

Tregua de 60 días: implicaciones y perspectivas

Estados Unidos e Irán firmaron un acuerdo de tregua, cuya fase inicial vence a mediados de julio, que pone en pausa el conflicto iniciado a finales de febrero. Este documento describe y valora dicho acuerdo y sus consecuencias para los escenarios geopolíticos de cara al futuro.

En dos minutos...

- A pesar de la fragilidad de la tregua firmada entre Estados Unidos e Irán, hay señales de cierta normalización tanto del tráfico del estrecho de Ormuz como del precio del petróleo, aunque la rentabilidad de la deuda soberana permanece elevada ante el aumento de las primas por inflación.
- El acuerdo es favorable para Irán, ya que obtiene concesiones concretas e inmediatas — acceso a los mercados financieros, reinicio de las exportaciones de crudo y acceso a activos financieros anteriormente congelados— a cambio de compromisos futuros y ambiguos. Trump buscaba un cierre rápido del conflicto para contener sus consecuencias inflacionistas.
- El acuerdo nuclear se abordará en grupos de trabajo paralelos durante la tregua, aunque con unas expectativas estadounidenses rebajadas respecto a visiones anteriores.
- En adelante, el escenario más probable pasa por una extensión explícita o implícita de la tregua y por pequeños avances que permitan a Irán seguir exportando crudo y reforzar su maltrecha economía. Estados Unidos buscará evitar nuevas escaladas que puedan elevar el precio del petróleo antes de las elecciones de mitad de mandato.

1. El conflicto en Oriente Medio

1.1. Fase cinética (o bélica): a partir del 28 de febrero de 2026

Estados Unidos e Israel iniciaron el 28 de febrero de 2026 la operación Epic Fury contra Irán, centrada en su infraestructura militar y justificada por la necesidad de evitar que Irán desarrollara armas nucleares, aunque posteriormente también se han citado como motivos la voluntad de promover un cambio de régimen y el interés por las reservas petrolíferas y gasísticas de Irán. En primera instancia, los ataques causaron la muerte del ayatolá Ali Jamenei y de otros altos oficiales del régimen, además de daños en infraestructuras militares y civiles.

La respuesta de Irán buscó regionalizar el conflicto y aumentar los costes de este para Estados Unidos y sus aliados regionales. Esta estrategia se concretó, en primer lugar, en ataques con drones y misiles contra diversos países de la región (Arabia Saudí, Baréin, Catar, Jordania, Kuwait, Omán y Emiratos Árabes Unidos). Estos ataques, inicialmente centrados en infraestructuras militares, se extendieron a infraestructuras energéticas (almacenes, refinerías...) a medida que los ataques contra Irán también alcanzaban este tipo de objetivos. En segundo lugar, el cierre del estrecho de Ormuz, mediante ataques a buques y la instalación de minas marinas, supuso un fuerte revés para la economía y los mercados financieros globales, dada la importancia del estrecho para los mercados mundiales de la energía y de otras materias primas (aluminio, helio,

fertilizantes, etc.). El precio del petróleo repuntó con fuerza y se situó por encima de los 120 dólares por barril, en niveles máximos desde 2022, en pleno conflicto entre Rusia y Ucrania.

Israel intensificó las acciones contra Hezbolá, incluidas incursiones en el Líbano, alegando motivos de seguridad nacional. Estas operaciones se concretaron en ataques por tierra y aire, incluso contra Beirut, la capital del país, a pesar de que el Gobierno del Líbano había condenado las acciones de Hezbolá.

1.2. Fase no cinética: a partir del 7 de abril

El 7 de abril, Trump anunció un acuerdo de alto el fuego de quince días que, en esta ocasión, fue ratificado por Irán. Esto ocurrió tras diversas semanas de comunicación errática por parte de Trump, que proclamó la victoria varias veces, anunció acuerdos desmentidos posteriormente por Irán y formuló amenazas ominosas contra el país («eliminación de una civilización» y «destrucción de puentes y plantas eléctricas», entre otras). El primer ministro israelí, Netanyahu, afirmó que Israel no tenía intención de cumplir el acuerdo de alto el fuego en relación con el Líbano, aunque, posteriormente, y presionado abiertamente por Estados Unidos, sí alcanzó su propio acuerdo, si bien solo fue parcialmente respetado. **El acuerdo de alto el fuego con Irán fue prorrogado de forma más o menos explícita en diversas ocasiones.** Estas prórrogas fueron acompañadas generalmente de presiones por parte de Estados Unidos a través de redes sociales y medios de comunicación: sobre Irán, para que reabriera el estrecho de Ormuz, y sobre terceros países, para que colaboraran en su reapertura.

El alto el fuego no se respetó estrictamente y siguieron los ataques y las escaramuzas. Tampoco supuso la normalización del tráfico en el estrecho de Ormuz, que permaneció bajo un cierre selectivo por parte de Irán. El país permitía el tránsito de buques asociados a países afines, pero cobraba un peaje y los obligaba a circular por determinadas zonas libres de minas marinas. Con el objetivo de evitar esta selectividad y de presionar a Irán, Estados Unidos estableció, el 13 de abril, un contrabloqueo naval en el estrecho de Ormuz, lo que supuso, *de facto*, un bloqueo propio. Esta medida detuvo varios buques que Irán sí había autorizado a cruzar el estrecho.

La mediación diplomática de Pakistán, Turquía y Egipto resultó clave para el inicio de conversaciones entre Estados Unidos e Irán dirigidas a buscar un acuerdo de tregua que pudiera convertirse, eventualmente, en un acuerdo de paz. Estas negociaciones, inicialmente basadas en el conocido como «documento de 10 puntos», mejoraron las perspectivas y contribuyeron a que el petróleo, aunque sujeto a una elevada volatilidad, se alejara de los máximos alcanzados en las primeras semanas del conflicto.

2. Tregua de 60 días: desde el 18 de junio

2.1. El acuerdo de tregua de 14 puntos

El acuerdo de tregua entre Estados Unidos e Irán tiene una duración de 60 días, con una fase previa de 30 días, y fue firmado por Donald Trump en el Palacio de Versalles durante una cumbre del G-7. De forma inmediata, contempla el cese de hostilidades (1) y la no interferencia de ningún país en los asuntos internos del otro (2), un punto relevante para Irán, dada la presión que Estados Unidos venía ejerciendo para fomentar un levantamiento interno que propiciase un cambio de régimen.

- **En la fase previa**, Irán se compromete a hacer su «mejor esfuerzo» para eliminar las minas marinas del estrecho de Ormuz (5), mientras que Estados Unidos acuerda levantar el contrabloqueo (4), no acumular más fuerzas militares cerca de Irán (4), otorgar los permisos necesarios para que Irán pueda exportar petróleo en los mercados internacionales, incluidos los servicios financieros relacionados con seguros y transporte (10), y descongelar los activos financieros de Irán en territorio estadounidense (11).

- **En la fase de tregua**, que tiene una duración de 60 días (3), Irán se compromete a permitir el tráfico marítimo sin peajes, aunque el acuerdo hace referencia a la gestión conjunta de servicios marítimos por parte de Irán y Omán (5). Estados Unidos acuerda participar en la creación de un Fondo de Reconstrucción y Desarrollo de Irán con un importe de hasta 300.000 millones de dólares (6) y promover que los organismos internacionales levanten todas las sanciones (7).
- **En relación con el acuerdo nuclear**, Irán se compromete a no desarrollar armas nucleares (8) y a no realizar cambios en la situación actual del programa nuclear (9). Todo ello se formula en un lenguaje muy ambiguo, en un contexto en el que las conversaciones se trasladan a un grupo de trabajo sobre un acuerdo nuclear definitivo durante la fase de tregua.

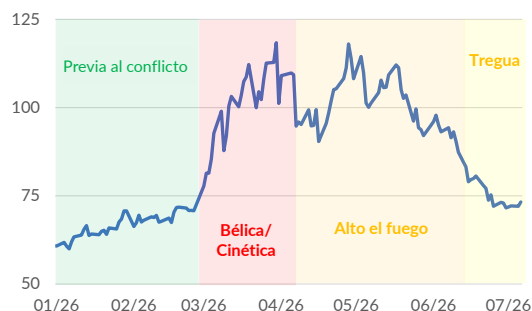
El resto de puntos del acuerdo contemplan el establecimiento de un mecanismo ejecutivo para la supervisión de su aplicación (12), el calendario de implementación, con la definición de los temas iniciales y del resto de cuestiones (13), y, finalmente, la voluntad de que el acuerdo final sea ratificado como acuerdo del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (14).

2.2. Impacto en los mercados financieros

El anuncio y la firma de la tregua han permitido que el precio del petróleo se normalice y se sitúe de nuevo en niveles previos al inicio del conflicto, es decir, en torno a los 70 dólares por barril para la referencia Brent, frente a los niveles de entre 90 y 120 dólares por barril alcanzados durante el conflicto. Esto se produce pese a que, incluso tras la reapertura del estrecho de Ormuz, el tráfico estaría, hoy por hoy, notablemente por debajo de los niveles de principios de año.

No ha ocurrido lo mismo con otros activos, como la deuda soberana o las bolsas (Tabla 1):

Gráfico 1. Precio del petróleo en las fases del conflicto (Brent, USD/barril)



Fuente: Bloomberg.

- **La rentabilidad de la deuda soberana se mantiene en niveles más elevados** por un aumento de la prima por inflación (ante el incremento y la mayor volatilidad de las expectativas de inflación) y por unas perspectivas de tipos de interés más elevados por parte de los bancos centrales. Las curvas han tendido al aplanamiento, lo que rompe con la tendencia previa al conflicto, caracterizada por un aumento de su pendiente ante la creciente preocupación por la situación fiscal de las economías.
- **Las bolsas, en general, han recuperado los niveles previos al conflicto e incluso los han superado**, apoyadas por la evolución favorable de los resultados empresariales, especialmente en el sector tecnológico.

Tabla 1. Movimientos en los mercados a lo largo del conflicto

	27-feb	07-abr	Cambio 7-abr vs 27-feb	30-jun	Cambio 30-jun vs 7-abr
Alemania: Bono 10 años (%)	2.64	3.08	44.10	2.86	-22.40
España: Bono 10 años (%)	3.06	3.57	50.50	3.34	-22.30
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	3.94	4.29	35.56	4.47	17.21
Dólares por euro	1.18	1.16	-1.8%	1.14	-1.5%
Brent (dólares por barril)	72.5	109.3	50.8%	72.9	-33.3%
Gas natural en Europa (euros por MWh)	32.0	53.25	66.6%	43.44	-18.4%
Cobre (dólares por 100 libras)	600.5	556.3	-7.4%	619.25	11.3%
Oro (dólares por onza)	5278.9	4706.5	-10.8%	4008.0	-14.8%
MSCI World (Mundo)	4556.8	4327.9	-5.0%	4825.5	11.5%
Euro Stoxx 50 (Europa)	6138.4	5633.2	-8.2%	6328.1	12.3%
IBEX 35 (España)	18360.8	17444.3	-5.0%	19471.9	11.6%
DAX (Alemania)	25284.3	22921.6	-9.3%	24995.8	9.0%
CAC (Francia)	8580.8	7908.7	-7.8%	8404.0	6.3%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	48977.9	46584.5	-4.9%	52319.2	12.3%
S&P 500 (Estados Unidos)	6878.9	6616.9	-3.8%	7499.4	13.3%
NASDAQ (Estados Unidos)	24960.0	24202.4	-3.0%	30276.4	25.1%
Nikkei 225 (Japón)	58850.3	53429.6	-9.2%	70062.3	31.1%
Hang Seng (Hong Kong)	4068.5	3785.8	-6.9%	3428.5	-9.4%

Fuente: Bloomberg.

Los bancos centrales adoptaron un discurso más proclive a las subidas de tipos en la fase más aguda del conflicto y varios de ellos elevaron sus tipos de referencia. El propio BCE, en su reunión de junio, subió el tipo de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 %, lo que supuso su primera subida desde agosto de 2023. Por su parte, la Reserva Federal de Estados Unidos no realizó cambios en sus tipos de interés, pero sí modificó su discurso y sus perspectivas, que ahora apuntan a una mayor probabilidad de aumentos del tipo rector. **Con la firma del acuerdo de tregua, los bancos centrales han moderado su discurso alcista sobre los tipos**, al hacer referencia a menores riesgos para la inflación (o a riesgos «más equilibrados») y al impacto del conflicto y de los mayores precios de la energía sobre la actividad económica.

2.3. Valoración del acuerdo de tregua

El acuerdo es favorable para Irán, ya que obtiene ventajas inmediatas y concretas a cambio de unos compromisos relativamente difusos y alejados en el tiempo.

1. **Irán obtiene el levantamiento de las sanciones a sus sectores energético y financiero**, algunas de las cuales estaban vigentes desde hacía más de cuatro décadas. Esto permitirá al país aumentar sus ingresos de forma inmediata y recuperar los activos congelados por Estados Unidos.
2. **El compromiso de Estados Unidos de no aumentar su presencia** en la región también da a Irán la confianza de que Estados Unidos no utilizará el periodo de la tregua para preparar futuras operaciones militares. Todo ello se produce en un contexto en el que Estados Unidos mantiene una presencia relativamente reducida en la región (en comparación con conflictos militares anteriores) y hay indicios crecientes de tensiones, entre ellos la reducción de efectivos en otros escenarios (p. ej., Asia) y la caída de los inventarios de cierto armamento (p. ej., misiles interceptores y Tomahawk).
3. **La ambigüedad respecto al programa nuclear de Irán**, con las referencias a mantener el *statu quo* y con declaraciones de Trump que apuntan a una gran flexibilidad sobre su gestión, en términos de lo que debía ser destruido o diluido y la forma en que debía hacerse, también resulta favorable para Irán.

Estados Unidos, por su parte, logra un acuerdo que reabre el estrecho de Ormuz al tráfico marítimo y permite reducir el precio del petróleo y las presiones inflacionistas. Además, ofrece al presidente Trump la posibilidad de dar por cerrado un conflicto iniciado unilateralmente y que ha demostrado ser muy impopular (Gráfico 2). El aumento del precio de la gasolina y el repunte de la inflación han supuesto un lastre adicional para la popularidad de Trump y han deteriorado la percepción de su gestión, especialmente en áreas en las que contaba con una ventaja en trimestres anteriores, como la gestión de la economía y la lucha contra la inflación (Gráfico 3).

Israel ha visto deteriorarse su posición internacional y ha recibido críticas de numerosos países, incluido Estados Unidos, por sus acciones militares contra Irán y en el Líbano, que han impedido la entrada en vigor de diversos acuerdos de alto el fuego y han supuesto la ruptura de otros. Este deterioro se suma al provocado por el conflicto contra Hamás, abierto desde octubre de 2023, que ha afectado a Gaza y Cisjordania. Esta situación ha quedado de manifiesto en declaraciones en las que Trump ha criticado abiertamente las acciones de Israel y en la **exclusión explícita del país de las negociaciones de paz** mediadas por Pakistán y Catar.

Gráfico 2. Apoyo en Estados Unidos al conflicto en Irán (en contra; a favor)

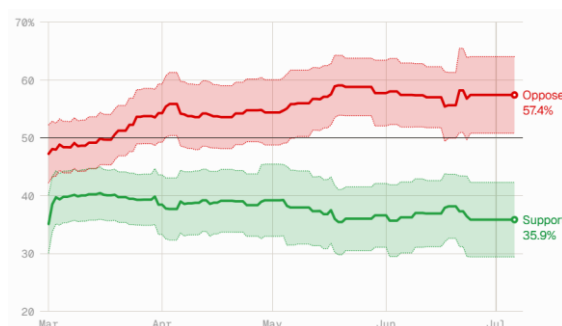
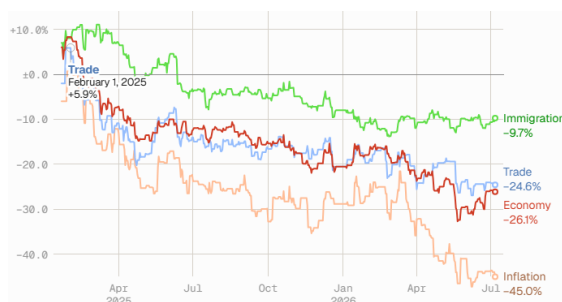
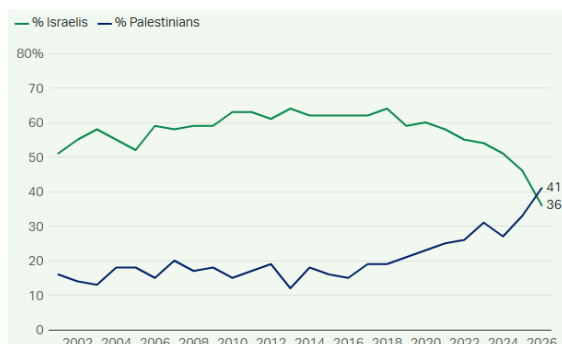


Gráfico 3. Valoración de Trump en diversos aspectos (valoración neta = a favor - en contra)



Fuente: Nate Silver.

Gráfico 4. Estados Unidos: simpatías en el conflicto en Oriente Medio (Israel/Palestina)



Fuente: Gallup.

3. Consecuencias del conflicto y del acuerdo

3.1. Implicaciones económicas

La normalización del precio del petróleo favorece una visión del conflicto como un *shock temporal* cuyo impacto sobre la actividad y los precios podría ser más limitado, a pesar de la persistencia de incertidumbres y primas de riesgo asociadas. Este carácter temporal puede, a su vez, favorecer una mayor disposición por parte de las empresas y otros intermediarios a absorber los aumentos de los costes y limitar la transmisión a los consumidores. Esto puede justificar un cambio de orientación de los bancos centrales hacia una actitud más proclive a apoyar la actividad económica.

3.2. Implicaciones geopolíticas

Estados Unidos puede atribuirse una victoria militar, pero ha sufrido una derrota estratégica. Su supremacía militar le ha permitido imponerse, aunque no con la contundencia necesaria (o inicialmente esperada), y su incapacidad para reabrir el estrecho de Ormuz supone un cuestionamiento de su papel como líder hegemónico global. El conflicto también ha puesto de relieve su soledad: los aliados tradicionales no han atendido las peticiones de apoyo y China tampoco ha respaldado las tesis estadounidenses, a pesar de las reiteradas peticiones de Trump durante la cumbre Trump-Xi en mayo.

► **Focus.** Cumbre Trump-Xi: ni escalada ni acuerdos sustanciales

Los países del golfo Pérsico ven cuestionado su modelo económico ante la percepción de menor estabilidad y fiabilidad. Los que buscaban diversificar más allá del petróleo (Emiratos Árabes Unidos) sufren el aumento de la inestabilidad geopolítica; los que buscaban diversificar su base industrial (Catar y Baréin) han sufrido disrupciones productivas y de distribución, y Arabia Saudí ve cuestionado su papel como fuente estable y segura de suministro energético. Además, las disrupciones de suministro observadas y la salida de Emiratos Árabes Unidos del cártel ponen en entredicho la capacidad de estos países de controlar los mercados globales de crudo y energía, en parte a través de la OPEP.

4. Escenarios del conflicto

4.1. Escenario central: Prolongación de la tregua sin acuerdo formal

Irán tiene incentivos para prolongar la fase de negociaciones, ya que esta le permite recuperar sus ingresos por exportaciones de petróleo y acceder de nuevo a sus activos financieros. Así, el país realizará concesiones cosméticas, como la destrucción o dilución de parte de su inventario de uranio, aunque evitará compromisos mayores, como el acceso del Organismo Internacional de Energía Atómica a sus instalaciones. Además, Irán puede aprovechar este tiempo para reconstruir su capacidad de producción de misiles y drones.

Estados Unidos buscará evitar titulares sobre el conflicto, dadas su impopularidad doméstica, la proximidad de las elecciones de mitad de mandato y la necesidad de mantener un discurso de victoria. En el plano militar, es posible que se mantengan algunas escaramuzas, especialmente las asociadas al tráfico en el estrecho de Ormuz y a la voluntad de Irán de cobrar por el tránsito de buques por esta vía, aunque no necesariamente en forma de peajes, sino mediante algún mecanismo similar.

El tráfico en el estrecho de Ormuz se normalizará progresivamente, aunque no recuperará los niveles previos al conflicto, ya que se ha vuelto más costoso e incierto. El precio del petróleo se mantendrá en torno a valores similares a los previos al conflicto, aunque persistirán las primas de riesgo y una mayor compensación por inflación en otros activos financieros, como la deuda soberana.

4.2. Escenario positivo: Acuerdo nuclear en 60 días

Irán podría cumplir e incluso superar las demandas de transparencia sobre su programa nuclear con el objetivo de activar el Fondo de Reconstrucción y Desarrollo contemplado en el acuerdo de tregua. Esto, junto con el levantamiento de las sanciones, permitiría una mejora de la situación económica del país, lo que reduciría su presión sobre el estrecho de Ormuz y eliminaría, *de facto*, las primas de riesgo por inflación en buena parte de los activos. La vuelta del precio del crudo a niveles del 4T25 —alrededor de 60 dólares por barril— generaría efectos base negativos en la energía y favorecería la moderación de la inflación, lo que permitiría a los bancos centrales reducir sus tipos de interés con un impacto positivo sobre las condiciones financieras.

4.3. Escenario adverso: Sin acuerdo y vuelta a la fase cinética

El colapso de las negociaciones sobre el programa nuclear supondría la ruptura de la tregua, el cierre del estrecho de Ormuz, el restablecimiento del contrabloqueo por parte de Estados Unidos y un nuevo repunte del precio del petróleo con consecuencias para el resto de mercados financieros, tanto de renta fija como de renta variable. La percepción de que el conflicto tiene un carácter más permanente que temporal forzaría a los bancos centrales a actuar con contundencia ante nuevos repuntes de la inflación. Desde el punto de vista geopolítico, Estados Unidos afrontaría esta nueva fase del conflicto desde una posición militar menos favorable.

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.*