,3
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	50,3	41,9	8,4	43,3	7,0	63,4	-13,1
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	71,30	57,50	13,8	70,90	0,4	71,50	-0,2
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	90,50	62,80	27,7	69,60	20,9	112,90	-22,4
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	3,50	3,50	0,0	3,50	0,0	4,25	-75,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	3,75	3,75	0,0	3,75	0,0	4,50	-75,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	3,77	3,37	40,0	3,47	30,2	3,88	-10,9
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,30	3,94	36,3	4,17	13,4	4,21	9,5
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	71,59	56,36	15,2	50,66	20,9	63,63	8,0
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	353,68	263,70	90,0	244,24	109,4	327,88	25,8
Dólares por euro	1,152	1,169	-1,47%	1,175	-1,96%	1,082	6,47%
Libras esterlinas por euro	0,869	0,872	-0,31%	0,872	-0,29%	0,837	3,82%
Yenes por euro	183,4	184,0	-0,32%	184,0	-0,34%	162,2	13,05%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	100,2	97,6	2,62%	98,3	1,87%	105,3	-4,84%
Brent (dólares por barril)	117,4	72,5	62,02%	60,9	92,98%	74,7	57,12%
Oro (dólares por onza)	4583,5	5322,1	-13,88%	4319,4	6,11%	3123,6	46,74%

* pb se refiere a puntos básicos, equivalentes a 0,01%

* p. b. se refiere a puntos básicos, equivalentes al 0,01 %.

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

En marzo de 2026, la renta variable ha tenido un comportamiento claramente negativo. Los mercados han ido perdiendo fuerza a lo largo del mes, con caídas acumuladas en los principales índices de entre el -4 % y el -8 % desde los máximos recientes, especialmente en Estados Unidos y en Europa. Este movimiento ha venido acompañado de un repunte de las rentabilidades de los bonos soberanos, lo que ha restado atractivo relativo a la bolsa. El deterioro del entorno geopolítico derivado del aumento de las tensiones en Oriente Medio ha incrementado la incertidumbre global y ha provocado episodios de volatilidad y salidas de capital de activos de riesgo. A esto se suma un cambio en las expectativas de tipos de interés, con el mercado reduciendo la probabilidad de bajadas e incluso contemplando posibles subidas a medio plazo.

La temporada de resultados correspondiente al 1T26 empieza formalmente en la segunda mitad de abril. Pese a la percepción generalizada de que el conflicto en Oriente Medio ha empezado a hacer mella en las previsiones microeconómicas, la realidad apunta a que, por el momento, las estimaciones de beneficios empresariales agregadas no solamente no han cedido, sino que se han revisado al alza. Se trata de un movimiento que guarda cierto paralelismo con la crisis energética más reciente (guerra entre Rusia y Ucrania desde febrero de 2022) y que responde al hecho de que las compañías, en primera instancia, son capaces de repercutir al cliente final un alza de precios que se filtra en exceso a través de la cuenta de resultados y genera un incremento más que notable en el beneficio neto. Con todo ello, según Bloomberg, el crecimiento esperado para las ventas empresariales en el 1T26 del S&P 500 sería de un +6,8 % en términos interanuales y de un +11,4 % en los beneficios, mientras que, en el caso del Stoxx 600 europeo, el consenso espera un -1,0 % en ventas y un +7,6 % en beneficios.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, aunque esta época del año suele ser positiva para los activos de riesgo, empiezan a observarse algunas señales de debilidad. En general, buena parte de los inversores están reduciendo su exposición a la bolsa. Algunos modelos automáticos de inversión (como los CTA) incluso están cerca de apostar a la baja en la renta variable estadounidense. Al mismo tiempo, otros fondos que ajustan su riesgo según la volatilidad siguen bastante invertidos, lo que podría generar más ventas si la volatilidad se mantiene alta. Por su parte, los *hedge funds* han reducido su nivel de apalancamiento durante tres semanas consecutivas, alejándose de niveles muy elevados, aunque todavía no se puede

hablar de una retirada completa del riesgo. Esta actitud más prudente también se observa en inversores tradicionales y particulares. Además, el apoyo de las propias empresas al mercado está disminuyendo, ya que muchas están entrando en el periodo en el que no pueden recomprar acciones, lo que resta una fuente importante de demanda.

Tabla 4. Evolución de los mercados de renta variable

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
Euro Stoxx 50 (Europa)	5582,98	6138,41	-9,05%	5791,41	-3,60%	5248,39	6,38%
IBEX 35 (España)	17137,80	18360,80	-6,66%	17307,80	-0,98%	13135,40	30,47%
DAX (Alemania)	22743,44	25284,26	-10,05%	24490,41	-7,13%	22163,49	2,62%
CAC (Francia)	7823,23	8580,75	-8,83%	8149,50	-4,00%	7790,71	0,42%
FTSE MIB (Italia)	44257,85	47209,89	-6,25%	44944,54	-1,53%	38051,99	16,31%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	45216,14	48977,92	-7,68%	48063,29	-5,92%	42001,76	7,65%
S&P 500 (Estados Unidos)	6343,72	6878,88	-7,78%	6845,50	-7,33%	5611,85	13,04%
NASDAQ (Estados Unidos)	22953,38	24960,04	-8,04%	25249,85	-9,09%	19278,45	19,06%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2414,01	2632,36	-8,30%	2481,91	-2,74%	2011,91	19,99%
Nikkei 225 (Japón)	51063,72	58850,27	-13,23%	50339,48	1,44%	35624,48	43,34%
Hang Seng (Hong Kong)	3721,24	4068,51	-8,54%	3907,62	-4,77%	3447,13	7,95%

Fuente: Bloomberg.

Tabla 5. Evolución sectorial de los principales índices de renta variable desde el último informe

IBEX 35 (España)		EUROSTOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estados Unidos)	
Energy	20,9%	Energy	15,6%	Energy	10,0%
Consumer Staples	3,3%	Materials	2,9%	Utilities	-2,2%
Utilities	-1,4%	Utilities	-2,8%	Financials	-5,4%
Financials	-5,7%	Communication Services	-4,1%	Consumer Staples	-5,6%
Real Estate	-7,4%	Health Care	-4,8%	Materials	-6,9%
Communication Services	-7,5%	Financials	-7,6%	Consumer Discretionary	-7,4%
Industrials	-7,8%	Consumer Staples	-9,1%	Information Technology	-8,3%
Materials	-8,9%	Information Technology	-11,1%	Health Care	-8,5%
Consumer Discretionary	-9,0%	Consumer Discretionary	-12,6%	Communication Services	-10,3%
Health Care	-12,3%	Industrials	-13,9%	NullGroup	-11,7%
Information Technology	-25,7%				

Fuente: Bloomberg.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*