

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

El conflicto en Oriente Medio reduce su intensidad con la apertura de vías diplomáticas y el anuncio de un alto el fuego mediado por Pakistán, donde están teniendo lugar las negociaciones de paz entre Estados Unidos e Irán. El alto el fuego anunciado el 8 de abril, tras una escalada previa del presidente Donald Trump que incluyó un ultimátum, no ha sido completamente respetado, especialmente por los ataques de Israel en el Líbano, y, en contra de los anuncios del presidente Trump, tampoco ha supuesto la apertura del estrecho de Ormuz. En este sentido, **Irán mantiene el control efectivo del tráfico en esta vía marítima**, con el cobro de peajes y el establecimiento de un paso selectivo para ciertos convoyes. En respuesta, Estados Unidos anunció su propio bloqueo del estrecho para limitar el paso a los barcos autorizados por Irán e impedir la financiación del régimen (incluida la financiación mediante la exportación de petróleo y gas natural). En el último mes se han producido incidentes en los que diferentes buques han sido amenazados o atacados por alguno de los bloqueos actualmente presentes en la región (el de Irán y el de Estados Unidos).

Las negociaciones de paz entre Irán y Estados Unidos han estado sujetas a una elevada incertidumbre, especialmente por parte de la delegación norteamericana, con anuncios contradictorios sobre su viaje, retorno y grado de avance de las negociaciones. Un punto de contención reciente es el bloqueo naval de Estados Unidos, que Irán exige levantar como condición previa para negociar, mientras que Estados Unidos defiende mantenerlo hasta que se alcance un acuerdo definitivo. Según diversas informaciones, estas negociaciones se basan en la «propuesta de diez puntos» formulada por Irán, que contempla, entre otros aspectos: (i) el cese de las operaciones de Israel en el Líbano, un punto que tanto Estados Unidos como Israel consideran inaceptable; (ii) el derecho de Irán a mantener su programa nuclear de enriquecimiento de uranio, al tiempo que Estados Unidos estaría buscando una pausa temporal pero prolongada de este programa y la entrega del actual inventario de uranio del país persa; y (iii) el establecimiento de un sistema de peajes en el estrecho de Ormuz, que resultaría inaceptable para los países árabes aliados de Estados Unidos. El presidente **Trump anunció el 23 de abril una extensión de tres semanas del alto el fuego**, tras no alcanzarse un acuerdo en la fecha de finalización del primer alto el fuego de dos semanas anunciado el 8 de abril.

Según la prensa, la Administración Trump está buscando cerrar el conflicto lo antes posible, dado que su duración se está acercando a los máximos anunciados inicialmente y que la intensidad del conflicto y la resistencia de Irán han superado las previsiones iniciales. Todo ello está provocando los siguientes efectos: (i) una acumulación de costes directos, es decir, militares y operacionales; (ii) un impacto económico que ya se deja sentir, por ejemplo, en el aumento del precio de la gasolina, que ha registrado máximos en Estados Unidos desde 2022; y (iii) una erosión de la popularidad del presidente y del Partido Republicano, especialmente en áreas como la gestión económica, lo que resulta preocupante de cara a las elecciones de mitad de mandato.

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

► **Focus:** [Conflicto en Oriente Medio: actualización y escenarios](#) (23-mar-2026)

► **Focus:** [Alto el fuego en Oriente Medio](#) (10-abr-2026)

La Administración Trump ha iniciado el proceso para el retorno de los ingresos derivados de los aranceles declarados ilegales por el Tribunal Supremo de Estados Unidos. En principio, los reembolsos se iniciarán a partir del 11 de mayo y se dirigirán a las empresas importadoras que los pagaron en su momento. Por otra parte, el Gobierno de Estados Unidos ya ha iniciado las investigaciones asociadas al establecimiento de nuevos aranceles bajo la sección 301 y, según diversas informaciones, se basarían en posibles prácticas de trabajos forzados y en el perjuicio a la industria estadounidense en función del país de origen. Los actuales aranceles por países, impuestos tras la suspensión de los aranceles del Liberation Day, solo tienen vigencia hasta el 24 de julio si no son ratificados por el Congreso de Estados Unidos.

► **Focus:** [El Tribunal Supremo anula parte de los aranceles de Trump. ¿Y ahora qué?](#)

El 1 de mayo entra en vigor el acuerdo interino entre el Mercosur y la UE, que supondrá los primeros recortes arancelarios y abrirá la posibilidad de que las empresas europeas participen en licitaciones públicas en los países del Mercosur. También se inicia la simplificación de las reglas para la concesión de licencias, la eliminación de procesos discriminatorios y la introducción de la libertad de movimiento de trabajadores.

► **Focus:** [El tratado de libre comercio entre la UE y el Mercosur](#)

1.2. Política doméstica

En Estados Unidos, la popularidad de Trump en las encuestas marca nuevos mínimos, lo que introduce la posibilidad de que el Partido Republicano pierda el control del Senado y de la Cámara de Representantes. El conflicto en Oriente Medio y el aumento del precio de la gasolina han reducido la confianza en la gestión de la economía por parte de Trump, un ámbito en el que su apoyo se había mantenido robusto en meses anteriores, especialmente en términos diferenciales con respecto al Partido Demócrata. La caída de la popularidad resulta preocupante para Trump y su partido de cara a las elecciones de mitad del mandato que se celebrarán en noviembre de este año. Las perspectivas electorales basadas en modelos estadísticos y en mercados de predicción otorgan una muy alta probabilidad de que el Partido Demócrata recupere el control de la Cámara de Representantes, mientras que el control del Senado estaría más disputado. La pérdida de ambas cámaras podría limitar la agenda política de la Administración Trump, incluso abriendo la posibilidad de un nuevo proceso de destitución (*impeachment*) planteado por algunos representantes del Partido Demócrata.

El Gobierno del primer ministro Keir Starmer en el Reino Unido está bajo una creciente presión política en relación con el nombramiento de Peter Mandelson como embajador en Estados Unidos en 2025. Nuevas informaciones confirman que el anuncio de su designación tuvo lugar a pesar de no haber superado una verificación de antecedentes. Como consecuencia, el primer ministro y miembros de su Gobierno han comparecido ante el Parlamento. Peter Mandelson está acusado de haber filtrado información confidencial del Gobierno y de aparecer en la conocida lista Epstein. Todo ello ha hecho aumentar las peticiones para un cambio de liderazgo dentro del Partido Laborista en un contexto en el que las encuestas confirman el retroceso en su apoyo electoral y el ascenso del partido Reform UK, liderado por el político pro-Brexit Nigel Farage, con una agenda populista.

En Hungría, la oposición se impuso en las elecciones generales y desbancó a Viktor Orbán como primer ministro, tras dieciséis años de mandato de su partido, Fidesz. El partido del nuevo primer ministro, Péter Magyar, TISZA, obtuvo, además, una mayoría de dos tercios, lo que le permitirá impulsar cambios profundos en el ámbito institucional. En términos de política europea, Magyar tiene un perfil más proeuropeo que Orbán (que había recibido apoyos explícitos durante su campaña electoral tanto de Trump como de Putin) y se espera que puedan superarse los vetos habitualmente introducidos por Orbán en política exterior, incluidas las sanciones a Rusia.

En España, las elecciones autonómicas confirman el avance del PP, la resistencia del PSOE, cierto techo de Vox y la debilidad de la izquierda. En los comicios recientes, el Partido Popular se ha impuesto en las elecciones celebradas en Extremadura (21 de diciembre de 2025), en Aragón (8 de febrero de 2026) y en Castilla y León (15 de marzo de 2026), aunque en todos los casos necesita el apoyo de Vox para gobernar. En Extremadura, María Guardiola alcanzó la presidencia tras las negociaciones con Vox, mientras que estas siguen abiertas en las otras dos regiones. Un punto de contención en diversos frentes de negociación entre PP y Vox es el concepto de «prioridad nacional» en la concesión de ayudas sociales. En Andalucía (comicios previstos para el 17 de mayo), las encuestas apuntan a que el Partido Popular podría alcanzar una mayoría absoluta sin depender de Vox. Los partidos de izquierdas han planteado una coalición (Sumar, Podemos e IU) en las elecciones andaluzas para mejorar su resultado electoral.

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

El FMI actualizó sus perspectivas económicas para recoger el impacto del conflicto en Oriente Medio. La institución revisó a la baja su previsión de crecimiento global para 2026 en dos décimas, desde el 3,3 % anual hasta el 3,1 %, y mantuvo sin cambios la de 2027 en el 3,2 %. La revisión más significativa se centró en las perspectivas de inflación, que, a escala global, se elevaron hasta el 4,4 % en 2026 (previsión anterior: 3,8 %) y el 3,7 % en 2027 (previsión anterior: 3,4 %). El ejercicio de previsión recoge el impacto del cierre parcial del estrecho de Ormuz y de los daños a instalaciones energéticas en la región a raíz del conflicto iniciado en febrero de 2026. El FMI destaca que el aumento de las inversiones tecnológicas, unas condiciones financieras acomodaticias y el impulso de las políticas fiscal y monetaria han permitido amortiguar parcialmente los primeros impactos adversos del conflicto. En relación con el conflicto en Oriente Medio, el FMI diseñó dos escenarios (uno adverso y otro severo) basados en precios medios del crudo más elevados durante un tiempo más prolongado, que comportarían efectos más significativos sobre la actividad y la inflación.

► **Focus:** [FMI: actualización de perspectivas \(abril de 2026\)](#)

En Estados Unidos, el impacto del conflicto se deja sentir en algunos indicadores, aunque con el apoyo de una inercia favorable. En marzo, se añadieron 178.000 nuevos empleos, a pesar de nuevas revisiones a la baja en los datos de creación de empleo de meses anteriores. Así, la tasa de paro se moderó hasta el 4,3 % (feb26: 4,4 %), lo que confirma la imagen de un mercado laboral robusto, que, junto con los recortes impositivos, permite sostener el consumo privado, tal como quedó reflejado en las ventas al detalle, que en marzo se mantuvieron en el 4,0 % interanual, máximos desde septiembre de 2025. Por su parte, los índices de confianza han mostrado notables contracciones. La confianza empresarial ISM del sector servicios se moderó hasta 54, frente a los 56,3 del mes anterior, que representaban un máximo desde 2022. La confianza del consumidor se moderó en el caso del índice elaborado por la Universidad de Michigan, hasta un mínimo histórico. La inflación se aceleró en marzo hasta el 3,3 % interanual (feb26: 2,4 %), su mayor aumento mensual desde junio de 2022, impulsada por los precios energéticos, como muestra el hecho de que el índice subyacente, que excluye energía y alimentos, repuntó de forma más moderada hasta el 2,6 % interanual (feb26: 2,4 %).

La economía china se aceleró durante el primer trimestre, con un PIB que alcanzó un crecimiento del 5,0 % interanual (4T25: 4,5 %). El dinamismo del PIB parece explicarse por la buena evolución del sector manufacturero, posiblemente asociado al buen comportamiento reciente de las exportaciones, a excepción del último registro, correspondiente a marzo de 2026, que mostró una notable desaceleración de las exportaciones hasta el 2,5 % interanual, su menor ritmo desde octubre de 2025. Entre los datos de más alta frecuencia destaca la moderación de la producción industrial hasta el 5,6 % interanual (feb26: 6,3 %), aunque se mantiene en niveles

elevados. La demanda doméstica permanece débil y las ventas al detalle se redujeron hasta el 1,7 % interanual, tras la ligera aceleración registrada en febrero de 2026, posiblemente asociada a distorsiones propias del Año Nuevo chino. En este mismo sentido, el mercado inmobiliario registró en marzo una nueva aceleración de la caída de los precios hasta el -3,4 % interanual (feb26: -3,2 %). La inflación se moderó en marzo hasta el 1,0 % interanual desde el 1,3 % de febrero y se mantiene en niveles relativamente elevados en comparación con los registros de los últimos años, en los que la economía se encuentra en un proceso desinflacionario.

En la zona euro, el impacto del conflicto se deja sentir en los indicadores de confianza. En el conjunto de la zona euro, el índice ZEW de confianza empresarial cayó en abril hasta -20,4, mínimos desde 2022, mientras que el PMI de servicios retrocedió hasta 47,4 (mar26: 50,2), entrando en terreno compatible con la contracción económica por primera vez desde octubre de 2025. En Alemania, el índice ZEW de sentimiento económico empresarial se adentró en terreno negativo en abril (-17,2; mar26: -0,5), su menor registro desde octubre de 2022, mientras que, en el mismo mes, el índice IFO se moderó hasta 84,4, su menor nivel desde mayo de 2020. En cuanto al PIB, en el primer trimestre de 2026 se expandió un 0,1 % trimestral en el conjunto de la región, destacando la expansión del 0,3 % trimestral en Alemania y del 0,6 % en España, mientras que Francia registró un estancamiento en el 0,0 % e Italia creció un 0,2 %. La inflación alcanzó el 3,0 % en abril (mar26: 2,6 %), a pesar de que la inflación subyacente moderó su crecimiento hasta el 2,2 % interanual (mar26: 2,3 %).

Datos mixtos en España. En positivo, destaca la resiliencia de la actividad tras el inicio del conflicto en Oriente Medio, con el índice de confianza empresarial PMI del sector servicios manteniéndose en terreno expansivo y, de hecho, repuntando hasta 53,3 (feb26: 51,9), con una mejora generalizada por componentes. El PIB del primer trimestre mostró resistencia al registrar un crecimiento del 0,6 %, inferior al del trimestre anterior (4T25: 0,8 %), pero superior a las expectativas de los analistas. Por su parte, el dato de afiliación a la Seguridad Social de marzo mostró un aumento de 80.000 personas, por encima de la media de los últimos cinco años, aunque posiblemente apoyado por la estacionalidad propia de la Semana Santa. Con ello, el número de afiliados a la Seguridad Social en España superó por primera vez los 22 millones de personas. En cambio, la tasa de paro repuntó en el primer trimestre de 2026 hasta el 10,8 % (4T25: 10,0 %; 1T25: 11,4 %), con una notable destrucción de empleo en el sector servicios. La confianza empresarial del sector manufacturero se moderó hasta 48,7 en marzo (feb26: 50). En relación con los precios, la inflación se moderó hasta el 3,2 % en abril (mar26: 3,4 %), recogiendo, en parte, la decisión del Gobierno de reducir la imposición sobre productos energéticos en respuesta al conflicto en Irán. El Gobierno ha adoptado dos medidas relevantes en el último mes: (i) un Real Decreto que autoriza la regularización extraordinaria de inmigrantes; y (ii) el Plan Estatal de Vivienda 2026-2030, con una dotación de 7.000 millones de euros, que incluye objetivos en términos de nueva construcción, rehabilitación y apoyo a colectivos más vulnerables.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2026 (FMI, abr-26)
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	
Estados Unidos	PIB (% interanual)	2,7	2,0	2,0	2,3
	IPC (% interanual)	3,3	2,7	2,4	3,2
	Tasa de paro (%)	4,3	4,4	4,2	4,4
Zona euro	PIB (% interanual)	0,8	1,2	1,6	1,1
	IPC (% interanual)	3,0	1,7	2,2	2,6
	Tasa de paro (%)	6,2	6,3	6,3	6,2
España	PIB (% interanual)	2,7	2,6	3,1	2,1
	IPC (% interanual)	2,8	2,6	2,4	3,0
	Tasa de paro (%)	10,8	9,9	11,4	9,8

Fuente: Bloomberg y FMI.

2.2. Entorno financiero

El FMI, en su informe de estabilidad financiera global, señala que la posición de fortaleza en que se encontraban los mercados financieros a principios de 2026 está siendo puesta a prueba por el conflicto en Oriente Medio. La institución destaca que los mercados han mostrado resiliencia en su capacidad para absorber el impacto inicial —con notables movimientos de mercado— y que su funcionamiento ha sido ordenado. El conflicto ha provocado cierto tensionamiento de las condiciones financieras globales, aunque menor que en episodios anteriores. No obstante, ello también sugiere que no se está considerando suficientemente la posibilidad de escenarios más adversos. El FMI subraya que el aumento de la inflación es el principal canal de transmisión del conflicto a los mercados financieros y dificulta la tarea de los bancos centrales, que se enfrentan al dilema entre el incremento de la inflación y el posible deterioro económico.

El FMI también advierte sobre la situación en los mercados de crédito privado, destacando su creciente importancia para la economía y para el sistema financiero, así como los crecientes retos asociados a su opacidad, a sus prácticas de valoración, al desajuste de sus balances (con uso extensivo de financiación a corto plazo frente a activos a largo plazo) y al aumento reciente de la morosidad en el sector. Todos estos factores constituyen vulnerabilidades que podrían quedar expuestas en caso de un *shock* adverso en los mercados financieros.

3. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

3.1. Bancos centrales

3.1.1. BCE

El BCE no realizó cambios en los tipos de referencia en su reunión del 30 de abril, aunque sí señaló una mayor disposición a actuar en breve. La máxima autoridad monetaria dejó el tipo de depósito en el 2,00 %, si bien diversas declaraciones en la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo de Política Monetaria apuntan a una mayor probabilidad de un aumento del tipo rector en la próxima reunión. En concreto, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, advirtió de una intensificación de los riesgos al alza sobre la inflación (y a la baja sobre la actividad) y, aunque la decisión de mantener los tipos inalterados en esta reunión fue unánime, mencionó que se había producido un debate acerca de un posible incremento de los tipos de interés. Además, Lagarde alertó sobre los riesgos para la inflación procedentes del impacto del conflicto en Oriente Medio a través de los costes de transporte, de los precios de los alimentos y de las cadenas globales de producción, especialmente si el conflicto se prolonga en el tiempo.

El mercado descuenta un aumento del tipo de depósito en la reunión de junio y hasta tres incrementos de los tipos de referencia del BCE en el conjunto de 2026, en contraste con las perspectivas de estabilidad de los tipos de interés antes del estallido del conflicto.

3.1.2. Fed

La Fed decidió mantener inalterados sus tipos de interés de referencia en el rango del 3,50-3,75 % en su reunión del 29 de abril. La decisión contó con ocho votos a favor y cuatro en contra, la mayor cifra en una decisión de la Fed desde 1992. Tres miembros se opusieron a la inclusión de lenguaje que podría interpretarse como una intención de reducir los tipos de interés, mientras que Stephen Miran, próximo a Trump, volvió a votar a favor de un recorte de 25 puntos básicos en los tipos de referencia.

En la rueda de prensa posterior, el presidente de la Fed, Jerome Powell, señaló que el debate acerca del lenguaje del comunicado fue intenso y que el grueso del Comité de Política Monetaria parecía situarse cerca de la neutralidad, lo que sugiere la adecuación de los actuales tipos de

interés a la situación macroeconómica. En este sentido, Powell también afirmó que una mayoría de miembros no estimaba la necesidad de enviar ninguna señal al público y a los mercados y que la situación económica apunta a no modificar la orientación de la política monetaria en un contexto de elevada incertidumbre derivada del conflicto en Oriente Medio.

El nombramiento de Kevin Warsh, el candidato propuesto por Trump, como presidente de la Fed se someterá a votación en el pleno del Senado, lo que prácticamente garantiza su aprobación antes de que venza el mandato del actual presidente, Jerome Powell. Esta votación tendrá lugar después de que, tras su comparecencia ante el Comité Bancario del Senado, el senador republicano Thom Tillis accediera a su nombramiento, habiéndose opuesto anteriormente por la demanda presentada por la Administración Trump contra Powell por el sobrecoste de unas obras en los edificios de la Reserva Federal. En su comparecencia, Warsh señaló tres áreas prioritarias de actuación en su mandato: (i) un nuevo régimen de comunicación; (ii) un cambio en la medida de inflación objetivo, que favorecería una media ajustada del IPC subyacente; y (iii) la reducción del balance de la Fed. En relación con Trump, Warsh buscó marcar un perfil independiente respecto del presidente y reiteró la importancia de la independencia de la Fed para que pueda actuar únicamente en función de la situación de la economía. Por su parte, Powell mostró su disposición a mantener su posición en el Comité de Política Monetaria tras el fin de su mandato como presidente de la Fed.

► **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 previstos por el mercado antes del inicio del conflicto.

3.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo rector en el 3,75 % en su reunión del 30 de abril, con ocho votos a favor de la decisión y un solo voto en contra, favorable a un incremento del tipo de interés en 25 puntos básicos. A pesar de que el gobernador del Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, rehusó adoptar el compromiso de aumentar el tipo rector en la próxima reunión dada la elevada incertidumbre, el comunicado hace referencia a la posibilidad de que la máxima autoridad monetaria tenga que adoptar un ritmo elevado de subidas del tipo de interés. El Comité de Política Monetaria consideró diversos escenarios asociados al posible impacto del conflicto en Oriente Medio en los precios de la energía, con el más adverso que llevaría la inflación por encima del 6 % interanual a principios de 2027.

El Banco de Japón, en su reunión del 28 de abril, dejó el tipo de referencia en el 0,75 %, aunque la decisión contó con seis votos a favor y tres en contra, que propusieron un aumento del tipo rector. En otra señal de una mayor predisposición al aumento de los tipos de interés en futuras reuniones, el Banco de Japón revisó al alza sus previsiones de inflación. El gobernador de la institución, Kazuo Ueda, señaló la necesidad de valorar las implicaciones del conflicto en Oriente Medio y de determinar cómo responder a lo que parece un *shock* temporal de oferta.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
10 de junio	Reunión del BCE	El mercado otorga una elevada probabilidad a un aumento de 25 puntos básicos del tipo de depósito
16 de junio	Reunión de la Fed	No se descuenta ninguna acción sobre el tipo rector

3.2. Renta fija

Las curvas de deuda soberana se encuentran en niveles similares a los de un mes atrás. El anuncio del alto el fuego entre Estados Unidos e Irán permitió cierta relajación del precio del petróleo y un retroceso de las rentabilidades de la renta fija soberana. No obstante, desarrollos posteriores, como el bloqueo introducido por Estados Unidos en el estrecho de Ormuz y la falta de avances en las negociaciones que están teniendo lugar en Pakistán, provocaron un nuevo aumento del precio del crudo y de los tipos de interés. El aumento de los tipos de interés desde el inicio del conflicto en Oriente Medio incluye una mayor compensación por inflación (componente nominal), pero también una mayor probabilidad de que los bancos centrales aumenten sus tipos de interés para combatirla (componente real). En ambos casos, el impacto ha sido mayor en las rentabilidades de la renta fija soberana a corto plazo, más sensible a la actuación de los bancos centrales y en la que se concentra el previsible aumento de la inflación. En Japón, resulta destacable el fuerte aumento de la rentabilidad de la deuda pública, cuya referencia a diez años ha alcanzado nuevos máximos desde 1997.

Las primas de riesgo soberano europeas se han relajado a pesar de la incertidumbre. La prima de riesgo de España, medida por el diferencial entre la rentabilidad de la deuda española a diez años y la de la deuda alemana del mismo plazo, ha vuelto a situarse por debajo de los 50 puntos básicos, pero se mantiene por encima de los niveles inferiores a los 40 puntos básicos registrados durante los primeros meses del año. Por su parte, las primas de la deuda soberana francesa e italiana también se han reducido desde los niveles alcanzados en las primeras fases del conflicto en Oriente Medio, aunque no han vuelto a los niveles vigentes antes de finales de febrero.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se han reducido, aunque se mantienen aún por encima de los niveles vigentes antes del conflicto, dado que persiste cierta preocupación por la evolución de los resultados empresariales en un entorno de disrupción tecnológica en un gran número de sectores. En este contexto, los *spreads* de la deuda corporativa de alta calidad crediticia (*investment grade*) se han moderado en el último mes, un comportamiento similar al observado en la deuda corporativa de menor calidad crediticia (*high yield*).

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se ha depreciado en sus principales cruces, en especial tras el anuncio de un alto el fuego entre Estados Unidos e Irán. Así, el dólar ha vuelto a niveles vigentes en los primeros meses del año. Resulta significativa la petición de una línea *swap* de crédito en dólares realizada por Emiratos Árabes Unidos al Tesoro de Estados Unidos con la justificación de apoyar el tipo de cambio del dirham frente al dólar. Ello se ha interpretado como una advertencia a Estados Unidos sobre los costes del conflicto, dado que el país dispone de cerca de 300.000 millones de activos denominados en dólares en sus reservas internacionales.

Japón intervino en el tipo de cambio del yen frente al dólar para limitar su depreciación en un contexto en el que la divisa japonesa llegó a cotizar cerca de los 160 yenes por dólar, frente a niveles por debajo de los 150 yenes por dólar a mediados de 2025. Con esta intervención, el yen se apreció alrededor de un 2 % frente al dólar hasta niveles próximos a los 156 yenes por dólar. En febrero se confirmó que la Reserva Federal de Estados Unidos había realizado algún test de intervención (*rate check*) en este cruce de divisas, lo que detuvo temporalmente la senda de depreciación del yen frente al dólar.

El precio del petróleo ha tenido un movimiento de vaivén sujeto a los desarrollos en el conflicto de Oriente Medio. Así, el precio, que había alcanzado niveles próximos a los 120 dólares por barril en la referencia Brent, retrocedió con fuerza tras el anuncio del inicio de las negociaciones directas entre Estados Unidos e Irán. Sin embargo, los escasos avances en las negociaciones, el contrabloqueo del estrecho de Ormuz establecido por Estados Unidos y las noticias sobre ataques a barcos que cruzaban el estrecho han vuelto a situar el precio por encima de los 110

dólares por barril. En cualquier caso, el mercado sigue sujeto a una elevada volatilidad de los precios, especialmente en la medida en que la extensión temporal del conflicto y la menor permeabilidad de Ormuz (por el bloqueo estadounidense) eliminan parte de los efectos compensatorios de la reducción de oferta provocada por el cierre del estrecho. La retirada de oferta está provocando retrocesos en los inventarios de crudo y de productos derivados y da lugar a las primeras noticias sobre posibles restricciones de oferta en las próximas semanas o meses en caso de una extensión del conflicto.

Emiratos Árabes Unidos (EAU) ha anunciado que abandonará la OPEP y el grupo OPEP+ (formado por los países de la OPEP y otros grandes productores como Rusia). El anuncio del país de abandonar el cártel a partir del 1 de mayo supuso un descenso del precio del petróleo, dado que ello debería permitir al país aumentar su producción por encima de la actual, acordada en el marco de la OPEP. Actualmente, el país produce unos 3,2 millones de barriles por día, frente a una capacidad estimada de hasta 4,8 millones de barriles por día. Esta decisión supone un revés estratégico para Arabia Saudí, que es el líder *de facto* del grupo y el que, junto con los EAU, asumía los principales recortes de producción frente a sus máximos teóricos.

Los precios de los metales preciosos han retrocedido en marzo y continúan la corrección iniciada en meses anteriores, lastrados por unas perspectivas de menor laxitud monetaria y, adicionalmente, en el caso del oro, por noticias sobre ventas del metal por parte de bancos centrales. Por su parte, **los metales industriales han registrado avances**, lo que ha permitido corregir buena parte del retroceso desde el inicio del conflicto en Oriente Medio.

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	2,40	-25,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,00	2,00	0,0	2,00	0,0	2,25	-25,0
Euribor 3 meses (%)	2,20	2,12	7,7	2,03	17,3	2,16	4,3
Euribor 12 meses (%)	2,85	2,93	-8,4	2,24	60,5	2,05	79,9
Alemania: Bono 2 años (%)	2,67	2,62	5,0	2,12	54,4	1,76	90,4
Alemania: Bono 10 años (%)	3,06	2,99	6,5	2,86	20,2	2,53	52,4
España: Bono 2 años (%)	2,75	2,73	1,9	2,27	48,3	1,96	78,7
España: Bono 10 años (%)	3,52	3,47	4,4	3,29	23,0	3,19	32,8
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	46,1	48,2	-2,1	43,3	2,8	65,7	-19,6
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	65,40	68,80	-3,4	70,90	-5,5	71,60	-6,2
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	82,10	86,00	-3,9	69,60	12,5	110,30	-28,2
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 (%)	3,88	3,80	7,6	3,47	40,5	3,70	17,9
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,37	4,32	5,1	4,17	20,3	4,22	15,2
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	57,60	65,38	-7,8	50,66	6,9	64,91	-7,3
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	284,60	325,45	-40,8	244,24	40,4	333,96	-49,4
Dólares por euro	1,173	1,155	1,59%	1,174	-0,07%	1,130	3,77%
Libras esterlinas por euro	0,864	0,872	-0,99%	0,872	-1,00%	0,851	1,43%
Yenes por euro	184,0	184,4	-0,19%	184,1	-0,03%	163,0	12,91%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	98,2	100,0	-1,84%	98,3	-0,14%	105,3	-6,72%
Brent (dólares por barril)	108,8	109,0	-0,19%	60,9	78,83%	61,3	77,55%
Oro (dólares por onza)	4590,5	4660,5	-1,50%	4322,1	6,21%	3309,8	38,69%

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

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

La renta variable mostró en abril un comportamiento volátil, pero con un sesgo claramente positivo en términos generales, apoyada en la resiliencia macroeconómica y en una temporada de resultados mejor de lo esperado, especialmente en Estados Unidos. No obstante, el mes estuvo marcado por episodios de incertidumbre ligados al frente geopolítico, con tensiones en Oriente Medio que elevaron puntualmente la aversión al riesgo y generaron repuntes en la volatilidad. En el ámbito sectorial, el liderazgo volvió a concentrarse en tecnología, con un papel destacado de los semiconductores y de grandes compañías vinculadas a la inteligencia artificial, que impulsaron buena parte de las subidas en los principales índices. Este comportamiento contrastó con la mayor debilidad relativa de segmentos como el consumo discrecional o el

inmobiliario, más sensibles al entorno de tipos, ya que el mercado se muestra escéptico ante una pronta resolución del conflicto con Irán y ante la potencial contención de las expectativas de inflación. Por su parte, el sector energético registró un tono más firme en determinados momentos del mes, en consonancia con la evolución del petróleo ante el aumento de las tensiones geopolíticas. En conjunto, el mercado mantuvo un avance apoyado en pocos sectores, lo que refleja una dinámica aún selectiva.

La temporada de publicación de resultados correspondiente al 1T26 se ha acelerado en la última semana de abril. Respecto a lo conocido hasta la fecha, la temporada sigue avanzando con un tono claramente constructivo, en especial en Estados Unidos. Las compañías que ya han publicado muestran, en general, una capacidad sólida para batir las expectativas, tanto en beneficios como en ingresos, lo que refleja un entorno corporativo más resiliente de lo anticipado y permite batir no solo las expectativas para el trimestre en curso —ya exigentes de por sí—, sino también las medias históricas de superación a más largo plazo. Así, en el caso estadounidense, con un 30 % de las compañías que han publicado resultados, según Bloomberg, el S&P 500 arrojó una sorpresa en ventas del +2,1 % y del +9,9 % en beneficios, mientras que en el apartado de crecimiento las ventas han registrado un alza del +9,4 % y los beneficios del +24,2 % en términos interanuales. Por su parte, el Euro Stoxx 50, con un 28 % de las compañías que han publicado resultados, arrojó una sorpresa en ventas del +0,8 % y del +2,3 % en beneficios, mientras que en el apartado de crecimiento las ventas han registrado un alza del +1,8 % y los beneficios una caída del -6,7 % en términos interanuales.

En cuanto al posicionamiento de los inversores desde la perspectiva de los flujos, el desapalancamiento previo de los *hedge funds* y una exposición neta aún baja dejan margen para volver a asumir riesgo, mientras que los CTA (Commodity Trading Advisors), como indicadores de modelos automáticos de inversión, permanecen por debajo de su asignación máxima, lo que sugiere que podría materializarse una demanda adicional si las tendencias se mantienen. Al mismo tiempo, las recompras corporativas continúan proporcionando una fuente constante de apoyo, lo que refuerza un entorno constructivo en términos de flujos generales. Por su parte, el posicionamiento entre los inversores *long-only* sigue siendo elevado, mientras que la escasa demanda de coberturas a la baja apunta a cierto grado de complacencia. Además, una parte significativa del apoyo reciente procedente de estrategias sistemáticas, especialmente de asignadores sensibles a la volatilidad, parece haber sido ya desplegada, lo que podría reducir su impacto marginal en adelante.

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)	5875,11	5692,86	3,20%	5791,41	1,45%	5285,19	11,16%
IBEX 35 (España)	17762,70	17555,90	1,18%	17307,80	2,63%	13446,70	32,10%
DAX (Alemania)	24318,42	23168,08	4,97%	24490,41	-0,70%	23086,65	5,34%
CAC (Francia)	8103,91	7962,39	1,78%	8149,50	-0,56%	7770,48	4,29%
FTSE MIB (Italia)	48364,36	45624,94	6,00%	44944,54	7,61%	38327,94	26,19%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	49499,27	46504,67	6,44%	48063,29	2,99%	41317,43	19,80%
S&P 500 (Estados Unidos)	7230,12	6582,69	9,84%	6845,50	5,62%	5686,67	27,14%
NASDAQ (Estados Unidos)	27710,36	24045,53	15,24%	25249,85	9,74%	20102,61	37,84%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2812,82	2530,04	11,18%	2481,91	13,33%	2020,74	39,20%
Nikkei 225 (Japón)	59513,12	53429,56	11,39%	50339,48	18,22%	36779,66	61,81%
Hang Seng (Hong Kong)	3932,87	3785,76	3,89%	3907,62	0,65%	3348,42	17,45%

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	12,0%	Energy	15,8%	Information Technology	17,5%
Consumer Staples	8,0%	Materials	7,8%	Communication Services	12,4%
Financials	3,5%	Utilities	1,7%	Consumer Discretionary	9,8%
Utilities	1,6%	Information Technology	1,5%	Energy	3,5%
Materials	1,5%	Financials	1,4%	Real Estate	2,3%
Industrials	1,0%	Industrials	-0,2%	Financials	2,2%
Real Estate	0,5%	Consumer Staples	-3,9%	Utilities	-0,9%
Communication Services	-4,0%	Health Care	-5,1%	Consumer Staples	-2,5%
Consumer Discretionary	-4,4%	Consumer Discretionary	-9,5%	Materials	-3,1%
Health Care	-10,2%	Communication Services	-14,5%	NullGroup	-3,6%
Information Technology	-19,3%				

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.*