

## Revisión de los mercados - Abril de 2026



### Miedo en el estrecho

El 18 de marzo, el ministro de Asuntos Exteriores de Singapur, Lawrence Wong, lo dijo sin rodeos en una reciente rueda de prensa: la Pax Americana, que había garantizado la estabilidad mundial durante ocho décadas, ha llegado efectivamente a su fin. Estados Unidos se ha convertido, en sus propias palabras, en una potencia revisionista, un disruptor de las mismas normas e instituciones que en su día defendió. Como afirmó Mark Carney en Davos, es hora de la realpolitik; los europeos deben comprender que no es momento de ser idealistas. Nos encontramos ante la articulación más clara hasta la fecha del cambio radical que está remodelando el orden mundial: un mundo multipolar en el que no hay amigos permanentes, solo intereses. Una vez más, para los inversores, las implicaciones son profundas y perdurarán más allá del conflicto actual.

La guerra entre Estados Unidos, Israel e Irán ha entrado ya en su quinta semana sin que se vislumbre una resolución. Los mercados de predicción asignan solo un 34 % de probabilidad a que el estrecho de Ormuz se reabra por completo a finales de abril, y un 60 % de probabilidad a que las tropas estadounidenses estén sobre el terreno en Irán en junio. Esto no es una buena señal. El conflicto ya ha provocado una crisis energética que eclipsa cualquier otra vista en las últimas décadas. Aproximadamente el 20 % del suministro mundial de petróleo transita por el estrecho, y los cierres efectivos han retirado unos 15 millones de barriles diarios de los mercados disponibles, aproximadamente 15 (quince, sí) veces la interrupción causada por la guerra entre Rusia y Ucrania, que por sí sola llevó al Brent a los 120 dólares. El oleoducto este-oeste de Arabia Saudí ofrece un desvío parcial (con una capacidad de 7 Mbpd), y las liberaciones de reservas de la AIE pueden aportar hasta 2 Mbpd, pero las cifras siguen siendo muy desfavorables. Según muchos, la mayoría de los operadores están en pánico ante la situación y esperan precios del petróleo mucho más altos en las próximas semanas.



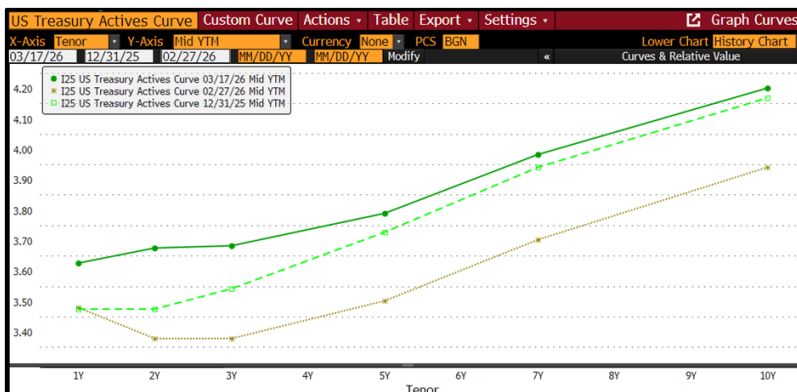
El estrecho no se ha cerrado de forma tan hermética como sugiere el peor de los casos. Los datos de Windward indican que Irán ha permitido de forma selectiva el tránsito con permiso a naciones amigas, en particular a China. Esta apertura parcial beneficia a los intereses de Irán: mantiene su influencia, preserva las relaciones con socios comerciales clave (China representa la mayor parte de las compras de petróleo iraní y, lo que es más importante, suministra prácticamente todos los productos manufacturados que convierten a Irán en un estado industrial moderno) y evita la coalición global total que generaría un bloqueo absoluto. En cuanto a una invasión terrestre de algunas regiones o islas de Irán, el podcast Geopolitical Cousins lo expresó muy bien: el Irán actual se asemeja a Kevin en «Solo en casa», tendiendo trampas pacientemente mientras EE. UU. llega con 8 000 marines, donde Schwarzkopf necesitó en su día 750 000.

Como señalan algunos expertos, dos escenarios dominan las perspectivas. En el caso base, ambas partes se enfrentan a limitaciones vinculantes; Irán no puede permitirse empujar a China y la India a los brazos de una coalición liderada por EE. UU., mientras que EE. UU. no puede sostener una interrupción indefinida de las cadenas de suministro globales sin desencadenar una recesión de la que sería responsable. Surge de forma orgánica un equilibrio tácito, posiblemente en las próximas dos semanas: no hay un alto el fuego formal, pero se produce un cambio gradual en los objetivos, alejándose de las infraestructuras económicamente críticas, con una expansión silenciosa de los tránsitos selectivos por Ormuz. En el escenario adverso, el conflicto se intensifica, las infraestructuras energéticas de Arabia Saudí, Catar y los Emiratos Árabes Unidos sufren ataques directos, los hutíes vuelven a entrar en el conflicto y asistimos a lo que un gestor de fondos describió sin rodeos como un evento de extinción a nivel de pandemia para la actividad comercial, salvo que este implica una escasez física de moléculas que no puede solucionarse declarando trabajadores esenciales (como hicieron los gobiernos durante la crisis del covid). Cada día que pase sin un giro hacia el inicio de una solución hará caer los mercados hasta que alcancemos el punto de activación del pánico total.

### El mercado de bonos está hablando

El mercado de bonos, como suele ocurrir, está diciendo lo que los mercados de renta variable aún no han asimilado. En Estados Unidos, toda la curva de rendimiento se ha desplazado aproximadamente 30 puntos básicos al alza desde el inicio de la guerra, con los bonos del Tesoro a 10 años acercándose al 4,5 %, un nivel que amenaza a una economía estadounidense que ya se está desacelerando.

### Variaciones de las curvas de rendimiento de EE. UU. en lo que va de año y a 28 de febrero. El mercado de bonos está hablando



En Europa, las curvas de rendimiento de la UE han experimentado un empinamiento bajista, con todos los vencimientos rindiendo ahora más que a principios de año, lo que supone una revalorización estructural, no un simple bache. Los diferenciales intra-soberanos europeos se han ampliado y los rendimientos a 10 años han alcanzado



máximos de la década. Los rendimientos de los bonos del Estado británico cuentan una historia similar. No se trata de movimientos técnicos; reflejan un auténtico reajuste de las expectativas de inflación. El coste del capital se está disparando.

La cadena de la inflación es más compleja que los precios de la gasolina por sí solos. Desde principios de marzo, los insumos de fertilizantes, los precios de la urea, han subido entre un 65 % y un 70 %, lo que se trasladará a los costes de los alimentos en los próximos trimestres. Las tarifas de transporte se han cuadruplicado en determinadas rutas. Los insumos petroquímicos se incorporan a la confección, el calzado y los envases. Qatar representaba aproximadamente el 17 % del suministro de GNL europeo; los efectos sobre la infraestructura del gas se medirán en años, más que en meses. El propio análisis del BCE sobre el peor de los casos señalaba una trayectoria de choque severo en la que la inflación subyacente alcanzaría un máximo cercano al 4 % en 2027.

La encuesta de gestores de fondos de BofA de marzo es inequívoca: un 45 % neto de los encuestados espera ahora un aumento del IPC mundial en los próximos 12 meses, frente al 9 % de apenas un mes antes, lo que supone el mayor salto mensual en la historia de la encuesta.

La Fed está atrapada. Las expectativas de recorte de tipos para 2026 se han evaporado de hecho. Kevin Warsh, que asumirá la presidencia de la Fed en mayo y de quien se esperaba ampliamente que marcara un giro moderado, se enfrenta ahora a una trayectoria de la inflación que hace que cualquier flexibilización inmediata sea política y técnicamente imposible. El rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a dos años ha subido 60 puntos básicos (¡sí, un 0,6 %!) en las últimas tres semanas, y la última subasta a dos años registró la ratio de cobertura más baja desde la crisis del SVB. El tipo hipotecario a 30 años vuelve a subir; estaba ligeramente por debajo del 6 % antes de la guerra y ahora se sitúa cerca del 6,4 %.

En Europa, los precios del mercado han ido más allá: se han descontado tres subidas de tipos del BCE para 2026, y pronto vendrán más. La propia Lagarde ha insinuado esta trayectoria. Los bancos centrales se encuentran atrapados entre un repunte de la inflación que no pueden ignorar y un choque de la demanda que aún no pueden compensar por completo. El riesgo de un error de política monetaria es tan elevado como en cualquier otro momento desde la década de 1970. Si la guerra no cesa, los bancos centrales tendrán que subir los tipos hasta provocar una recesión.

### **Los diferenciales corporativos se amplían, pero se mantienen contenidos, por ahora**

Una de las características más contrarias a la intuición de este entorno de mercado es la relativa calma de los diferenciales de crédito. Los diferenciales de grado de inversión y de alto rendimiento de EE. UU. se han ampliado, pero no hasta niveles compatibles con un escenario de recesión inminente. Los diferenciales OAS de alto rendimiento europeos y de mercados emergentes muestran una imagen similar: movimiento, pero sin distorsiones. Los CDS bancarios se mantienen cerca de mínimos históricos. El mercado de crédito, sencillamente, no está valorando lo que valora el mercado físico de materias primas.

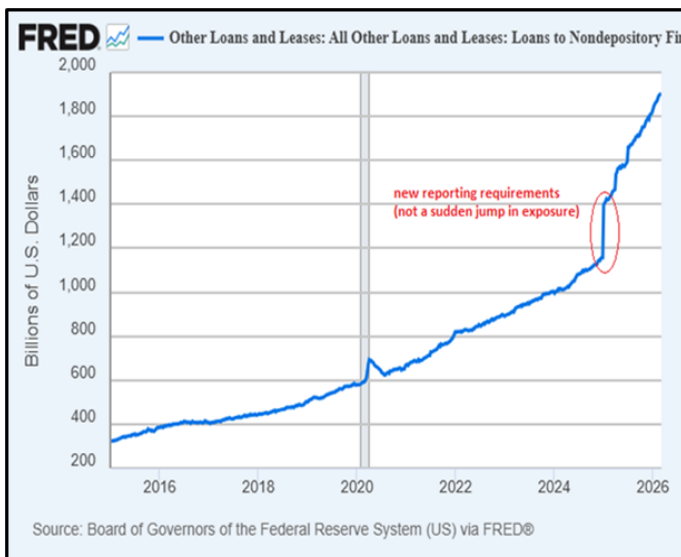
El punto de tensión que merece mayor atención es el crédito privado. Por octavo mes consecutivo, la encuesta de gestores de fondos de BofA identifica el capital riesgo y el crédito privado como las fuentes más probables de un evento crediticio sistémico, con un 63 % de los encuestados citándolas en marzo. Las



BDC (empresas de desarrollo empresarial) que cotizan en bolsa se negocian con un descuento respecto al valor liquidativo (NAV) de aproximadamente el 27 % a mediados de marzo, lo que refleja una preocupación genuina de los inversores por la calidad subyacente de los préstamos en un entorno de subida de tipos y ralentización del crecimiento económico. Los fondos de crédito privado se negocian a su valor liquidativo, pero a medida que aumentan las solicitudes de reembolso, los gestores de fondos son incapaces de satisfacer la demanda. Por lo tanto, los gestores de fondos se ven obligados a restringir las salidas de los inversores. Se trata de un procedimiento normal; lo que resulta un tanto alarmante es que cada vez más fondos están aplicando estas restricciones. Los reembolsos como porcentaje del valor liquidativo al inicio del trimestre en el ámbito de las BDC no cotizadas casi se triplicaron con respecto al trimestre anterior. La restricción de reembolsos es una estructura que puede amplificar la tensión en un escenario de ventas forzadas. Una vez más, la razón de la tensión es que las empresas de software empresarial han sido un sector preferido por los prestamistas de crédito privado desde 2020, representando alrededor del 17 % de las inversiones de las BDC por número de operaciones, según PitchBook, solo superadas por los servicios comerciales. A medida que la IA generativa «convierte en un producto básico» la programación y el desarrollo de software, se han intensificado los temores de que el valor empresarial de estos prestatarios de SaaS se esté erosionando, lo que les impediría hacer frente a las enormes deudas que acumularon durante los años de tipos bajos. Si esto se confirma, las tasas de impago en el sector se dispararán.

En Europa, las previsiones de crecimiento económico se han revisado ligeramente al alza. Los hogares han acumulado ahorros y gozan de buena salud, lo que constituye una reserva para el consumo. Además, Europa y Alemania cuentan con programas de gasto en infraestructuras y defensa que deberían respaldar el crecimiento. Por lo tanto, las expectativas de los economistas parecen excesivamente cautelosas.

### Préstamos del sistema bancario estadounidense a entidades no financieras



Sin embargo, a nivel sistémico, la situación sigue siendo manejable. El total de préstamos de los bancos estadounidenses a instituciones financieras no depositarias (NDFI) ha alcanzado aproximadamente 1,9 billones de dólares, lo que representa alrededor del 7 % del total de activos bancarios, que asciende a 24,5 billones de dólares. Los cuatro grandes bancos estadounidenses tienen entre un 4 % y un 10 % de sus activos expuestos a las NDFI; los bancos superregionales, algo más. Es fundamental señalar que los bancos mantienen ahora aproximadamente el 32 % de sus activos en instrumentos nominalmente libres de riesgo, cerca de un máximo histórico. No

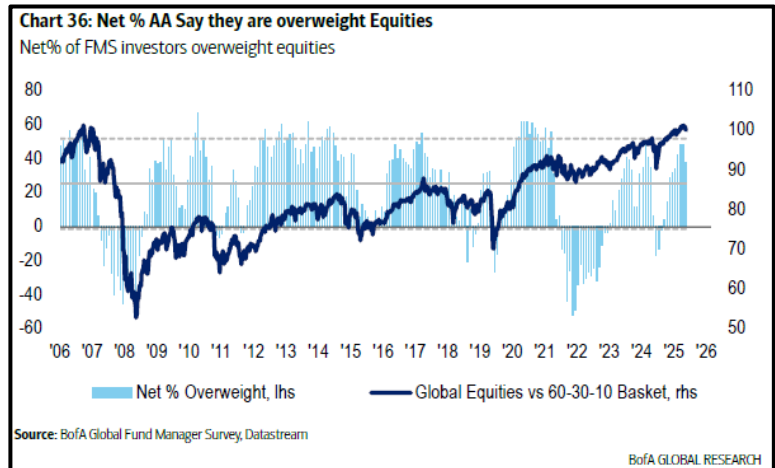
estamos en 2008. Los ratios de apalancamiento, los colchones de capital y la transparencia son mucho mejores. La tensión es real, pero la vía de contagio hacia un evento sistémico requiere que caigan varias fichas de dominó más. No obstante, cabe esperar que los diferenciales se amplíen si la crisis de Ormuz continúa. No es un buen momento para que surja esta crisis de confianza.



## Mercados de renta variable: una corrección sin capitulación

Marzo fue un mes terrible para los inversores en renta variable. El S&P 500 rompió a la baja su media móvil de 200 días, mientras que los mercados europeos sufrieron una corrección más pronunciada tras un prolongado patrón alcista. La asignación de renta variable del BofA FMS cayó a una sobreponderación neta del 37 % desde el 48 %, con el indicador de confianza más amplio cayendo a un mínimo de seis meses de 5,6, aunque todavía muy por encima del mínimo de 1,8 registrado el Día de la Liberación de abril de 2025. Es fundamental señalar que el posicionamiento no se acerca en absoluto a los niveles extremadamente bajistas registrados en mínimos importantes anteriores (COVID, Rusia-Ucrania, crisis financiera global), lo que significa que el margen para una mayor reducción del riesgo es sustancial si las condiciones macroeconómicas se deterioran.

### BofA FMS: % que afirma sobreponderar la renta variable



La característica más llamativa de los mercados de renta variable en este momento es la ausencia de revisiones de beneficios. El consenso de FactSet sigue esperando un crecimiento de los beneficios del 16 % para el S&P 500 en 2026, lo que implica que los inversores están apostando por una rápida resolución del conflicto o que van por detrás a la hora de reconocer el impacto estructural de una interrupción del suministro de 15 millones de barriles diarios. El PER a 12 meses se ha reducido a 20,3 veces, 2,8 puntos por debajo del máximo, lo que técnicamente lo sitúa en territorio de corrección, pero sigue siendo elevado históricamente dado el entorno macroeconómico. Las revisiones de beneficios están al caer; la pregunta es cuándo.

Dependiendo del sector, el impacto es profundamente asimétrico. Las industrias más expuestas a un cierre prolongado del estrecho de Ormuz son las aerolíneas, las compañías de cruceros, el consumo discrecional y los fabricantes dependientes de la petroquímica, precisamente los segmentos que ya se enfrentan a una presión sobre el coste de la vida. Al mismo tiempo, el aumento de los tipos de interés —con el tipo a 10 años acercándose ahora al 4,5 % en EE. UU.— supone un obstáculo

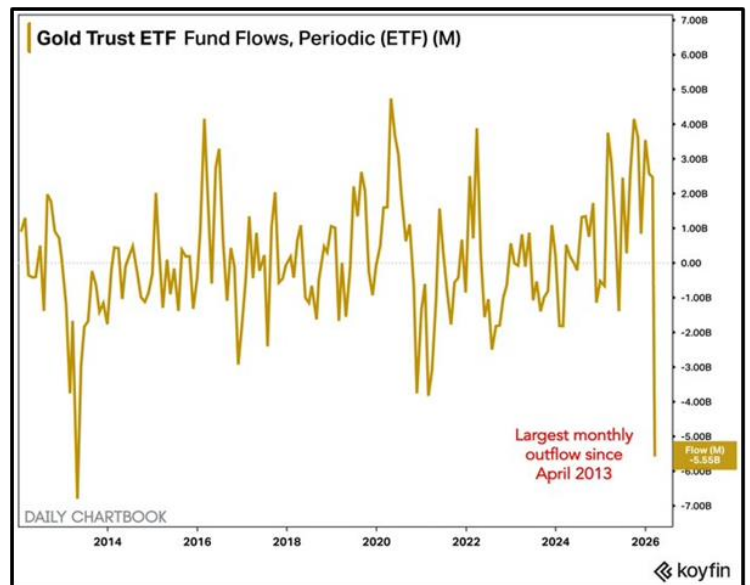




directo para los activos de larga duración: empresas tecnológicas y de software de alto crecimiento con perfiles de flujo de caja a largo plazo. Los inversores experimentados no deben olvidar que la fe pavloviana en la intervención de los bancos centrales —la suposición de que cualquier caída significativa desencadenará una intervención de la política monetaria— es un ancla peligrosa. Lo mismo ocurre con la política fiscal, ya al límite de su capacidad. Existe la posibilidad de un entorno caótico, porque el riesgo moral no acudirá al rescate. En el actual entorno de estancamiento, bajar los tipos exacerba la inflación; subirlos destruye la demanda. *No hay una salida clara.*

## El oro sigue en fase de consolidación tras su subida parabólica

El comportamiento del oro desde el estallido de las hostilidades ha desconcertado a muchos observadores. En lugar de dispararse por la demanda de refugio seguro, el metal rozó brevemente su media móvil de 200 días a mediados de marzo, registrando la mayor salida mensual del ETF GLD desde abril de 2013. La explicación es sencilla: el oro ya había subido más de un 60 % en términos de USD en 2025, alcanzando un territorio parabólico mucho antes de los acontecimientos de Ormuz. Cuando comenzó la reducción forzosa del riesgo, se convirtió en la fuente de efectivo más líquida para los fondos de cobertura y los inversores institucionales que buscaban hacer frente a los reembolsos y las llamadas de margen. La misma dinámica se produjo en marzo de 2020.



Al parecer, algunos bancos centrales de la región del Golfo se vieron obligados a vender, al igual que el banco central turco, que vendió 50 toneladas de sus reservas internacionales en marzo para respaldar su moneda.

Puede que la consolidación no haya terminado, pero Yardeni, al igual que otros optimistas del metal amarillo, mantiene su objetivo de precio a largo plazo de 10 000 USD/oz para finales de la década. Los factores estructurales siguen intactos: la devaluación del dólar, la acumulación por parte de los bancos centrales (en particular por parte de los bancos centrales de mercados emergentes que diversifican sus carteras alejándose de los bonos del Tesoro de EE. UU.), la presión inflacionista y la disminución de la confianza en los activos en papel. El entorno actual —stagflación, elevado riesgo geopolítico y deterioro fiscal— es, históricamente, el contexto más favorable para el oro. La corrección es una oportunidad para acumular posiciones a lo largo del tiempo, no una señal de salida.

## ¿El petróleo a 200 USD?

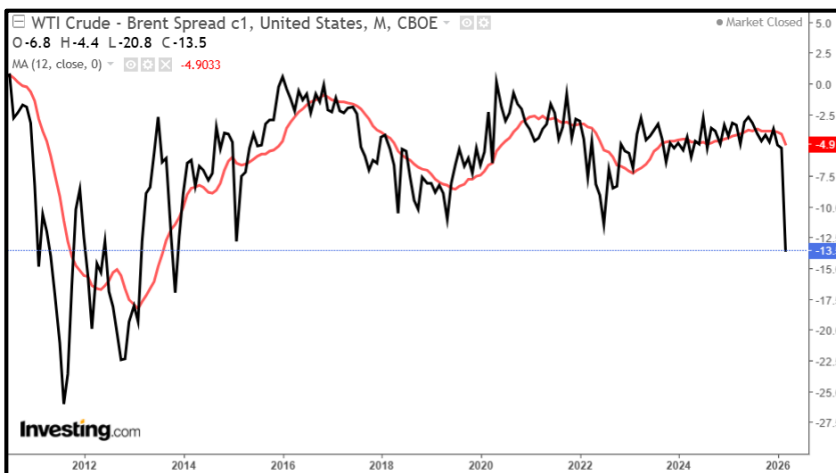
El crudo Brent ha oscilado en torno a los 100 dólares desde el inicio del conflicto, un nivel que, a primera vista, parece modesto dada la magnitud de la interrupción del suministro. El diferencial entre el WTI y el Brent se ha ampliado hasta alcanzar su mayor divergencia en una década, lo que refleja el simple hecho de



que el crudo estadounidense no transita por el estrecho de Ormuz. Estados Unidos está protegido; el resto del mundo no.

En el escenario de resolución, un alto el fuego tácito en un plazo de dos a cuatro semanas, la reapertura gradual de Ormuz, con, tal vez, Irán cobrando una tasa de tránsito de quizás 1-2 millones de dólares por buque (100-200 millones de dólares al día, lo que equivale aproximadamente a un recargo de 1 dólar por barril con tráfico normal), el petróleo retrocede hacia los 75-80 dólares, en línea con la previsión del precio medio ponderado del FMS de BofA para finales de 2026 (76 dólares/barril).

### Diferencial entre el crudo WTI y el Brent



En el escenario de escalada, con ataques hutíes al oleoducto este-oeste de Arabia Saudí, ataques a las infraestructuras de desalinización del Golfo y una entrada involuntaria de Arabia Saudí en el conflicto, el petróleo podría dispararse muy por encima de los 120 dólares hasta rozar los 200 dólares, y mantenerse allí durante un periodo prolongado, con efectos de segundo y tercer orden sobre los plásticos, los fertilizantes, el transporte de mercancías y los

semiconductores que no pueden resolverse en un plazo breve. Los economistas físicos que se dedican profesionalmente al comercio de energía se muestran, según sus propias declaraciones, más pesimistas que nunca. Mediados de abril es el momento crítico: el almacenamiento flotante, las liberaciones de petróleo sancionado y las reducciones de las reservas proporcionan cobertura hasta entonces, pero no mucho más allá.

### No es un refugio seguro

El comportamiento del dólar durante esta crisis ha sido más moderado de lo que cabría esperar de un episodio clásico de «huida hacia la seguridad». El EUR/USD se ha movido lateralmente; el real brasileño apenas se ha movido frente al dólar; el yen se ha mantenido dentro de un rango.

La relativa resistencia del dólar refleja una postura de espera por parte del mercado: el conflicto se concentra geográficamente en una región donde los contratos energéticos denominados en dólares y la intervención militar suelen respaldar al dólar. Pero la tendencia de «vender Estados Unidos», que se ha ido consolidando desde el Día de la Liberación de 2025 en los bonos del Tesoro, la renta variable y la propia

### El índice del dólar (DXY) apenas se fortalece





divisa, no ha desaparecido. Una vez que el conflicto se calme, la eliminación de la prima de refugio, combinada con el exceso estructural de los déficits fiscales de EE. UU. y una posible postura moderada de Warsh en la Fed, apunta a una debilidad significativa del dólar. Esperamos que el USD/CHF baje de forma significativa y el EUR/USD suba una vez que se calme la situación.

### **Aún no es momento de asumir riesgo**

El entorno actual no premia la agresividad. Los mercados de renta variable se han corregido, pero no han capitulado: las expectativas de beneficios siguen siendo heroicamente optimistas, el posicionamiento aún está lejos de ser totalmente bajista y el crédito aún no ha descontado una recesión e . Aumentar el riesgo en un mercado en el que la crisis de las materias primas físicas aún no se ha transmitido plenamente a los modelos de beneficios, y en el que el calendario de resolución es realmente incierto, es un juego de paciencia, no de oportunidad.

Si el conflicto no se resuelve en los próximos 10 a 15 días, las consecuencias pasarán de ser una simple corrección del mercado a una auténtica perturbación económica: los sectores que dependen de los derivados del petróleo comenzarán a reducir su producción. Los bancos centrales, atrapados entre la inflación y la recesión, serán incapaces de proporcionar el clásico respaldo de política monetaria al que los mercados de valores se han acostumbrado a esperar durante los últimos 15 años. Los gobiernos, con déficits elevados, dispondrán de un margen fiscal limitado para compensar la situación. En ese escenario, el riesgo a la baja es sustancialmente mayor de lo que implican los precios actuales del mercado. Se trata de un escenario de baja probabilidad con un importante potencial a la baja.

Mantenemos una postura cautelosa: las materias primas siguen siendo una asignación importante; la consolidación del oro es una pausa dentro de un mercado alcista; hay que abordar los bonos con cuidado, dada la revalorización por inflación en curso; y la renta variable requiere disciplina sectorial, energía, salud, beneficios de calidad y valores que se benefician del traspaso de la inflación, en lugar de una exposición amplia a los índices. La volatilidad seguirá siendo elevada hasta que termine la crisis de Ormuz.

#### ***Aviso legal:***

*Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que han firmado un mandato de gestión y han expresado su deseo de recibir dicha información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes y comentarios de mercado y/o fichas informativas). Estos documentos no pueden ser comunicados a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) que contienen tienen carácter meramente informativo y no pueden considerarse una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores, influir en una transacción o establecer una relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluidas las posiciones) indicados en este sitio web en relación con servicios o productos podrá constituir o considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o cualquier otro instrumento financiero en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por la ley, en la que la persona que realiza la oferta o solicitud no posea una licencia o autorización reglamentaria para hacerlo, o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida de este tipo se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management ignorará cualquier comunicación recibida al respecto. Los resultados pasados no deben tomarse como una indicación o garantía de los resultados actuales o futuros, y no se hace ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, con respecto a los resultados futuros. Se recomienda a los clientes que busquen asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse con cualquier inversión o transacción.*