

Los mercados de bonos

Ante un largo periodo de volatilidad

- El cambio en la política económica de Estados Unidos y el anuncio de que Alemania incrementará su inversión mediante la emisión de nueva deuda han provocado fuertes oscilaciones en los rendimientos de los bonos esta primavera.
- Las diferentes perspectivas de crecimiento, la preocupación por la sostenibilidad de la deuda, las tensiones políticas y las expectativas de ajustes en la política monetaria podrían influir en la forma en que los mercados responden a los cambios, configurando un entorno más incierto para la renta fija en los próximos meses.

Los bonos del Tesoro estadounidense y los mercados de deuda soberana europeos han entrado esta primavera en una nueva era de volatilidad, con oscilaciones sustanciales en sus rendimientos. Estos movimientos responden, en parte, a la errática política comercial de Trump y, en el caso europeo, a la adopción de estímulos fiscales por parte de Alemania.

Si bien los rendimientos de los bonos se han estabilizado desde el repunte de marzo, todo indica que esta tregua será transitoria. El impacto de las políticas fiscales expansivas en Alemania y las tensiones comerciales provocadas por los aranceles estadounidenses han intensificado el grado de incertidumbre y continuará afectando tanto al mercado de deuda americano como al europeo.

Cabe destacar que no todos los países experimentarán el mismo grado de ajuste en sus rendimientos. Mientras los bonos alemanes probablemente mantendrán su estatus de activo refugio, la confianza del mercado en los bonos del Tesoro estadounidense podría deteriorarse aún más. Esto podría dar lugar a una evolución asimétrica de los rendimientos de los bonos en los países desarrollados y ser un foco de preocupación especialmente en algunos Estados de la UE más expuestos a eventuales subidas de los tipos de interés.

Fuerte caída de la confianza en los bonos del Tesoro de Estados Unidos

Abril fue testigo de una volatilidad inusual en el mercado de deuda estadounidense, con movimientos bruscos en los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años. Tras caer a un mínimo del 3,99 %, la tasa repuntó hasta el 4,49 %, para luego volver a bajar al 4,17 % a finales de mes¹. Estos vaivenes reflejan una pérdida de confianza por parte de los inversores y expectativas de

En abril, el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años cayó al 3,99 %, repuntó al 4,49 % y volvió a bajar al 4,17 % a finales de mes

menor crecimiento en Estados Unidos, motivadas en gran medida por el giro drástico en la política comercial de Washington.

La nueva estrategia incluye un arancel generalizado del 10 % sobre prácticamente todas las importaciones, además de aumentos sustanciales para productos específicos –como el acero²– y para economías clave, especialmente China³. La preocupación es que estos aranceles asfixien la economía estadounidense y provoquen un repunte inflacionista.

Más allá de la inestabilidad puntual en los mercados, preocupa el impacto más amplio de estas medidas sobre la percepción internacional de los bonos del Tesoro y del dólar como activos refugios tradicionales. El comportamiento reciente del mercado sugiere que esa confianza histórica podría estar empezando a erosionarse, ante un panorama de tensiones comerciales, incertidumbre geopolítica elevada, debilitamiento de la demanda interna y crecimiento limitado en buena parte del mundo.

Alemania rompe con la ortodoxia fiscal y sacude los mercados de deuda europeos

Alemania ha abandonado de facto su regla del *schwarze null* (déficit cero) para aumentar el gasto en defensa hasta los 45.000 millones de euros y crear un fondo de infraestructuras de 500.000 millones

En marzo, los primeros movimientos significativos en los mercados de bonos de la eurozona se produjeron tras un giro histórico en la política fiscal alemana. El Bundestag marcó el inicio de una *Zeitenwende* financiera –un punto de inflexión– al abandonar de facto la regla del *schwarze null* (déficit cero), con el fin de aumentar el gasto en defensa hasta los 45.000 millones de euros⁴ y crear un fondo de infraestructuras de 500.000 millones⁵.

Aunque el estímulo fiscal alemán podría tener efectos positivos sobre el crecimiento en economías vecinas, el impacto general de la medida es incierto. Lejos de aportar estabilidad, la decisión podría alimentar la volatilidad en los mercados de deuda europeos. Tras el anuncio, el rendimiento del bono alemán a 10 años subió 40 puntos básicos⁶. Francia también registró un aumento significativo, alcanzando niveles similares a los de la crisis financiera, mientras que los rendimientos italianos se aproximaron al 4 %⁷.

Es importante destacar que los factores que impulsaron estos movimientos no fueron homogéneos. En el caso alemán, el alza respondió en gran parte a los fundamentales del mercado de bonos, en particular al aumento previsto en la emisión de deuda y a un renovado optimismo sobre el crecimiento, derivado del giro hacia una política fiscal más expansiva. Esta divergencia entre países apunta a más volatilidad en el mercado de bonos europeo.

El aumento del coste de financiación reaviva los temores sobre la sostenibilidad de la deuda en Europa

El repunte de los rendimientos de los bonos podría neutralizar los efectos positivos del estímulo fiscal alemán y provocar que la deuda de algunos países de la UE se vuelva insostenible

El repunte en los rendimientos de los bonos amenaza con neutralizar los efectos positivos del estímulo fiscal alemán en las previsiones de crecimiento para algunos de sus principales socios. Mientras que Alemania cuenta con un bajo nivel de endeudamiento en relación con su PIB y puede absorber un incremento en los costes de financiación, otros países europeos son más vulnerables. En este

contexto, el aumento de las emisiones de deuda por parte de Alemania no solo refleja un cambio en su estrategia fiscal, sino que también implica una mayor competencia en los mercados para atraer capital, obligando a otros gobiernos a pagar rendimientos más altos para captar inversores. Esto eleva la presión sobre las finanzas públicas en un momento crítico, marcado por crecientes exigencias de gasto en ámbitos como la defensa, la transición energética y la protección social.

Una política decidida y previsible podría ayudar a calmar los nervios del mercado

Además, la persistencia de una inflación elevada en la eurozona mantiene a los mercados en alerta. Cualquier indicio de repunte de la inflación o expectativa de un nuevo endurecimiento por parte del BCE podría desencadenar una fuerte reacción en los bonos. Sin embargo, el impacto de los aranceles impuestos por Estados Unidos podría contrarrestar los efectos positivos del estímulo fiscal alemán, forzando al BCE a flexibilizar su política monetaria⁸. Algunos analistas incluso prevén que, si las barreras comerciales afectan de forma significativa al comercio global y al crecimiento europeo⁹, la tasa de referencia del BCE podría descender hasta el 1,25 %.

En paralelo, los mercados de bonos también se muestran especialmente sensibles a la divergencia entre las posturas del BCE y la Reserva Federal. A diferencia del BCE, la Fed decidió mantener sin cambios su tasa de interés en el rango del 4,25 %-4,5 % en su última reunión del 7 de mayo, pese a la presión de Trump para aplicar recortes inmediatos para estimular la economía. El presidente de la Fed, Jerome Powell, argumentó que la incertidumbre económica y el potencial inflacionista de los nuevos aranceles justificaban su prudencia. Esta disparidad entre ambas autoridades monetarias podría convertirse en un factor de volatilidad adicional, a medida que los inversores se adaptan más al riesgo y reajustan sus posiciones.

La combinación de los aranceles estadounidenses y el estímulo fiscal alemán podría desencadenar cambios significativos en la política monetaria, intensificando la volatilidad tanto en los mercados de bonos de Estados Unidos como de la UE

Notas

- ¹ <https://www.tradeweb.com/newsroom/media-center/insights/blog/tradeweb-government-bond-update--april-2025/>
- ² <https://www.uksteel.org/steel-news-2025/trump-declares-25-tariffs-on-steel-imports-to-the-u>
- ³ <https://www.theguardian.com/business/2025/apr/28/trump-tariffs-shipments-us-ports>
- ⁴ <https://www.euronews.com/business/2025/03/19/how-will-germanys-debt-reform-impact-its-stock-and-bond-market>
- ⁵ <https://www.euronews.com/business/2025/03/19/how-will-germanys-debt-reform-impact-its-stock-and-bond-market>
- ⁶ <https://home.cib.natixis.com/germany-s-fiscal-stimulus-redraws-eurozone-economic-map>
- ⁷ <https://www.reuters.com/markets/europe/german-fiscal-bonanza-adds-european-debt-strains-defence-challenge-2025-04-01/>
- ⁸ <https://cincodias.elpais.com/opinion/2025-05-01/la-incertidumbre-global-continua-pesando-en-la-macroeconomia-y-las-finanzas.html>
- ⁹ <https://cincodias.elpais.com/opinion/2025-05-01/la-incertidumbre-global-continua-pesando-en-la-macroeconomia-y-las-finanzas.html>