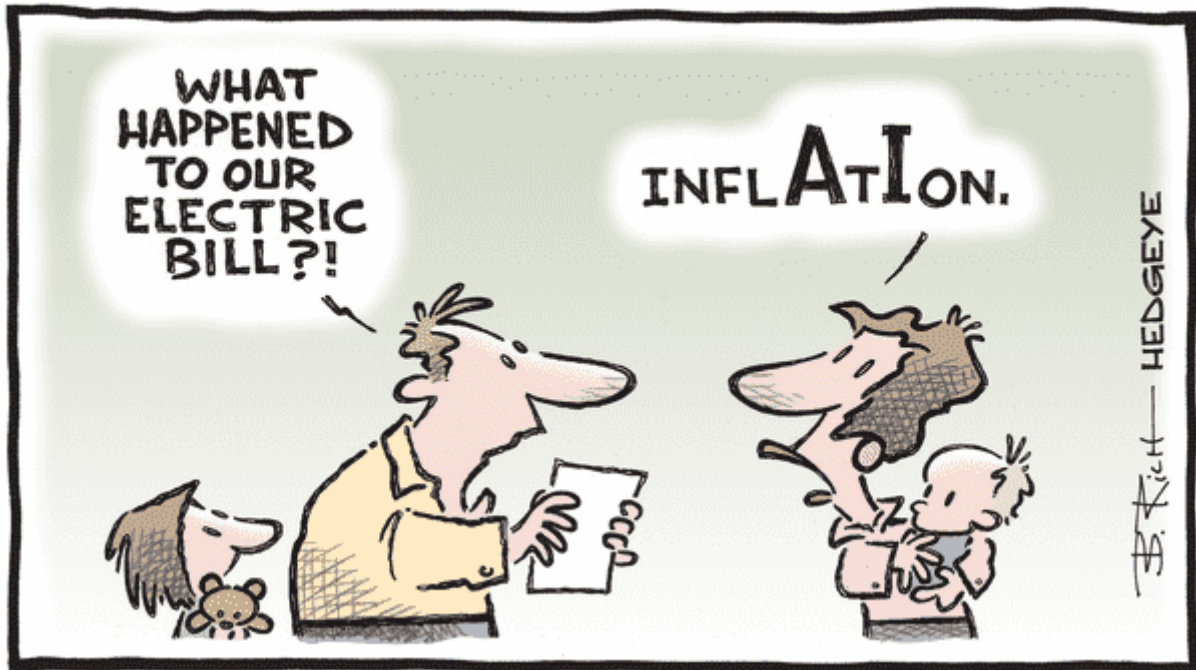


Revisión de los mercados - Mayo de 2026

**Tres puertas en Ormuz**

El mundo ha entrado en la novena semana del conflicto con Irán y, a pesar de todo el ruido y las «verdades presidenciales» en sus redes sociales, el estrecho de Ormuz sigue «más o menos» cerrado. Según BCA, el número de buques que cruzan el estrecho es inferior al 10 % de lo que era antes de la guerra. Es hora de plantear escenarios. Como se destacó la semana pasada, existe un riesgo asimétrico para la economía mundial

Un marco útil para pensar en la siguiente fase del conflicto es el de Rory Johnston, el analista energético detrás de *Commodity Context* y reciente invitado al podcast *Geopolitical Cousins*.¹ Él plantea el camino a seguir como tres puertas, tres escenarios temporales distintos para cuando se reanude el tráfico significativo de petroleros a través del estrecho. El primero es una reapertura inmediata, en la que se mantiene un alto el fuego creíble y las aseguradoras de transporte marítimo vuelven al mercado en cuestión de días. El segundo es un escenario de un mes en el que una desescalada parcial permite que el tráfico se reanude de forma gradual, pero con primas de riesgo de guerra considerablemente más altas y desvíos de ruta más largos. El tercero, y cada vez más el que los departamentos de energía están sometiendo a pruebas de estrés, es un escenario de tres meses en el que el estrecho permanece efectivamente cerrado o radicalmente restringido hasta el verano.

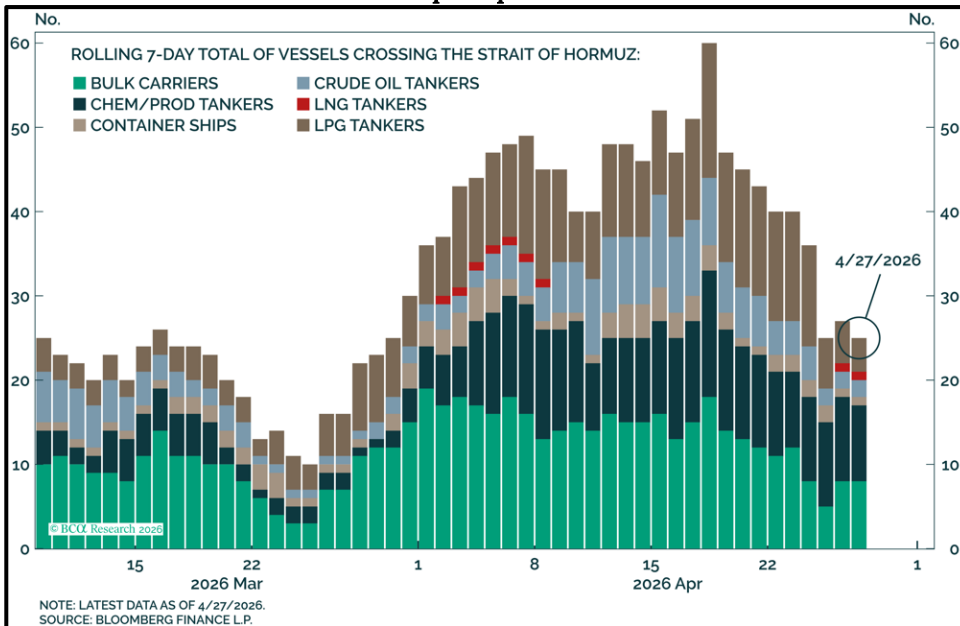
Las cifras no mienten. Aproximadamente trece millones de barriles diarios de crudo y condensado, además de los mayores flujos de GNL del mundo, no pueden transitar por Ormuz. Ocho semanas de interrupción ya

¹Rory Johnston, «The Supply Hole», podcast *Geopolitical Cousins*, <https://geopolitical-cousins.captivate.fm/episode/the-supply-hole>. El análisis cuantitativo completo de los tres escenarios también se aborda en el substack *Commodity Context*.



representan más de 500 millones de barriles de producción no extraída o no transportada. En su escenario de reapertura inmediata, los precios del Brent podrían bajar un 20 % debido a la liquidación de posiciones

Total acumulado de 7 días de buques que cruzan el estrecho de Ormuz



largas especulativas. Sin embargo, en el escenario de «tres meses más de cierre», los precios del Brent podrían acercarse a los doscientos dólares a finales de junio, una cifra que parece extrema hasta que se recuerda que implicaría sustituir más del 60 % de la producción del Golfo Pérsico.

Actualmente, el mercado se cotiza en algún punto entre la opción uno y la

opción dos; la opción tres es, en esencia, algo en lo que los inversores no creen. No se trata de una previsión que inspire gran convicción en ningún sentido. Lo que cabe destacar es que la opcionalidad es asimétrica. Si el estrecho se reabre en los próximos días, lo peor ya habrá pasado. Si no es así, habrá que reescribir todas las previsiones de crecimiento e inflación para la segunda mitad del año en el mundo desarrollado. Donald Trump afirmó que el estrecho podría permanecer cerrado durante meses². Los mercados se están decantando actualmente por la «opción 3», y los precios del petróleo suben cada día que el estrecho permanece cerrado.

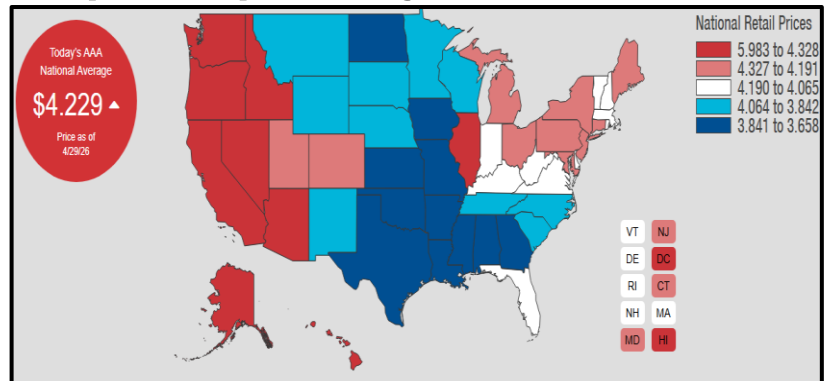
Es interesante señalar que los Emiratos Árabes Unidos han decidido abandonar la OPEP+ a partir del 1 de mayo. Ya habían amenazado con hacerlo en el pasado, porque tienen la sensación de que el cártel petrolero no sirve bien a sus intereses. También es una forma de reforzar su alianza con EE. UU. e Israel. «Fue el resultado de una profunda reflexión, a la luz de los 40 días de drones y misiles», afirmó Abdulhaleq Abdulla, un destacado politólogo emiratí. Los EAU podrán aprovechar los altos precios del petróleo. Las cuotas de producción han limitado en torno al 30 % su capacidad de producción.

² https://www.wsj.com/world/middle-east/trump-tells-aides-to-prepare-for-extended-blockade-of-iran-da3be7a4?mod=article_inline

Crecimiento e inflación: el choque asimétrico

En abril, el FMI recortó su previsión de crecimiento mundial para 2026 en 0,2 puntos, hasta el 3,1 %, en su actualización de mediados de mes, dejando la de 2027 sin cambios en el 3,2 %.³ La rebaja es modesta en el titular, pero importante en la composición: los países emergentes de Asia y Europa soportan la mayor parte de la revisión a la baja, ya que están más expuestos a la guerra en Irán. Estados Unidos apenas se revisó. Pero este optimismo sobre la economía del Tío Sam puede ser prematuro. Los precios de la gasolina están subiendo; el precio medio nacional de un galón de gasolina supera ampliamente los 4 USD, frente a los menos de 3 USD antes de la guerra.

Comparación de precios de la gasolina a nivel nacional en EE.

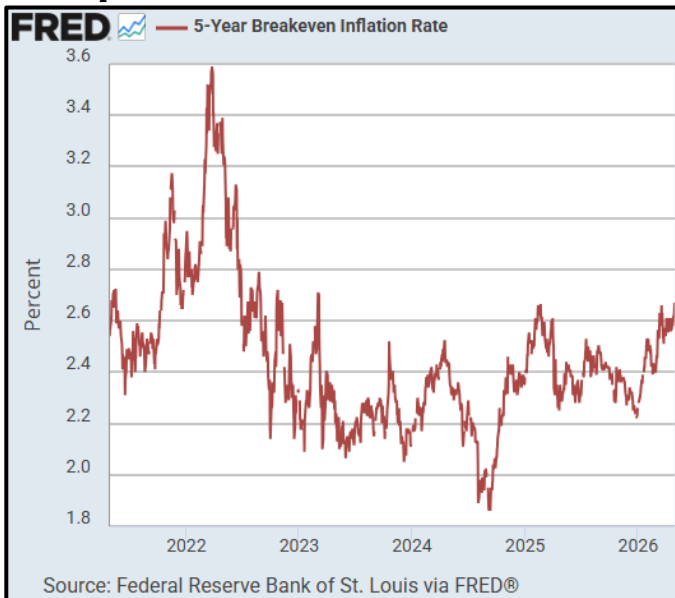


Fuente: gasprices.aaa.com

Los datos de consumo de EE. UU. están empezando a dar un giro. La encuesta de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan registró un 47,6 en abril, un mínimo histórico que se remonta a la década de 1970, por debajo del mínimo de 2008 y de los mínimos de la COVID. Las ventas minoristas generales se mantuvieron sólidas, con un +1,7 % intermensual, pero, excluyendo los automóviles y la gasolina, se ralentizaron hasta el +0,6 %, y el componente de los automóviles se debió casi en su totalidad a un efecto de adelanto de la demanda previo a los aranceles. Si se descarta el ruido, el panorama es el de un consumidor estadounidense inquieto que paga más por el combustible y comienza a reducir las compras discrecionales marginales. Esa es la situación típica de un entorno de estanflación.

³Fondo Monetario Internacional, actualización de las Perspectivas de la economía mundial, mediados de abril de 2026. El PIB mundial se reduce en 0,2 puntos porcentuales hasta el 3,1 % para 2026; en 2027 se mantiene sin cambios en el 3,2 %. La revisión a la baja se concentró en Europa y los países emergentes de Asia.

Expectativas de inflación a 5 años en EE. UU.



El panorama de la inflación es la otra cara de la moneda. El IPC general de EE. UU. subió un 3,3 % interanual en marzo y se aceleró un 0,9 % respecto al mes anterior, la cifra mensual más alta en dos años, con la gasolina subiendo un 21,2 % interanual. El PCE subyacente de marzo subió al 4,3 %, la cifra más alta en tres años. La primera estimación del PIB del primer trimestre se publicó en el 2 %. Por lo tanto, el crecimiento nominal del PIB se situó en torno al 6 %.

En este contexto, las expectativas de inflación a cinco años subieron 40 puntos básicos desde febrero, hasta el 2,67 %. Esto se acerca a un máximo desde la crisis del Covid, pero sigue dentro de un rango razonable. Los aranceles se

suman a esta mezcla; estimaciones recientes sitúan el efecto de transmisión en aproximadamente un 0,8 % de inflación adicional de los bienes, mientras que los ingresos por aranceles se sitúan aproximadamente un 25 % por debajo de las previsiones iniciales del Gobierno, en parte porque los mayores importadores estadounidenses han estado gestionando activamente la reducción de los volúmenes.

En Europa, la Sra. Lagarde señaló en la rueda de prensa de abril que es más probable que el BCE suba los tipos que los baje de aquí al verano, y las expectativas de inflación de la Comisión Europea están al alza. Pero *aún* hay pocos indicios de repercusión en los servicios. Incluso se espera en general que el Banco Nacional Suizo siga el mismo camino con una subida de tipos el año que viene. El Banco de la Reserva de Australia ya ha iniciado su ciclo de subidas. La era de la flexibilización sincronizada que dominaba las expectativas para finales de 2025 ha llegado a su fin.

Preocupaciones del mercado de bonos

Las curvas de rendimiento subieron en EE. UU. y Europa a lo largo de marzo y se mantuvieron elevadas en abril;

La prima de plazo está aumentando. Es prematuro pronosticar máximos en los tipos a largo plazo mientras el segmento corto siga siendo volátil, pero llama la atención que el mercado esté descontando más riesgo, y no menos, a pesar de la compresión de los diferenciales de crédito en abril. Ambas cosas no son contradictorias. Los diferenciales se han reducido porque se ha disipado el temor

Rendimiento del bono alemán a 10 años



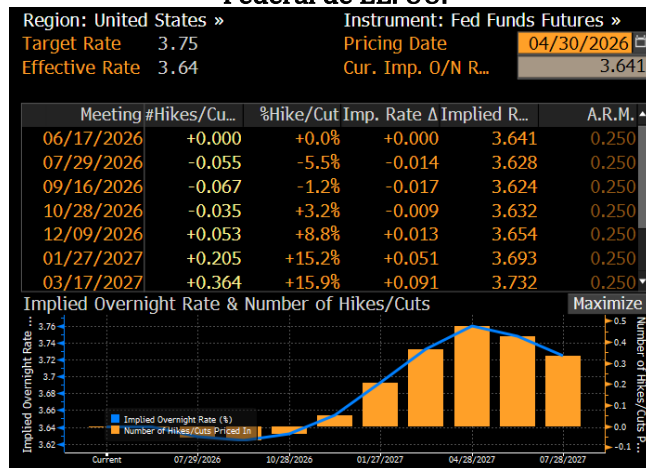


inmediato al crecimiento provocado por la guerra; los tipos siguen altos porque los inversores exigen una compensación por la inflación, la oferta y la incertidumbre política. Ese es un mercado de bonos de final de ciclo de manual.

Hay dos cuestiones concretas que merece la pena destacar. La primera es la saga de la devolución de aranceles. Tras la reciente sentencia del Tribunal Supremo, el Tesoro se encuentra ahora en las primeras fases de tramitación de las devoluciones de los ingresos por aranceles recaudados desde principios de año. Las cifras que barajan las mesas de operaciones sitúan el pasivo bruto del Gobierno en 166 000 millones de dólares, con 127 000 millones ya en proceso de devolución y unos 330 000 importadores con derecho a ello.⁴ El impacto mecánico sobre el déficit es pequeño en relación con la trayectoria fiscal total, pero la percepción política es significativa: la Administración se ve obligada a devolver dinero precisamente en el momento en que preferiría afirmar que los aranceles están funcionando. También es un recordatorio de que el malestar del mercado de bonos con la política fiscal estadounidense es estructural, no cíclico. El importe de la deuda federal es gigantesco, el 120 % del PIB, lo que supone 39 billones. Si se suma el déficit por cuenta corriente y el déficit presupuestario del 7 %, cualquier otro país del planeta ya estaría en bancarrota.

La segunda noticia es la cuestión del liderazgo de la Reserva Federal. El mes de abril marcó el final del mandato de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal. Los tipos se mantuvieron sin cambios, tal y como se esperaba, con cuatro votos en contra: tres a favor de una subida y uno de Miran a favor de una bajada. Tras el discreto archivo de la investigación del Departamento de Justicia contra Jerome Powell a principios de abril, nada podría impedir que Warsh fuera nombrado nuevo presidente de la Reserva Federal. Su confirmación está prevista para el 15 de mayo. Warsh ha pasado la última década defendiendo que la Fed debería ser más ortodoxa, que la flexibilización cuantitativa se utilizó indebidamente y que la institución debería tomarse la inflación más en serio. La verdadera incógnita para los próximos meses es si, una vez confirmado, aplicará los recortes que quiere el presidente o mantendrá el statu quo frente a una Casa Blanca que se muestra abiertamente impaciente. El riesgo es un error de política monetaria en forma de recortes realizados en medio de unas expectativas de inflación al alza, lo que empujaría bruscamente la curva de tipos y obligaría a una revalorización en todas las clases de activos. Con suerte, hay una junta de gobernadores a la que convencer para que recorte los tipos en el entorno actual.

Expectativas de recorte de tipos de la Reserva Federal de EE. UU.



⁴Las cifras de devolución de aranceles se han extraído de los comentarios del mercado tras la sentencia del Tribunal de Comercio Internacional. Aproximadamente 166 000 millones de dólares en obligaciones arancelarias brutas, 127 000 millones de dólares ya en proceso de devolución, con unos 330 000 importadores con derecho a ello. El plazo definitivo de tramitación sigue siendo incierto.



Hay que demostrar que estas personas están dispuestas a arriesgar su credibilidad para complacer a la Casa Blanca. Actualmente, el mercado no espera ningún recorte de tipos.

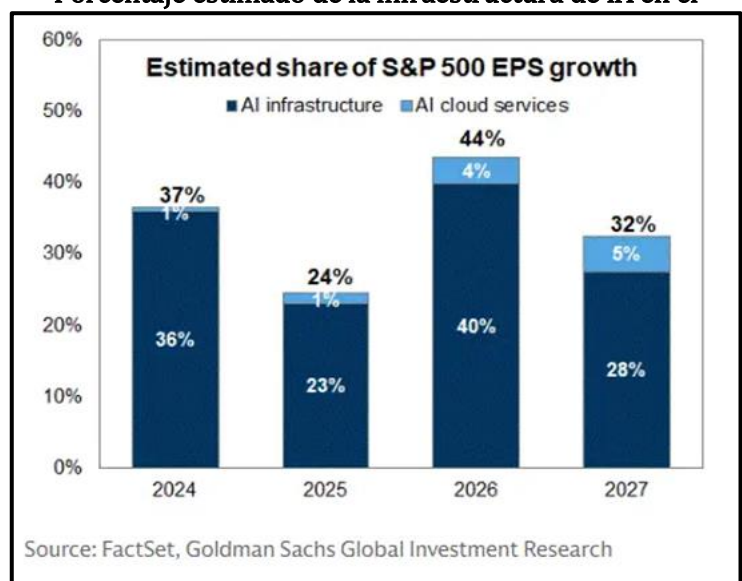
Los diferenciales de crédito, como se ha señalado, se redujeron a lo largo de abril. El grado de inversión se encuentra ahora a pocos puntos básicos de los niveles observados a principios de año, y el alto rendimiento ha recuperado aproximadamente dos tercios de la ampliación registrada en marzo. El temor que se apoderó del crédito privado en marzo, y que se abordó en esta carta el mes pasado en el contexto de los reembolsos de las sociedades de desarrollo empresarial (BDC), se ha atenuado.⁵ Atenuado no es lo mismo que resuelto. La tensión en la clase de activos persiste; las tasas de impago entre los prestatarios del mercado medio siguen aumentando, y el mercado secundario de las BDC más grandes continúa cotizando con importantes descuentos respecto al valor liquidativo (NAV). El mercado de crédito seguirá bajo presión, pero no existe riesgo sistémico.

Mercados de renta variable: la gran desconexión

Las acciones estadounidenses han hecho algo realmente inusual: han alcanzado nuevos máximos históricos, mientras que la amplitud (el número de acciones que alcanzan nuevos máximos) del repunte se ha reducido a un puñado de valores. El S&P 500 cerró abril cerca de sus máximos, con el índice de semiconductores SOX subiendo aproximadamente un 50 % desde sus mínimos de marzo, en uno de sus meses más fuertes de la historia. Por el contrario, el S&P 500 de ponderación equitativa, el índice de pequeña capitalización Russell 2000 y la mediana de las acciones europeas se encuentran todos por debajo de sus picos de febrero. Una vez más, nos encontramos ante un mercado en el que el índice no refleja adecuadamente la evolución de la mayoría de las acciones.

Los resultados explican los titulares, pero ponen de relieve la fragilidad. Las revisiones de beneficios han sido positivas desde el inicio de la guerra en Oriente Medio. Solo Micron representa el 51 % de las revisiones del beneficio por acción (BPA) del S&P 500 desde febrero, y el trío Micron-Broadcom-SanDisk en conjunto representa el 64 %. La contribución del beneficio por acción (BPA) de Nvidia en el primer trimestre va camino de representar aproximadamente una cuarta parte del crecimiento interanual total del BPA del S&P 500, y Goldman Sachs estima que solo el gasto en infraestructura de IA impulsará alrededor del 44 % del crecimiento del BPA del S&P 500 en

Porcentaje estimado de la infraestructura de IA en el



Fuente: Goldman Sachs

⁵Véase el comentario de abril de 2026, «Miedo en el estrecho», para el análisis sobre el rescate de los BDC. La compresión de los diferenciales en abril no ha revertido la trayectoria subyacente de las tasas de impago del mercado medio.



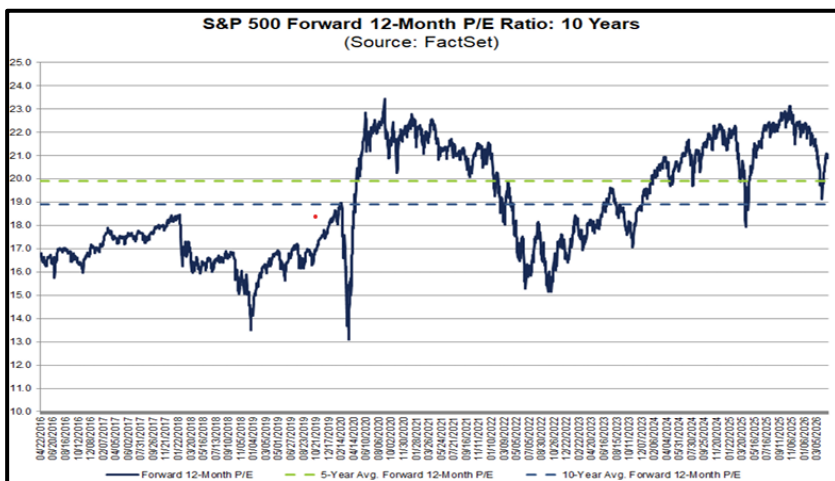
2026 (gráfico). Una concentración de ese orden es históricamente poco habitual y rara vez duradera. El gasto en capital de los hiperescaladores parece haber alcanzado su máximo en el primer trimestre, en torno al 94 % interanual, una tasa de crecimiento que, históricamente, precede a una fase de digestión más que a una reacceleración.

Por primera vez desde septiembre de 2025, los encuestados por BofA FMS (10 de abril) esperan ahora que los beneficios globales caigan durante el próximo año. Aproximadamente el 70 % de ellos prevé que la estanflación sea el escenario base para 2026. Dicho de otro modo, los mismos inversores que están comprando el índice están diciendo al mismo tiempo a los encuestadores que esperan que los beneficios decepcionen. Ese tipo de disonancia cognitiva rara vez se resuelve con un lento avance. Es posible que la encuesta se incline más hacia la cautela, ya que las comparativas y la presión del sector por el rendimiento no auguran nada bueno para los profesionales que no invierten en un mercado alcista.

Fuera de EE. UU., el panorama es más interesante de lo que sugieren los índices principales. Los mercados emergentes de Asia están impulsados por la misma historia de los semiconductores que EE. UU., con Taiwán registrando un crecimiento real del PIB del 8,6 % en 2025 y Corea reportando exportaciones récord de 86 000 millones de dólares en marzo de 2026, incluyendo un aumento interanual del 134 % en las exportaciones de semiconductores.

Se espera que el crecimiento del beneficio por acción (BPA) del Stoxx 600 en el primer trimestre sea del 4 %, con los sectores financiero y energético llevando el peso. Europa tuvo un rendimiento inferior al de EE. UU. en abril. Los principales índices se sitúan por debajo de sus máximos de febrero, pero se mantienen cerca de ellos, lo que indica que la tendencia alcista sigue siendo fuerte. El PER futuro del S&P 500 se sitúa en 20,9 veces, frente a las 19,4 veces de finales de marzo. Este valor es superior a la media de los últimos 10 años, pero sigue estando por debajo del máximo registrado a principios de año.

Ratio PER a 12 meses del S&P 500



Fuente: Factset

El contexto geopolítico es el factor que nadie quiere tener en cuenta. La imprevisibilidad política procedente de Washington ha sido la característica dominante de los últimos dos meses —en materia de aranceles, del Estrecho, de la Reserva Federal, de todo— y, sin embargo, el capital sigue fluyendo hacia los activos estadounidenses. «Estados Unidos», que se encargaba de garantizar la paz y la seguridad bajo el escudo de la ONU, es hoy en día el agente del caos; por ahora no importa, pero no es un

equilibrio sostenible. Las primas de riesgo deberían ampliarse y el apetito por el dólar estadounidense debería disminuir, como ocurre cuando un imperio se debilita.

Materias primas, oro y dólar

El petróleo se niega a bajar. El Brent se mantuvo firme durante todo el mes de abril. Cada día que pasa sin que se resuelva el conflicto de Ormuz añade presión a la economía. Como se mencionó anteriormente, el barril de Brent podría alcanzar los 150 USD en mayo y los 200 USD en julio si el estrecho permanece cerrado hasta entonces. Una señal clásica de un mercado físicamente ajustado que está pagando una prima por los barriles a corto plazo y, por lo tanto, la curva a plazo se encuentra en un mercado backwardation. También está la cuestión de los productos refinados como el gasóleo y el queroseno, ya que dependen aún más de la apertura de Ormuz. Los participantes en el mercado se están dando cuenta poco a poco de que la interrupción en el estrecho de Ormuz podría prolongarse. Cada día que pasa impulsará al alza los precios del petróleo y sus derivados. Los mercados de materias primas blandas se han mantenido notablemente tranquilos a finales de abril, a pesar de los temores sobre la disponibilidad de fertilizantes, ampliamente difundidos a principios de año, con los cereales prácticamente estables en lo que va de año.

Precio del mes más cercano del petróleo Brent



El oro, que pasó gran parte del invierno pasado en un movimiento parabólico, se está consolidando. Está haciendo lo que suele hacer tras un movimiento violento: asimilar y esperar al próximo catalizador. Es muy probable que la consolidación continúe durante unos meses. El metal amarillo tiene cabida en las carteras tanto como cobertura contra la inflación como contra el error de política descrito anteriormente. Es demasiado pronto para aumentar la posición existente.

El dólar cerró abril ligeramente más fuerte. Se mantiene la opinión de que el próximo gran movimiento del dólar será a la baja, no al alza. La trayectoria fiscal de EE. UU., el déficit comercial (que sigue en niveles récord), la presión política sobre la Fed y la desconfianza internacional hacia el Gobierno estadounidense conducirán a una depreciación de la moneda. Pero dada la baja calidad del yen japonés y del euro, la caída será fácilmente soportable para los socios comerciales. El franco suizo seguirá apreciándose, mientras el Banco Nacional Suizo intenta moderar el ritmo de la apreciación. El dólar estadounidense ya no es un valor refugio.

Escalando un muro de preocupaciones

Tras más de dos meses de guerra, no hay indicios de un acuerdo entre EE. UU. e Irán. Es la segunda vez en seis años que se interrumpe el flujo a través de Ormuz. Esta vez, es probable que el tráfico en la región nunca vuelva a los niveles anteriores a la guerra. Porque los mercados se ajustan y evolucionan.



No obstante, todos los «desvíos» para evitar Ormuz y las soluciones a largo plazo al cuello de botella aumentarán los costes en los próximos años. La energía es fundamental, y la crisis pone de relieve una vez más la necesidad de que el Gobierno garantice el acceso a las fuentes de energía y a las reservas. Cabe esperar que la demanda de materias primas se mantenga elevada durante un periodo prolongado.

Las previsiones de crecimiento se están recortando, pero solo de forma marginal, ya que la mayoría de los participantes en el mercado creen que la perturbación será de corta duración, dado que las presiones sobre los precios derivadas del aumento de los costes de transporte y energía deberían remitir una vez que la crisis haya pasado. La inflación está asomando su fea cabeza. Se cree que la IA es deflacionaria porque mejora la productividad. Esto es cierto, pero no significa que vaya a sustituir necesariamente a los humanos o a acortar los procesos de trabajo; también podría utilizarse junto con la infraestructura existente para mejorar la calidad y el contenido. Además, la IA consume mucha energía; su efecto deflacionario no es tan sencillo.

Estas creencias sobre una perturbación breve y una IA mágica llevan a los directores ejecutivos y a los inversores a pensar que es mejor simplemente «ignorar» el ruido y subirse a la ola económica positiva. Si es cierto, lo sabremos rápidamente.

Esperar y ver, y no perseguir

En un entorno así, no hay razón para apresurarse a asumir riesgos, pero también conviene recordar la importancia de mantener las inversiones. El tiempo es el motor del rendimiento, no el momento oportuno.

La narrativa de la IA sigue muy viva. La gran cantidad de inversión en capital ha complacido a los inversores, ya que esperan que la rentabilidad no se vea afectada negativamente. Los mercados de crédito se muestran ahora reacios a financiar deuda porque las cantidades prestadas son enormes.

La tentación en un mercado que sigue alcanzando nuevos máximos es perseguir al índice. Hay que resistirse a ello por tres razones. En primer lugar, el panorama general no es saludable, y los datos de posicionamiento de la FMS confirman que el comprador marginal se muestra reacio. En segundo lugar, la situación de Ormuz sigue sin resolverse, y la asimetría sigue inclinándose hacia un escenario negativo no descontado. En tercer lugar, la trayectoria macroeconómica requiere o bien una menor inflación o bien tipos más bajos en un breve periodo. Eso no va a suceder.

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.