



JCD

ABRIL 2026

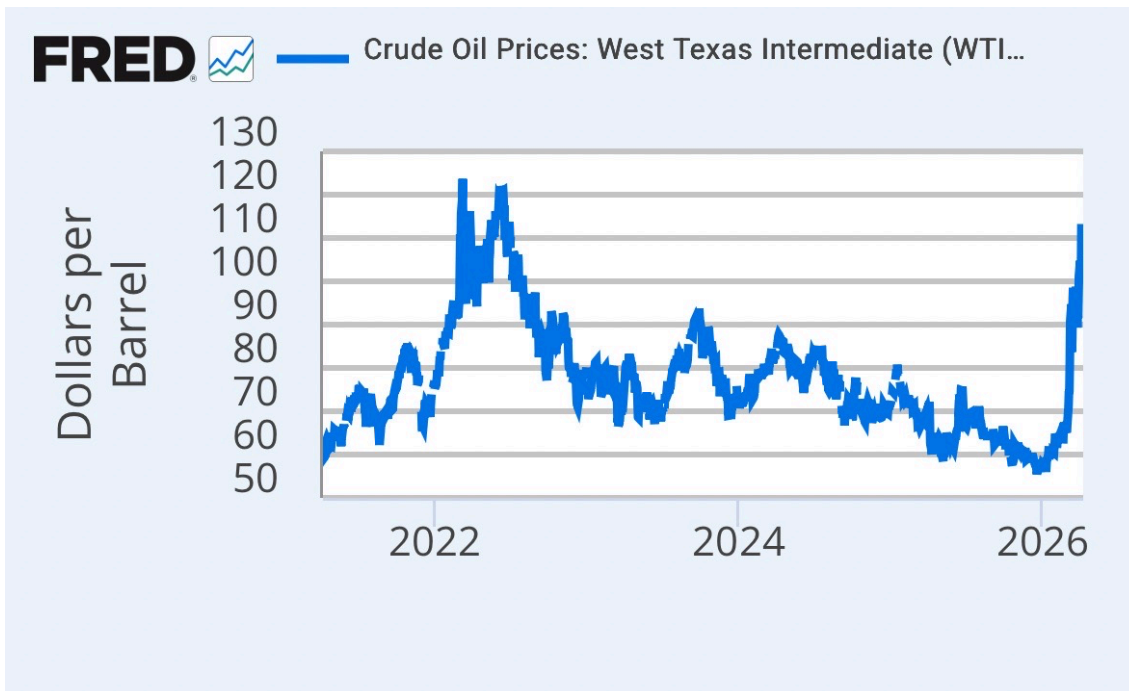
Continúa la Guerra

Pasan las semanas y el precio del petróleo continúa próximo a 100 dólares. He retrasado la publicación de este informe para ver si había ataque terrestre en Irán y al final parece que esa opción se ha descartado de momento y Trump ha optado por negociar con el gobierno iraní.

De las diez peticiones iraníes la mayoría no son aceptables, de hecho el mismo día que se anunció el alto el fuego Netanyahu se lo saltó con el mayor bombardeo sobre el Líbano desde que comenzó la guerra.

Como veremos a continuación, a Trump no le interesa esta guerra, a los iraníes tampoco; tienen una sequía, una crisis alimenticia y una crisis económica grave y una guerra les mete en una crisis infinitamente peor.

Al único que le interesa esta guerra es a Netanyahu que si para de atacar Gaza e Irán seguramente su gobierno caerá y tendría que convocar elecciones que probablemente perdería.



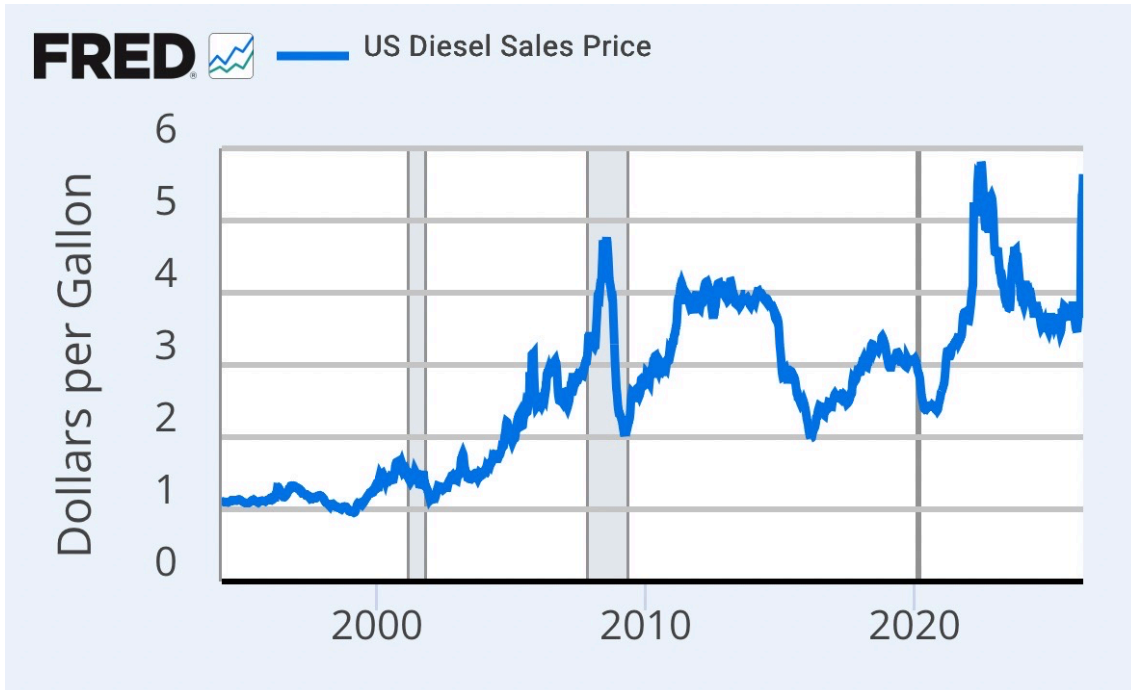
En el gráfico anterior vemos que el precio del petróleo casi se ha doblado y ha subido hasta niveles similares a los de 2022. En 2022 la crisis fue más de gas y los precios del gas están aún lejos de máximos, especialmente en Europa donde llegaron a 350 euros/MWh y ahora están a 50 euros.

También están muy lejos de la crisis de los años setenta que provocaron una estanflación, donde los precios del crudo se multiplicaron por 17 veces entre 1973 y 1979.

En 2022 la inflación repuntó con fuerza en EEUU y Europa, la Fed y el BCE se vieron forzados a subir tipos, las economías se estancaron pero no entraron en recesión ni aumentó significativamente la tasa de paro, como sucedió en los años setenta.

En esta ocasión, la duda sigue siendo la duración de la guerra y si hay intervención terrestre podríamos ver precios del crudo por encima de 150 dólares/barril y eso sí sería un escenario negativo que provocaría una recesión mundial, con más desempleo e inflación elevada.

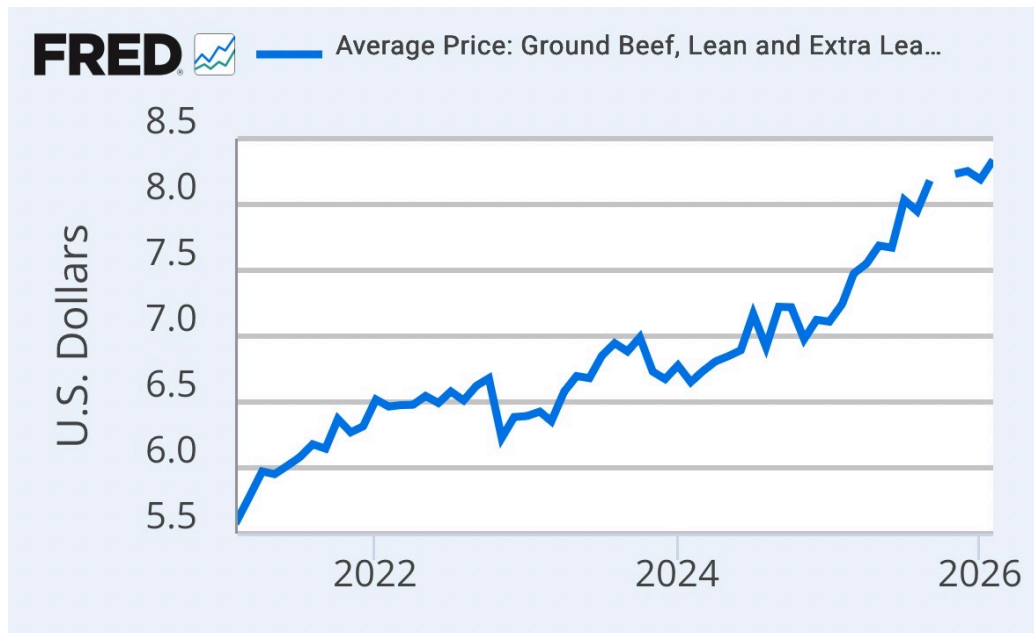
Trump es impredecible pero tiene unas elecciones claves en noviembre para renovar el Congreso y el Senado y si el partido republicano pierde la mayoría en alguna de las dos cámaras, su mandato habría terminado y no podría aplicar las medidas que prometió en la Campaña de 2024. Además, tiene varios procesos judiciales pendientes y los Demócratas le podrían pedir otro replicatorio para echarle de la Casa Blanca, como le sucedió a Nixon que tuvo que dimitir.



En el gráfico anterior se observa el precio de un galón de diésel en EEUU, que ha vuelto a repuntar a máximos de 2022 y cuesta cinco veces más que en 2019, antes de la Pandemia cuando Trump estaba en la Casa Blanca.

El repunte del precio del galón en 2020 influyó negativamente para que Trump perdiera las elecciones, el fuerte repunte de 2022 también influyó para que Biden no fuera reelegido, además de sus problemas cognitivos, y **el fuerte repunte del último mes anticipa un resultado muy negativo de los republicanos en las elecciones de noviembre.**

Trump ha perdido 8 puntos de apoyo en su valoración de los ciudadanos pero sobre todo ha aumentado 12 puntos el rechazo que genera y eso es lo que puede desequilibrar el voto en noviembre. De hecho, en las elecciones de Condados que se han ido produciendo en los últimos meses el hundimiento de los republicanos es histórico, incluso en estados como Texas donde llevaban ganando desde los años setenta.



En el gráfico anterior se observa que los estadounidenses tienen una grave inflación en el precio de la carne, bien principal en su alimentación. El problema es estructural y no ha parado de subir desde la Pandemia pero la guerra lo agravará y aumentará el cabreo.

Trump prometió en campaña bajar la inflación heredada de Biden y desde que comenzó la guerra la está aumentando significativamente. El fin de semana la campaña militar rozó el desastre al derribar los iraníes dos aviones cazas americanos. El episodio se salvó como una película de *Top Gun* y Trump lo aprovechó, pero si empieza a haber muertos en esa guerra seguramente el coste político aumentaría y la debacle sería aún mayor.

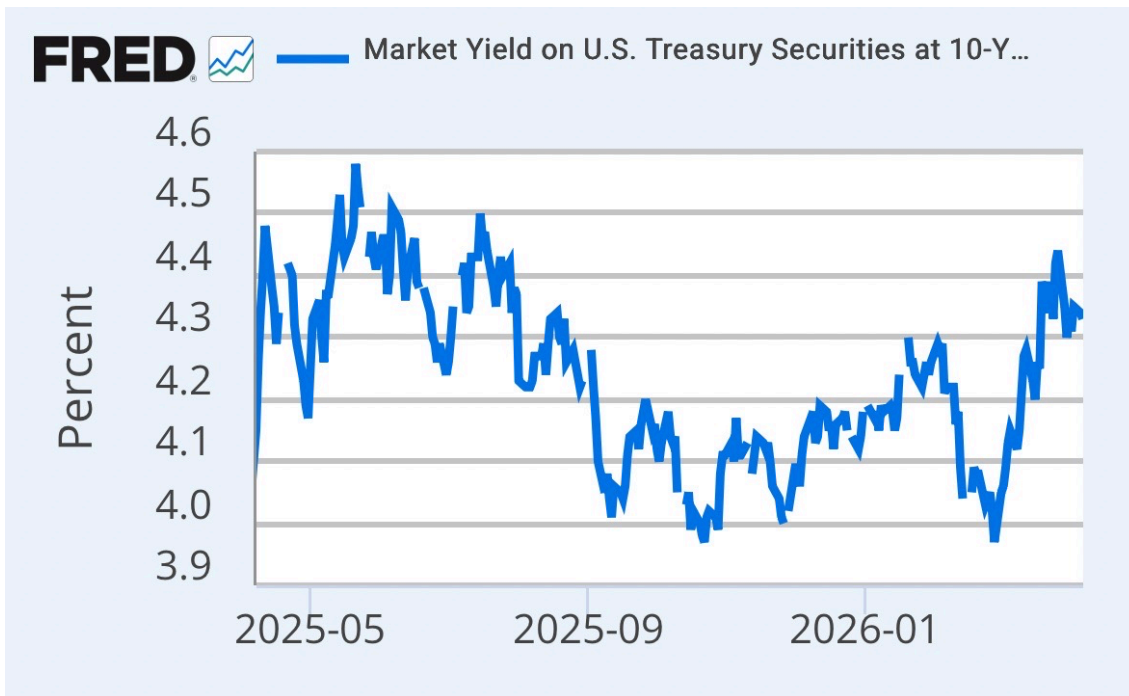
En Irán, el régimen de los ayatolas llenó de gente los puentes y las refinerías el día del supuesto ataque, dispuesto a morir para subir al cielo y ser mártires.

El escenario de una guerra intensa como en Ucrania es poco probable, en mi opinión, aunque con Trump nunca es descartable.

Un escenario de conflicto tenso con Trump y EEUU desviando la atención, y que sea Netanyahu el que continúe la guerra con Irán y que la sufran Arabia Saudí y Emiratos es más probable. Y que pare todo y el precio del petróleo baje de nuevo a 50 dólares el barril parece poco probable hoy aunque sería muy deseable.

En ese escenario, el mundo tendrá más inflación y menos creación de empleo. En EEUU y Europa el empleo ya está estancado y las economías podrían destruir empleo en los próximos meses. La revolución de la Inteligencia Artificial va a toda velocidad en EEUU y se puede dar la paradoja que la economía destruya empleo y no entre en recesión.

Goldman Sachs ha estimado que la IA destruyó unos 30.000 mensuales en 2025 y en 2026 serán 45.000 empleos. En Europa y España la introducción de IA también tiene ya impacto negativo pero mucho menor. El resultado será un menor crecimiento de productividad y la brecha de renta por habitante en EEUU se agravará. La IA no ha entrado en el relato proteccionista de Trump de momento, pero puede hacerlo en cualquier momento si sus estrategias perciben malestar y miedo en sus votantes.



El mayor riesgo en una crisis energética es un aumento brusco de las expectativas de inflación de los inversores, es decir, que anticipen una sobreacción de subida de tipos de los bancos centrales.

El mayor riesgo está en la deuda pública de EEUU que es el doble en términos de PIB que la de Alemania. En ese escenario cambiaría la percepción de riesgo y el dólar se debilitaría. Eso de momento no se ha producido, como se observa en el gráfico anterior.

La rentabilidad del bono a 10 años de deuda pública de EEUU repuntó desde el 4% en febrero al 4,5% pero en la pasada semana, incluso con el precio del petróleo en máximos próximos a 120 dólares/barril, bajó al 4,3%.

Ese nivel está próximo al nivel que presta a un día la Fed a los bancos y la curva está completamente plana, lo cual indica que los inversores de bonos siguen pensando que la guerra en el Golfo es transitoria y no muestran ningún temor a la inflación.

Es cierto que los inversores esperaban bajadas de tipos de la Fed y las han eliminado y empiezan a descontar alguna subida. Pero de momento el miedo a la inflación está contenido. **Si los tipos de largo plazo de la deuda suben con fuerza, pincharía la burbuja de la bolsa americana, especialmente la tecnología. La mayoría de votantes de Trump son jubilados o están a punto de jubilarse y tienen sus ahorros en fondos de pensiones que invierten en bolsa y especialmente tecnología a través del capital riesgo.**



Otro riesgo en esta crisis es que pinche la burbuja de deuda privada. Ahora, a diferencia de 2008, en la deuda corporativa y especialmente en las empresas tecnológicas que están en una carrera esquizofrénica para ser los ganadores en la revolución de la IA.

Las siete grandes de Silicon Valley llevan invirtiendo más de 500.000 millones de dólares al trimestre en los tres últimos años. Esa deuda se ha financiado principalmente a través del capital riesgo con dinero de los fondos de pensiones y fondos soberanos principalmente. El endurecimiento de la regulación bancaria en 2008 desvió el dinero a esos fondos que no tienen que cumplir requisitos mínimos de capital y pueden apalancarse y endeudarse mucho más que los bancos.

En el 1tr26 esos fondos han solicitado reembolsos por 15.000 millones de dólares y sólo han recibido 5.000 mill. **Los estatutos lo permiten pero el temor con el capital riesgo ya está en el mercado.**

En el gráfico anterior vemos que, aún así, las primas de riesgo de los bonos basura, los que tienen mayor probabilidad de impago, han repuntado desde enero pero siguen próximas a mínimos históricos y muy por debajo de los niveles del pasado mes de abril, cuando Trump anunció aranceles masivos que luego tuvo que rectificar.

Aún así, el canal del crédito privado se ha cerrado y las cañerías tienen deuda estancada que se puede ir deteriorando. Este es el mayor riesgo que tiene la economía de EEUU y Trump ha activado el proceso. Es un proceso lento pero que puede acabar provocando una crisis financiera, como sucedió en 2008, y una recesión en EEUU. Las empresas tecnológicas tendrán que reducir su nivel de inversión y eso reducirá el crecimiento del PIB al menos medio punto.

La economía española va por libre y el empleo aumentó en 80.000 personas en marzo. En febrero se habían creado unos 40.000 empleos, muy buen dato, pero el de marzo es anormalmente bueno. No tiene sentido que en medio de una crisis energética, con tanta incertidumbre, con una subida de inflación de un punto que empobrece a los consumidores, con los márgenes de las empresas reduciéndose por la subida de los precios energéticos, las empresas intensifiquen el ciclo de inversión y la creación de empleo.

Seguramente, el dato está distorsionado por la regulación de inmigrantes que ha anunciado el Gobierno. De hecho, desde 2022 el empleo inmigrante en España ha crecido un 30% en tan sólo dos años y es lo que explica la mayor parte del empleo creado y que la economía crezca más que los socios europeos.

En 2022, con una crisis del gas mucho más grave, la economía española se frenó pero no llegó a destruir empleo. Lo que sí vamos a ver son tasas de inflación próximas al 5% en mayo con los salarios en media subiendo próximos al 3-4%, según datos de la agencia tributaria y de los nuevos convenios firmados en los últimos meses.

España ha reducido su deuda externa y tiene superávit con el exterior y no necesita emitir deuda fuera para invertir y crecer. Los bancos españoles tienen exceso de depósitos y pueden seguir dando hipotecas y préstamos a empresas, independientemente de lo que suceda en el Golfo y en Wall Street. Eso es radicalmente diferente a la crisis *subprime* donde éramos extremadamente dependientes de financiarnos fuera para mantener el ciclo de crédito y de inversión.

El riesgo ahora es la deuda pública ya que España es uno de los países con más deuda pública del mundo y necesita emitir 300.000 millones al año para pagar pensiones y sueldos de funcionarios. La prima de riesgo española con Alemania ha repuntado con la guerra pero apenas unos puntos básicos y sigue por debajo de 50 pb, niveles que no muestran ningún temor de los inversores internacionales. El Plan del Gobierno para afrontar la crisis será efectivo conteniendo la inflación pero con mínimo impacto sobre el déficit público, lo cual es una buena noticia.

El problema es que la crisis nos pilla con el Gobierno más débil de la Democracia, sin apoyos parlamentarios, sin aprobar presupuestos desde hace tres años y con el presidente haciendo videos absurdos para redes sociales, poniendo incienso y anunciando datos de empleos con una camiseta de la selección en medio de una crisis energética. **Si aumentan el temor de los inversores y empiezan a ver estas cosas, nuestra prima de riesgo puede subir muy rápido.**