

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

Estados Unidos dio por finalizada la tregua acordada con Irán a mediados de junio. En cualquier caso, ninguno de los contendientes estaba respetando estrictamente la tregua y se registraron ataques a buques en la zona del estrecho de Ormuz: en algunos casos, por parte de Irán, contra buques que no respetaban el sistema de peajes que ha establecido junto con Omán; en otros, por parte de Estados Unidos, contra buques que no respetaban el contrabloqueo que ha vuelto a establecer. Según distintas informaciones, Irán habría establecido un sistema de peajes de entre el 5 % y el 7 % del valor de la carga, mientras que Estados Unidos estaría buscando utilizar el denominado pasaje Sur, más próximo a la costa de los Emiratos Árabes Unidos, mediante escoltas de la marina estadounidense. **La comunicación de Estados Unidos y, en particular, la del presidente Trump se ha mantenido errática**, oscilando entre anuncios de la proximidad de un acuerdo, declaraciones muy críticas con Irán, el anuncio de la toma de control del estrecho de Ormuz y la declaración (no oficial) del estrecho como territorio de Estados Unidos.

Estados Unidos ha anunciado una ronda de sanciones diseñada para aislar a Irán de la economía global. El secretario del Tesoro de Estados Unidos, S. Bessent, anunció que cualquier país o entidad financiera que mantuviera vínculos financieros con Irán perdería también el acceso al sistema financiero global y, en concreto, a los mercados financieros en dólares. El objetivo declarado es reducir los ingresos que pueda recibir Irán, lo que muestra la voluntad de Estados Unidos de «cerrar» el conflicto por una vía que no sea la militar. El reto de las sanciones propuestas es que requieren que terceros países las cumplan y, según informaciones de prensa, pese a la presión de Estados Unidos, Rusia y China no estarían dispuestas a aceptar las medidas estadounidenses. En cambio, entre los estados del golfo Pérsico que en el pasado habían ayudado a Irán a mantener el acceso a los mercados globales, solo los Emiratos Árabes Unidos y Baréin han indicado su intención de cortar sus vínculos financieros con Irán.

En los últimos meses, la Administración Trump ha anunciado la entrada en vigor de nuevos aranceles de entre el 10 % y el 12,5 %, basados en la sección 301. Estos gravámenes sustituyen a los introducidos al amparo de la sección 122 en los días inmediatamente posteriores a la suspensión de los aranceles impuestos en virtud de la legislación IEEPA, después de que el Tribunal Supremo los declarara ilegales. Asimismo, en los últimos meses, el Gobierno estadounidense ha iniciado la devolución de los importes cobrados por los aranceles declarados ilegales por el Tribunal Supremo, con lo que los ingresos por aranceles del país han entrado puntualmente en territorio negativo, es decir, las devoluciones han superado los ingresos por los aranceles aún vigentes.

Estados Unidos anunció nuevos aranceles del 50 % sobre ciertas importaciones procedentes de Canadá. La medida se produjo después de que Canadá anunciara la ruptura de las negociaciones entre ambos países en protesta por una serie de condiciones que Estados Unidos trató de introducir en el último momento y que el primer ministro canadiense, M. Carney, valoró como una grave intromisión en la soberanía del país. Las condiciones exigidas por Estados Unidos incluían la capacidad de veto sobre proyectos de infraestructuras y proyectos energéticos de Canadá, además de limitaciones a la política cultural del país (incluida la promoción del francés).

Asimismo, Carney anunció aranceles de represalia equivalentes, que entrarán en vigor el 8 de septiembre.

1.2. Política doméstica

En Estados Unidos, aumenta la atención sobre las elecciones a mitad de mandato (*midterms*) que se celebrarán a principios de noviembre. La popularidad de Trump, ya reducida, se ha visto castigada por el impacto del conflicto en Oriente Medio sobre el precio de la gasolina y la inflación, y se sitúa en torno al 33 % de apoyo en las encuestas más recientes, un mínimo histórico para cualquier presidente ante unas elecciones a mitad de mandato. Las encuestas y los modelos electorales sugieren que el Partido Republicano podría perder el control de la Cámara de Representantes, mientras que, en el caso del Senado, cada uno de los dos partidos tendría una probabilidad cercana al 50 % de hacerse con el control. El Partido Republicano y la Administración Trump tratan de adoptar medidas para reducir la participación de votantes tradicionalmente demócratas en los comicios, entre ellas, algunas dirigidas a reducir el voto por correo y a reforzar los requisitos de identificación para votar. Por el momento, los tribunales están limitando la adopción de estas medidas y, en el ámbito legislativo, la SAVE Act (que incorpora un buen número de disposiciones sobre gestión electoral) se encuentra bloqueada en el Congreso. Por su parte, dentro del Partido Demócrata destaca el ascenso de candidatos asociados a su ala más izquierdista, agrupados bajo la denominación de «demócratas socialistas», cuyos máximos exponentes son el recién elegido alcalde de Nueva York, Z. Mamdani, y la representante A. Ocasio-Cortez.

Tres estados alemanes celebran elecciones en septiembre que pueden tener importantes consecuencias para la política alemana. Las elecciones en Sajonia-Anhalt (6 de septiembre), Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Berlín (20 de septiembre) llegan en un momento en el que el canciller Merz cuenta con una popularidad reducida y su partido, la CDU, ha mostrado cierta resistencia en otros comicios regionales celebrados. En estos comicios será relevante observar el ascenso del partido de extrema derecha Alternativa por Alemania (AfD), que lidera las encuestas en Sajonia-Anhalt y Mecklemburgo-Pomerania Occidental, con una intención de voto próxima al 40 %. La principal duda será la capacidad del resto de los partidos para constituir una coalición alternativa o bien para cruzar la que hasta ahora ha sido una línea roja y pactar con la AfD. En Berlín, el reto es la elevada fragmentación del espectro político.

En Francia, la líder del partido de extrema derecha Reagrupamiento Nacional, M. Le Pen, ha indicado su intención de presentarse a las elecciones presidenciales de abril de 2027. El pasado 7 de julio, un tribunal francés reafirmó su condena por malversación de fondos públicos, aunque redujo la extensión temporal de la prohibición de ocupar cargos públicos. Además, Le Pen anunció que recurrirá la sentencia por malversación (la acusación se refiere al desvío de 2,8 millones de euros de fondos del Parlamento Europeo) ante una instancia superior. Este factor, junto con el desgaste de los partidos tradicionales de centro y los sucesivos anuncios de candidaturas, ha incrementado la incertidumbre política en Francia.

En España, el debate político y social se ha centrado cada vez más en la inmigración. En un contexto ya polarizado por la regularización extraordinaria de inmigrantes aprobada por el Gobierno durante la primera mitad de 2026, la llegada de entre 50.000 y 80.000 inmigrantes a Ceuta a finales de julio supuso un acontecimiento relevante. Desde el punto de vista geopolítico, ha situado a España como objetivo del eje Marruecos-Israel-Estados Unidos por sus políticas de apoyo a Palestina y su negativa a aumentar el gasto en defensa. En el contexto actual, Marruecos puede tratar de afianzar su soberanía sobre la orilla sur del Mediterráneo. En el ámbito europeo, ha supuesto un nuevo fracaso en la capacidad de dar una respuesta unificada y coordinada, después de que una gran mayoría de países adoptara una posición crítica y algunos, como Italia, incluso suspendieran la libre circulación de personas prevista en el Acuerdo de Schengen. En el ámbito de la política interna, la inmigración ha ganado centralidad y peso entre las preocupaciones expresadas por la ciudadanía en las encuestas.

En España, el Gobierno ha anunciado su intención de centrar sus esfuerzos en los presupuestos generales del Estado de 2027 tras sufrir diversos reveses parlamentarios en los trámites previos para elaborar los presupuestos de 2026.

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

El FMI, en la actualización de julio de su *World Economic Outlook*, destaca que la economía global está sujeta a dos fuerzas contrapuestas, de modo que la moderación de la actividad provocada por el conflicto en Oriente Medio se está viendo compensada, en parte, por el ciclo tecnológico global impulsado por la IA y su adopción, aunque con efectos muy diferentes según los países. El conflicto en Oriente Medio, a pesar de que sus repercusiones todavía no se han trasladado por completo, ha provocado una desaceleración de la actividad que se concreta en una ligera revisión a la baja de las perspectivas para 2026 en distintos países. El impacto, sin embargo, ha sido menor de lo esperado gracias a medidas destinadas a amortiguarlo, como el uso de los inventarios de crudo, que ahora se encuentran en niveles preocupantemente reducidos. A pesar del aumento de la inflación y de sus expectativas, el FMI no encuentra indicios de un desanclaje de estas últimas, lo que, de haberse producido, habría resultado preocupante para la conducción de la política monetaria. Según el FMI, las condiciones financieras globales se han seguido relajando en los últimos meses, tras el tensionamiento registrado en los primeros meses del conflicto en Oriente Medio. Finalmente, los riesgos se mantienen sesgados a la baja, aunque están más equilibrados que en la valoración de abril, y el principal riesgo a la baja procede de una posible nueva escalada del conflicto en Oriente Medio.

La economía estadounidense muestra señales mixtas. Por el lado positivo, la confianza empresarial de julio se mantiene en niveles elevados en el sector servicios (54,1; jun26: 54,0) y repunta en el sector manufacturero (55,6; jun26: 53,3), hasta alcanzar su mayor nivel en más de cuatro años. La lectura por componentes de los índices también es favorable y apunta a un creciente dinamismo de la actividad. En cambio, los datos de empleo se mantienen débiles. La economía perdió 23.000 puestos de trabajo en julio, a lo que hay que añadir una revisión a la baja de otros 103.000 puestos correspondientes a los meses anteriores. Los datos podrían estar afectados por la finalización de la Copa del Mundo de la FIFA, que lastró la ocupación en los sectores del ocio y la hostelería. Por otra parte, la reducción de la tasa de paro hasta el 4,1 % (jun26: 4,2 %) es el resultado de la salida de trabajadores de la población activa. Con todo, el PIB del 2T26 aumentó un 0,5 % trimestral (1T26: 0,7 %). En relación con los precios, la inflación se moderó en julio hasta el 3,4 % interanual (jun26: 3,5 %), al tiempo que la tasa subyacente hizo lo propio hasta el 2,5 % (jun26: 2,6 %).

La economía china continúa mostrando la dualidad entre la debilidad de la economía interna y el dinamismo del sector industrial y tecnológico. Las ventas al detalle se mantuvieron en julio en niveles anémicos (0,6 % interanual; jun26: 1,0 %), con debilidad en múltiples sectores, entre ellos los de automóviles, crudo y productos relacionados con el hogar. Todo ello se produce en un contexto en el que los precios inmobiliarios mantienen la tendencia negativa de los últimos trimestres, aunque con señales incipientes de estabilización en algunas ciudades. La producción industrial se desaceleró hasta el 4,5 % interanual en julio (jun26: 5,3 %), aunque la producción de los sectores de alta tecnología aceleró su crecimiento hasta el 16,9 % (jun26: 14,1 %), impulsada por los productos electrónicos y el sector del transporte. La inversión también ha registrado una evolución sustancialmente negativa en los primeros meses de 2026. El sector exterior, por su parte, mostró una evolución favorable, apoyada por el elevado dinamismo de las exportaciones, entre ellas las de semiconductores, automóviles y bienes de alta tecnología. En relación con los precios, la inflación se moderó en julio hasta el 0,5 % interanual (jun26: 1,0 %), lo que pone en duda el aumento registrado en los meses anteriores.

El mayor dinamismo en Alemania genera optimismo en la zona euro. El PIB del conjunto de la región creció un 0,4 % trimestral en el 2T26 (1T26: 0,0 %), su mayor tasa desde el 1T25, y lo hizo

de forma relativamente generalizada entre los países, frente a crecimientos más concentrados en unas pocas economías en trimestres anteriores. Por su parte, el PIB de Alemania creció un 0,3 % trimestral, con lo que encadena tres trimestres consecutivos con tasas de crecimiento trimestral del 0,3 % o superiores. Con ello, la tasa interanual de crecimiento del PIB ha alcanzado el 0,9 %, su mayor nivel en cerca de cuatro años. El dinamismo del PIB se explica, en parte, por el crecimiento del gasto público en un contexto en el que Alemania ha logrado acelerar el ritmo de implementación de su plan fiscal, algo que no logró en 2025. Por otra parte, el índice Ifo de confianza empresarial de Alemania repuntó en agosto (88,8; jul26: 86,7) por cuarto mes consecutivo hasta un máximo desde agosto de 2025, tanto en la valoración de las condiciones actuales como en la de las perspectivas. En el conjunto de la zona euro, la inflación se aceleró hasta el 2,9 % interanual en julio (jun26: 2,8 %) en un contexto marcado por el vencimiento de algunas de las ayudas introducidas en los primeros meses del conflicto en Oriente Medio, mientras que la tasa subyacente también repuntó hasta el 2,5 % (jun26: 2,4 %).

España mantiene una favorable evolución económica. El PIB del 2T26 creció un 0,7 % trimestral (1T26: 0,6 %), por encima de las expectativas del consenso de analistas, con lo que la tasa de crecimiento interanual se mantuvo constante en el 2,7 % por cuarto trimestre consecutivo. El crecimiento económico se sigue apoyando en la demanda interna y en el dinamismo del sector servicios, especialmente en sectores como información y comunicaciones y actividades profesionales. La tasa de paro se moderó hasta el 9,9 % en el 2T26, lo que supone un nuevo mínimo cíclico, al tiempo que la economía alcanzó un nuevo máximo en el número de ocupados (por encima de los 22,7 millones) y un mínimo cíclico en el número de parados (por debajo de los 2,5 millones). Por su parte, los indicadores de confianza empresarial apuntan a que el dinamismo se mantendrá, y el indicador del sector servicios alcanzó en julio un máximo desde marzo de 2023 (58,3; jun26: 54,2), mientras que el sector manufacturero se mantiene en registros cercanos a los 50 puntos, umbral que separa la expansión de la contracción. En relación con los precios, la inflación se aceleró en agosto hasta el 4,3 % interanual (jul26: 3,6 %, jun26: 3,2 %), su nivel más elevado desde febrero de 2023, impulsada por el vencimiento de algunas ayudas introducidas en las fases iniciales del conflicto en Oriente Medio, al tiempo que la tasa subyacente se situó en el 2,9 % (jul26: 3,0 %).

► **Focus:** [¿Seguirá España siendo el «alumno aventajado» de Europa?](#)

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2026
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	(FMI, abr-26)
Estados Unidos	PIB (% interanual)	2,1	2,7	2,1	2,3
	IPC (% interanual)	3,4	3,8	2,7	3,2
	Tasa de paro (%)	4,1	4,3	4,3	4,4
Zona euro	PIB (% interanual)	1,0	0,5	1,4	1,1
	IPC (% interanual)	2,9	3,0	2,0	2,6
	Tasa de paro (%)	6,3	6,3	6,3	6,2
España	PIB (% interanual)	2,7	2,7	2,9	2,1
	IPC (% interanual)	2,9	3,0	2,4	3,0
	Tasa de paro (%)	9,9	10,8	10,3	9,8

Fuentes: Bloomberg y FMI.

3. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

3.1. Bancos centrales

3.1.1. BCE

El BCE, en su reunión del 23 de julio, mantuvo inalterados sus tipos de referencia, tras haberlos aumentado en 25 puntos básicos en su reunión de junio, en la que dejó el tipo de depósito en el

2,25 %. En la rueda de prensa posterior a la reunión del Comité de Política Monetaria, la presidenta del BCE, C. Lagarde, señaló que los riesgos sobre la inflación están sesgados al alza y que los riesgos sobre el crecimiento económico están sesgados a la baja, frente a una valoración de «más equilibrados» que había realizado en la reunión anterior. Asimismo, Lagarde afirmó sentirse cómoda con las expectativas del mercado para el tipo de depósito del BCE en el momento de la reunión, que descontaban cerca de dos nuevos aumentos del tipo rector en el resto de 2026.

El mercado otorga una probabilidad muy elevada, próxima a la certeza, a un aumento del tipo de depósito en la reunión de septiembre, aunque ha reducido la probabilidad estimada de nuevas acciones sobre el tipo de depósito en las reuniones restantes de 2026 y en las de principios de 2027. Ello contrasta con los más de dos aumentos del tipo de depósito que se contemplaban a finales de junio y es consistente con cierta moderación de los precios del petróleo, a pesar de la ruptura de la tregua en Oriente Medio.

3.1.2. Fed

La Fed dejó sin cambios sus tipos de interés de referencia en el rango del 3,50 % al 3,75 % en su reunión del 29 de julio. La votación no fue unánime y tres miembros del Comité de Política Monetaria se posicionaron a favor de un aumento del tipo rector de 25 puntos básicos (los mismos tres miembros habían votado en abril, aún bajo el anterior presidente, a favor de eliminar el sesgo bajista que se incluía en el comunicado). En la rueda de prensa posterior, el presidente de la Fed, K. Warsh, señaló que la reunión había incluido la «pelea familiar» que había buscado. Asimismo, Warsh sugirió que el repunte de los tipos de interés que se estaba registrando en los mercados financieros ya estaba, en parte, contribuyendo al tensionamiento de las condiciones financieras que la Fed buscaría para contener la inflación. Las actas de la reunión mostraron que diversos participantes se habían posicionado a favor de un aumento de los tipos de referencia y que muchos de ellos consideraban necesaria dicha subida si la inflación no retrocedía, aunque finalmente una mayoría apoyó el mantenimiento de los tipos de interés.

El presidente de la Fed, K. Warsh, marcó un tono relativamente antiinflacionista en su esperado discurso de la conferencia de Jackson Hole. El principal mensaje que dio Warsh fue que no está satisfecho con el nivel de inflación en Estados Unidos y que, si la tasa subyacente no inicia un retroceso a un ritmo sustancial, la Fed se verá forzada a actuar. En su discurso, Warsh reiteró su visión sobre la importancia de la IA para la evolución de la economía y su postura crítica sobre las políticas de comunicación de la Fed (especialmente la *forward guidance*).

El mercado ha elevado la probabilidad de una subida del tipo rector en la reunión de septiembre hasta situarla por encima del 50 % tras el discurso de Warsh en Jackson Hole. El mercado descuenta hasta dos subidas del tipo rector de aquí a finales del primer trimestre de 2027.

3.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios el tipo de interés de referencia en el 3,75 % en su reunión de julio. La votación del Comité de Política Monetaria contó con seis votos a favor y tres en contra, estos últimos favorables a un aumento de 25 puntos básicos del tipo rector (frente a solo dos votos favorables a un aumento de tipos en la reunión de junio). En su comparecencia posterior, el gobernador del Banco de Inglaterra, A. Bailey, afirmó que la inflación podría ser menos persistente de lo que se había estimado, lo que apunta a una mayor confianza en que los efectos de segunda ronda sean relativamente limitados.

El Banco de Japón dejó el tipo rector en el 1,00 % en su reunión de finales de julio. La decisión se produjo a pesar de una revisión al alza de sus perspectivas económicas, lo que puede interpretarse como una creciente confianza en la posibilidad de nuevas subidas del tipo rector en

próximas reuniones. La votación contó con ocho votos a favor y un solo voto en contra, favorable a un aumento del tipo rector hasta el 1,25 %.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
10 de septiembre	Reunión del BCE	El mercado asigna una probabilidad muy elevada a una subida del tipo rector.
16 de septiembre	Reunión de la Fed	El mercado asigna cierta probabilidad a una subida del tipo rector.

3.2. Renta fija

Las rentabilidades de la deuda soberana se han desplazado al alza durante los meses de julio y agosto, especialmente en los tramos más largos de la curva. Las rentabilidades a largo plazo han estado impulsadas por la creciente atención de los mercados financieros a la situación fiscal y por el creciente volumen de emisiones privadas (especialmente las asociadas al sector tecnológico), mientras que la moderación del precio del petróleo, favorecida por la tregua (posteriormente rota) en Oriente Medio, ha actuado en sentido contrario. Con ello, las rentabilidades de los bonos soberanos a 30 años han marcado niveles máximos o cercanos en los siguientes países: (i) Estados Unidos, 5,31 %, máximo desde 2007; (ii) Reino Unido, 5,83 %, próximo al máximo desde 1998 (excepto por el 5,85 % de mayo de 2026); y (iii) Japón, 4,15 %, máximo histórico (excepto por el 4,16 % de mayo de 2026). En Europa, el aumento del tipo de depósito por parte del BCE también ha contribuido al desplazamiento al alza de toda la curva de deuda soberana, con lo que la curva europea ha registrado una positivización (aumento de la pendiente) inferior a la registrada en otras economías.

En Estados Unidos, el Tesoro ha intervenido en el mercado de *Treasuries* con el anuncio de que ampliaría sus recompras de deuda pública en el tramo más largo de la curva de deuda soberana, con el argumento de que ello contribuiría a aportar liquidez. En cualquier caso, las mayores recompras deberán ser compensadas con un aumento de las emisiones de deuda pública a corto plazo. La operación ha tenido una efectividad limitada y no ha supuesto una reducción sustancial de la rentabilidad del bono estadounidense a 30 años. Posiblemente por este motivo, el secretario del Tesoro, S. Bessent, ha indicado que se está valorando el uso de la TGA (Cuenta de Tesorería del Gobierno Federal), que cuenta con cerca de 1 billón de dólares, para financiar este tipo de operaciones de recompra.

La prima de riesgo soberano de Francia ha repuntado, mientras que las de España e Italia se han mantenido relativamente estables. El repunte de la prima de riesgo de Francia puede atribuirse a la peor situación fiscal del país galo, dados sus elevados niveles de déficit y deuda pública, y a un entorno político incierto y volátil a medida que se acercan las elecciones presidenciales previstas para abril de 2027. Con ello, la rentabilidad del bono francés a 10 años se ha situado entre 85 y 90 puntos básicos por encima de la referencia alemana, e incluso ha superado el diferencial de la deuda italiana al mismo plazo. Por su parte, la prima de riesgo española se ha mantenido en los niveles de meses anteriores, es decir, entre 40 y 45 puntos básicos.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se mantienen en los niveles de finales de junio, a pesar de haber registrado un movimiento de vaivén. Durante el mes de julio, los *spreads* se ampliaron en un contexto de aumento de los tipos oficiales y de las rentabilidades de la deuda soberana, un movimiento que se moderó durante la parte final de julio y principios de agosto, ante menores expectativas de nuevas subidas de los tipos de interés por parte de los bancos centrales. Con todo, tanto los *spreads* de la deuda corporativa de alta calidad crediticia (*investment grade*) como los de menor calidad crediticia (*high yield*) han cerrado agosto en niveles similares a junio.

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se ha depreciado en sus principales cruces durante los meses de julio y agosto, dado el tono menos proclive a subir los tipos de interés por parte de la Fed en relación con otros bancos centrales como el BCE, lo que supone una reducción del diferencial de tipos de interés favorable al dólar. Frente al yen, **el Tesoro de Estados Unidos y el Ministerio de Finanzas de Japón llevaron a cabo una intervención coordinada para limitar la depreciación del yen**. La operación consistió en recalibrar las tenencias del ESF del Tesoro (Fondo de Estabilización de Divisas), reduciendo sus tenencias en euros y aumentándolas en yenes. En contra de la práctica habitual, el Tesoro de Estados Unidos no habría advertido al BCE de que la operación implicaría la venta de activos en euros, con el consiguiente impacto en el tipo de cambio del euro. Con todo, la intervención permitió que el yen se apreciara desde niveles por encima de los 163 yenes por dólar hasta niveles de entre 158 y 160 yenes por dólar. Según Bloomberg, la intervención habría tenido un coste total de 96.000 millones de dólares, algo mayor que el de las realizadas anteriormente por Estados Unidos y Japón en este mercado entre abril y mayo de 2026, en un momento en el que el tipo de cambio se situó por encima de los 160 yenes por dólar.

El precio del petróleo ha repuntado durante los meses de verano desde los niveles reducidos alcanzados a finales de junio, cuando parecía más probable una tregua duradera, lo que permitió que los precios se situaran por debajo de los 75 dólares por barril. Sin embargo, la ruptura de la tregua y la vuelta de los ataques por parte de Irán y Estados Unidos al tráfico marítimo y a infraestructuras de los países de la región llevaron el precio puntualmente por encima de los 100 dólares por barril. Posteriormente, las noticias sobre una cierta reducción de las hostilidades y sobre la existencia de porosidad en los bloqueos establecidos en el estrecho de Ormuz por parte de Irán y de Estados Unidos han reducido los temores sobre tensiones en el mercado físico de crudo, y los precios se han estabilizado alrededor de los 90 dólares por barril en las últimas semanas.

Los precios de los metales preciosos han aumentado en julio y agosto, apoyados por dos factores: (i) el aumento del flujo de noticias sobre intervenciones en los mercados financieros (divisas y renta fija) por parte de Estados Unidos, lo que favorece el atractivo de estos metales como activos de diversificación, y (ii) el tono poco proclive a subir el tipo rector exhibido por la Reserva Federal de Estados Unidos en sus últimas reuniones, a pesar de la persistencia de tasas de inflación relativamente elevadas en el país. Con ello, el precio del oro ha aumentado alrededor de un 14,8 % y el de la plata, un 14,2 % desde finales de junio.

Los precios agrícolas han aumentado con fuerza en las últimas semanas ante el aumento de las noticias sobre una posible intensificación del conflicto en Rusia y Ucrania que podría dar lugar a una caída de la oferta procedente de la región. Por otra parte, diversos centros de investigación y expertos han advertido sobre la formación del fenómeno meteorológico de El Niño, que afecta a los patrones climáticos del océano Pacífico. Las informaciones apuntan a que podría tratarse de un aumento de la temperatura del agua de hasta 2 °C, con lo que el fenómeno sería calificado como un episodio muy fuerte de El Niño, con consecuencias más graves. Este calentamiento de las aguas del Pacífico puede afectar a los rendimientos agrícolas en algunos de los principales productores, lo que se sumaría a la tensión existente por la escasez de fertilizantes provocada por el cierre del estrecho de Ormuz. Todo ello introduce riesgos al alza para el precio de los alimentos, con consecuencias para la economía global y, especialmente, para los principales importadores de alimentos.

► **Focus:** [¿Cómo nos afectan los eventos climáticos extremos?](#)

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 (%)	2,40	2,40	0,0	2,15	25,0	2,15	25,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,25	2,25	0,0	2,00	25,0	2,00	25,0
Euribor 3 meses (%)	2,57	2,48	8,9	2,03	54,7	2,05	52,6
Euribor 12 meses (%)	2,98	2,96	1,7	2,24	73,8	2,12	86,6
Alemania: Bono 2 años (%)	2,94	2,82	11,6	2,12	81,5	1,96	98,2
Alemania: Bono 10 años (%)	3,32	3,21	11,8	2,86	46,9	2,75	57,6
España: Bono 2 años (%)	2,97	2,87	10,0	2,27	69,7	2,06	90,5
España: Bono 10 años (%)	3,78	3,65	12,3	3,29	48,7	3,35	42,4
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	45,1	44,6	0,5	43,3	1,8	60,3	-15,2
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	85,3	79,30	6,0	3,6	81,7	3,5	81,8
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	82,7	81,40	1,3	3,6	79,1	3,6	79,1
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 (%)	4,34	4,29	5,0	3,47	86,9	3,62	72,5
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,75	4,73	1,5	4,17	58,3	4,23	52,2
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	51,1	53,6	-2,5	50,7	0,5	55,5	-4,4
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	247,5	260,6	-13,1	244,2	3,3	268,0	-20,5
Dólares por euro	1,162	1,153	0,79%	1,175	-1,09%	1,171	-0,79%
Libras esterlinas por euro	0,857	0,855	0,26%	0,872	-1,64%	0,865	-0,83%
Yenes por euro	185,6	181,4	2,29%	184,0	0,86%	172,4	7,68%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	99,4	99,9	-0,49%	98,3	1,12%	97,8	1,69%
Brent (dólares por barril)	90,5	90,1	0,41%	60,9	48,71%	68,2	32,78%
Oro (dólares por onza)	4437,4	4046,2	9,67%	4319,4	2,73%	3476,1	27,66%

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

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

Julio y agosto han dejado un balance constructivo para la renta variable, aunque acompañado de una importante rotación interna. Tras el fuerte liderazgo previo del sector tecnológico, el mes de julio marcó un punto de inflexión, con una corrección significativa en semiconductores y otros beneficiarios de la IA. Más que un deterioro de los fundamentales, el movimiento respondió a unas valoraciones exigentes y a una creciente preocupación por la capacidad de monetizar los elevados niveles de inversión, lo que favoreció una rotación hacia sectores de valor, financieros y energéticos, así como hacia áreas más defensivas del mercado. En cambio, el mes de agosto ha aportado un mayor respaldo fundamental a las bolsas. La fase final de la temporada de resultados confirmó uno de los mejores trimestres de los últimos años tanto en Estados Unidos como en Europa, con una mejora especialmente relevante de las revisiones de beneficios en Europa. La IA continúa siendo un importante motor de crecimiento, aunque el mercado se ha vuelto claramente más selectivo a la hora de valorar a sus beneficiarios. En conjunto, ambos meses reflejan un mercado resiliente, pero con un liderazgo más amplio y menos homogéneo. Los sólidos resultados empresariales y la resistencia de la actividad han compensado unas condiciones financieras más exigentes, mientras que los tipos a largo plazo más elevados, las tensiones geopolíticas y las dudas sobre la rentabilidad del *capex* tecnológico han favorecido una mayor discriminación sectorial y una reducción de la concentración del mercado.

La fase final de la temporada de resultados correspondiente al 2T26 ha confirmado uno de los mejores trimestres de los últimos años tanto en Europa como en Estados Unidos. En el caso europeo, la fortaleza resulta especialmente destacable por el respaldo simultáneo de los datos micro y macro. La temporada de resultados del segundo trimestre comenzó con las revisiones de EPS cerca de máximos de cuatro años y, tras unas cifras empresariales especialmente sólidas, esta tendencia no ha hecho más que acelerarse: la amplitud de las revisiones de beneficios se sitúa ya en niveles no vistos desde agosto de 2021, en plena recuperación pospandemia. A ello se suma una clara mejora del entorno macro, con el índice de sorpresas económicas europeo en máximos de más de tres años y actualmente por encima de su homólogo estadounidense, con la mayor diferencia registrada en más de un año. En conjunto, los datos refuerzan un escenario en el que la mejora de los fundamentales en Europa está ganando amplitud y consistencia, más allá de las sorpresas positivas de una temporada de resultados particularmente fuerte. Con todo, según Bloomberg, el S&P 500 registró una sorpresa del +3,3 % en ventas y del +26,9 % en beneficios, mientras que, en el apartado de crecimiento, las ventas aumentaron un 15,0 % y los

beneficios, un 52,1 % en términos interanuales. Por su parte, el Euro Stoxx 50 registró una sorpresa del +0,7 % en ventas y del +3,2 % en beneficios, mientras que, en el apartado de crecimiento, las ventas aumentaron un 7,6 % y los beneficios cayeron un 15,6 % en términos interanuales.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, durante julio y agosto se ha producido una reducción progresiva del riesgo y una importante limpieza del posicionamiento, especialmente entre los *hedge funds*. El ajuste se ha concentrado en el sector tecnológico y, de forma particular, en semiconductores y otros segmentos vinculados a la IA, en los que el elevado *crowding* previo favoreció una salida de posiciones más intensa. Más que obedecer a un movimiento generalizado de aversión al riesgo, el ajuste respondió inicialmente a una rotación desde estrategias muy congestionadas, acompañada de una fuerte presión sobre el factor *momentum*. Durante agosto, algunos rebotes estuvieron impulsados principalmente por cierres de posiciones cortas, más que por una reconstrucción convincente de posiciones largas, señal de que el apetito por incrementar el riesgo seguía siendo limitado. Posteriormente, tras varias semanas de compras, los *hedge funds* volvieron a reducir su exposición, lo que llevó el apalancamiento neto a mínimos de un año, mientras que la exposición bruta se ha mantenido relativamente contenida. En conjunto, la fotografía más reciente apunta a un posicionamiento considerablemente más limpio y menos direccional, con menor concentración en el sector tecnológico y una rotación hacia áreas defensivas y algunos segmentos rezagados. Este menor nivel de exposición reduce parte del riesgo asociado al posicionamiento extremo, aunque también refleja una actitud más prudente y selectiva por parte de los inversores.

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)	6420,2	6358,0	0,98%	5791,4	10,86%	5367,1	19,62%
IBEX 35 (España)	19974,1	19782,9	0,97%	17307,8	15,41%	14939,4	33,70%
DAX (Alemania)	26258,1	25629,2	2,45%	24490,4	7,22%	24037,3	9,24%
CAC (Francia)	8334,5	8509,6	-2,06%	8149,5	2,27%	7707,9	8,13%
FTSE MIB (Italia)	52612,7	52172,5	0,84%	44944,5	17,06%	42409,7	24,06%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	53185,9	52485,0	1,34%	48063,3	10,66%	45544,9	16,78%
S&P 500 (Estados Unidos)	7686,1	7489,7	2,62%	6845,5	12,28%	6460,3	18,98%
NASDAQ (Estados Unidos)	29457,0	28274,2	4,18%	25249,9	16,66%	23415,4	25,80%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2956,5	2931,3	0,86%	2481,9	19,12%	2366,4	24,93%
Nikkei 225 (Japón)	66311,9	64362,0	3,03%	50339,5	31,73%	42188,8	57,18%
Hang Seng (Hong Kong)	3771,6	3802,6	-0,81%	3907,6	-3,48%	3931,6	-4,07%

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	29,0%	Communication Services	19,3%	NullGroup	50,9%
Information Technology	26,8%	Energy	17,3%	Energy	21,9%
Materials	17,3%	Financials	10,1%	Information Technology	8,5%
Health Care	11,7%	Health Care	4,8%	Health Care	8,1%
Financials	11,6%	Materials	3,5%	Materials	6,2%
Consumer Discretionary	8,8%	Industrials	1,8%	Financials	6,0%
Consumer Staples	8,1%	Consumer Discretionary	1,5%	Real Estate	1,0%
Communication Services	7,4%	Information Technology	-0,2%	Consumer Discretionary	0,4%
Utilities	-0,1%	Utilities	-0,7%	Communication Services	-2,9%
Real Estate	-7,3%	Consumer Staples	-1,1%	Industrials	-3,1%
Industrials	-9,1%				

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 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 contratación de los productos, la realización de las operaciones o la prestación de los servicios. 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 un indicador fiable de posibles resultados futuros ni una garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que ni la evolución pasada de los valores o instrumentos ni los resultados históricos de las inversiones garantizan la evolución ni los 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 por el Grupo CAJA INGENIEROS en el ejercicio económico, 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 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 de los socios y socias y en favor de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique ni a los socios y socias ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operativa 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.*