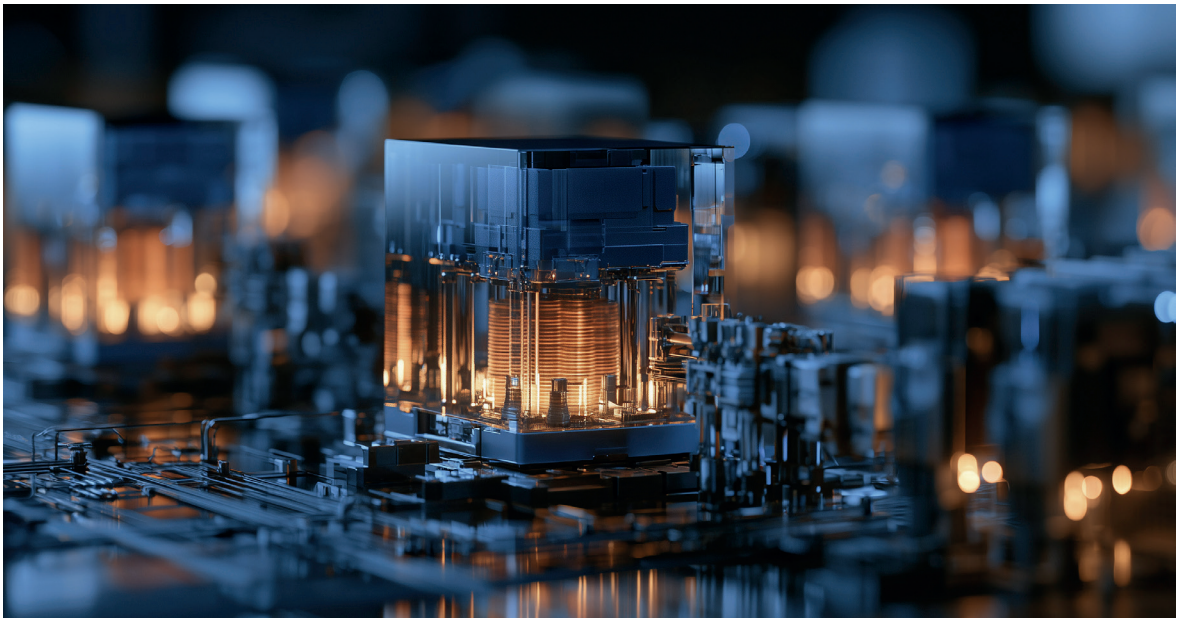
02

José Manuel Amor y Adrián Fernández
Afi, Analistas Financieros Internacionales



La resiliencia de los mercados financieros y los límites de la deuda soberana como refugio

Los mercados financieros han elevado su umbral de reacción frente a perturbaciones geopolíticas, aunque ello no implica que su vulnerabilidad haya disminuido. Este artículo analiza cómo la normalización del riesgo, la adaptación económica y los amortiguadores públicos y privados moderan el impacto inicial de los *shocks* sobre beneficios y valoraciones, pero pueden trasladar costes hacia la inflación y las finanzas públicas. A su vez, el cambio de régimen inflacionista, la mayor oferta de deuda soberana y el creciente papel de intermediarios apalancados en los mercados de deuda reducen la fiabilidad de los bonos como refugio. El análisis empírico de las carteras 60/40 y 60/20/20 durante distintos episodios de estrés muestra que la diversificación depende de la naturaleza del *shock*: crecimiento, inflación o confianza fiscal.

Introducción

Los mercados financieros muestran una notable resistencia frente a perturbaciones que, por su intensidad, habrían podido desencadenar correcciones profundas. Ucrania, la escalada proteccionista, el conflicto en Oriente Medio y las tensiones fiscales han elevado la incertidumbre geopolítica sin provocar, salvo episodios puntuales, un deterioro persistente de las condiciones financieras. Las bolsas han recuperado rápidamente las pérdidas y la volatilidad se ha normalizado. En paralelo, la deuda soberana ha perdido parte de su capacidad tradicional para proteger las carteras.

Consideramos que ambos fenómenos están relacionados. La mayor tolerancia de los mercados refleja mecanismos reales de adaptación, pero también una normalización del riesgo y un desplazamiento de los costes de las perturbaciones entre agentes y a lo largo del tiempo. Parte de esa resiliencia se financia con recursos públicos y privados que no son ilimitados. A la vez, la inflación, la abundancia de deuda y los cambios en su intermediación condicionan el papel estabilizador de los bonos. El sistema puede absorber mejor la ocurrencia de *shocks* más frecuentes y, sin embargo, quedar más expuesto a determinadas perturbaciones extremas.

Los mercados han elevado su umbral de reacción, pero no son inmunes

Una manifestación del nuevo entorno es la divergencia entre riesgo geopolítico y volatilidad financiera. Desde 2022, el índice de Caldara e Iacoviello ha registrado repuntes sucesivos, mientras el VIX y el MOVE han respondido de forma contenida o transitoria.

La comparación exige cautela: el primero recoge amenazas y acontecimientos geopolíticos; los otros, expectativas de volatilidad de acciones y bonos a horizontes relativamente cortos. Para los precios financieros importa, sobre todo, si un acontecimiento modifica los flujos de caja esperados, el tipo de descuento o las primas por riesgo. Un conflicto puede ser políticamente grave sin alterar las valoraciones si sus efectos económicos resultan acotados.

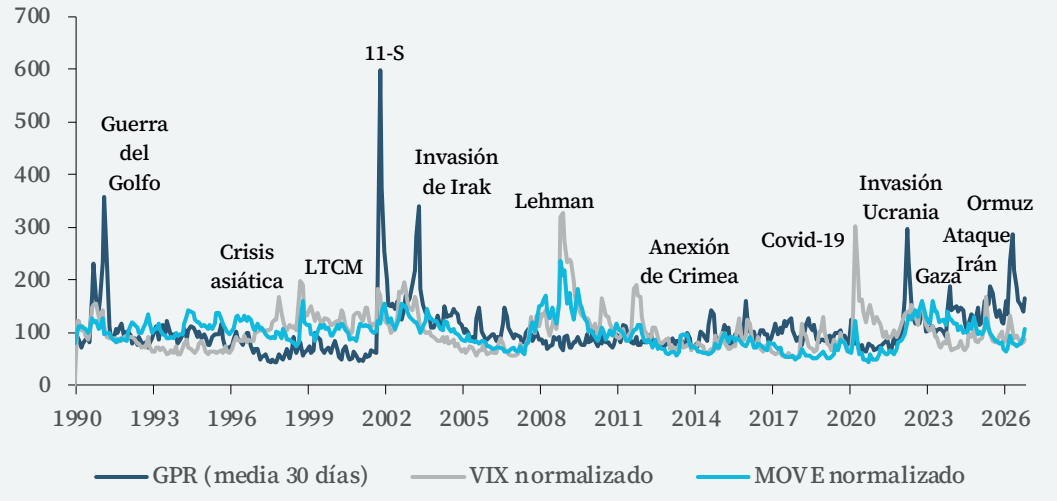
Lo decisivo no es la gravedad política del shock*, sino su capacidad para modificar beneficios, inflación y tipos de descuento*

Con todo, consideramos que se ha elevado el umbral de reacción. La reiteración de amenazas y crisis ha incorporado un mayor grado de inestabilidad al escenario central. La adaptación de las expectativas puede ser racional: los inversores distinguen entre noticias geopolíticas y *shocks* con capacidad para modificar los fundamentales. El riesgo aparece cuando esa experiencia conduce a extrapolar la rápida reversión de episodios anteriores y a subestimar cambios persistentes en inflación, actividad o condiciones financieras.

Parte de la calma de los índices bursátiles puede obedecer también a un efecto de composición. Su volatilidad depende tanto de la de sus componentes como de la correlación entre ellos. Cuando sectores beneficiados y perjudicados por una misma perturbación reaccionan en direcciones opuestas, aumenta la dispersión de rentabilidades sin que necesariamente lo haga la volatilidad agregada. Un análisis reciente encuentra correlaciones negativas a tres meses en cerca del 40 % de los pares de valores entre las cien mayores compañías del S&P 500 y del 30 % en el Euro Stoxx 50 (Agbo-Bloua, 2026). Si un *shock* común vuelve a sincronizar los movimientos de los distintos activos, la volatilidad del

Gráfico 1

Riesgo geopolítico y volatilidad implícita de bolsa y bonos



Fuentes: Afi; Caldara e Iacoviello (2022), Cboe y LSEG Refinitiv.

índice puede repuntar bruscamente. La aparente resistencia agregada puede, por tanto, coexistir con ajustes intensos bajo la superficie.

Existe, además, una adaptación económica genuina. Tras Ucrania, Europa diversificó suministros energéticos y rutas logísticas; las empresas reforzaron inventarios, coberturas y proveedores alternativos. Estas medidas reducen la transmisión inicial de las disrupciones a la producción y los beneficios. Pero la resiliencia tiene un precio: duplicar capacidades, almacenar más o relocalizar producción sustituye eficiencia por seguridad, eleva costes fijos y puede reducir el crecimiento potencial o aumentar la persistencia de la inflación.

Los amortiguadores financieros y públicos completan la explicación. Balances empresariales relativamente sólidos, reservas estratégicas y medidas fiscales han evitado que numerosos *shocks* se transformen en crisis. Sin embargo, absorber no equivale a eliminar el coste: las ayudas públicas desplazan parte de la factura a la deuda; los aumentos de precios preservan márgenes, pero erosionan la renta real y la demanda. Cada intervención puede reducir el margen de respuesta frente al siguiente episodio.

Ormuz en 2026 ilustra el mecanismo. Inventarios, sustitución de suministros y apoyos públicos atenuaron inicialmente el impacto energético. Su prolongación, en cambio, ha trasladado presión a logística, destilados, costes empresariales y expectativas de inflación. La transmisión se vuelve más peligrosa cuando se activan a la vez los dos canales de valoración: menores beneficios esperados y tipos de descuento más elevados. Un *shock* de oferta puede entonces perjudicar simultáneamente a bolsa y deuda, sin que la autoridad monetaria disponga del margen habitual para compensarlo.

Los shocks *se vuelven más disruptivos cuando se prolongan, coinciden y consumen los mismos amortiguadores*

Importan también la duración y la simultaneidad. Tensiones energéticas, comerciales y fiscales pueden competir por las mismas reservas, presupuestos y capacidades de respuesta. Una perturbación manejable de forma aislada puede provocar efectos desproporcionados si coincide con otras y encuentra amortiguadores erosionados. Esta dependencia del estado del sistema ayuda a explicar por qué la volatilidad puede permanecer baja hasta que se cruza determinado umbral. El resultado es una resistencia condicionada en la que la economía absorbe más ruido, a menudo a costa de recursos y eficiencia, mientras persisten riesgos de ajuste discontinuo. Una baja volatilidad no demuestra por sí sola complacencia, pero tampoco garantiza que los *shocks* extremos estén correctamente valorados.

La deuda soberana: de amortiguador a fuente potencial de inestabilidad

Durante buena parte de las primeras dos décadas del siglo, la deuda soberana de elevada calidad estabilizó las carteras. Los grandes *shocks* eran esencialmente desinflacionistas: al caer la actividad, los bancos centrales reducían tipos, las rentabilidades de los bonos bajaban y sus precios subían. Esa correlación negativa con la bolsa convirtió la deuda pública en la cobertura dominante. Desde 2021-2022, el mayor peso de los *shocks* inflacionistas ha debilitado ese mecanismo. Una perturbación de oferta puede reducir actividad y elevar precios a la vez: penaliza beneficios empresariales y obliga a mantener tipos altos. Acciones y bonos pueden caer simultáneamente, precisamente cuando la diversificación resulta más necesaria.

El problema de la deuda soberana no es necesariamente la falta de compradores, sino la rentabilidad que exigen para absorberla

Al cambio en la naturaleza de los *shocks* se suma otro, estructural, en la financiación soberana. Los déficits persistentes y las necesidades de gasto en envejecimiento, defensa y seguridad económica sostienen emisiones elevadas. El ajuste de los balances de los bancos centrales devuelve deuda al mercado, mientras energía, infraestructuras e inteligencia artificial compiten por el ahorro disponible. No cabe deducir automáticamente una escasez de compradores, pero sí una mayor remuneración exigida para absorber un volumen creciente de activos seguros. Se añade una conexión con la primera parte: algunas políticas que permiten amortiguar *shocks* —subsidios, reservas, duplicación de capacidades— también presionan los presupuestos y encarecen potencialmente la financiación futura.

También cambia el comprador marginal. La menor presencia relativa de bancos centrales e inversores oficiales da más peso a fondos y agentes privados sensibles al precio. Las subastas recientes del Tesoro estadounidense muestran una demanda capaz de recuperarse cuando las rentabilidades aumentan, aunque selectiva por vencimientos. El problema no es necesariamente colocar la deuda, sino el coste exigido para hacerlo. En condiciones de oferta abundante, este ajuste puede elevar la prima por plazo y reforzar la transmisión de los *shocks* a la economía real.

La intermediación añade un segundo canal de vulnerabilidad. Los *hedge funds* conectan bonos

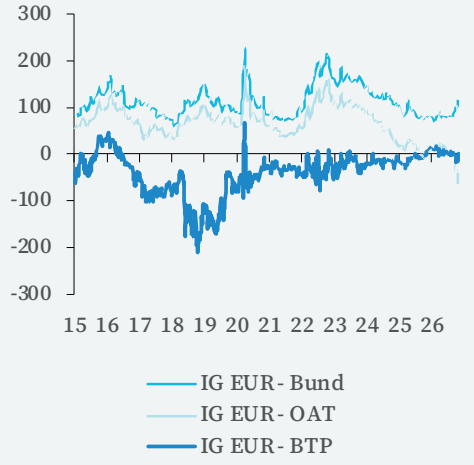
Gráfico 2

Cambios en la valoración relativa de la deuda soberana

a. *Swap spreads* a 10 años (p. b.)



b. Crédito IG euro frente a soberanos (p. b.)



Nota: Diferenciales diarios (puntos básicos), enero de 2015 – 28 de octubre de 2026.

Fuentes: Afi, ICE y LSEG Refinitiv.

al contado, futuros y repo, aportando arbitraje y liquidez en circunstancias normales. Pero sus estrategias pueden depender del apalancamiento y de financiación corta, por lo que, si aumentan los márgenes o las restricciones de balance, el cierre simultáneo de posiciones amplifica movimientos y reduce la liquidez justo cuando se necesita. La evolución de la deuda francesa a inicios de octubre de 2026 ilustra cómo un deterioro político-fiscal puede interactuar con estos mecanismos, sin demostrar por sí solo una fragilidad sistémica generalizada.

La liquidez aportada por intermediarios apalancados puede retirarse precisamente cuando el mercado más la necesita

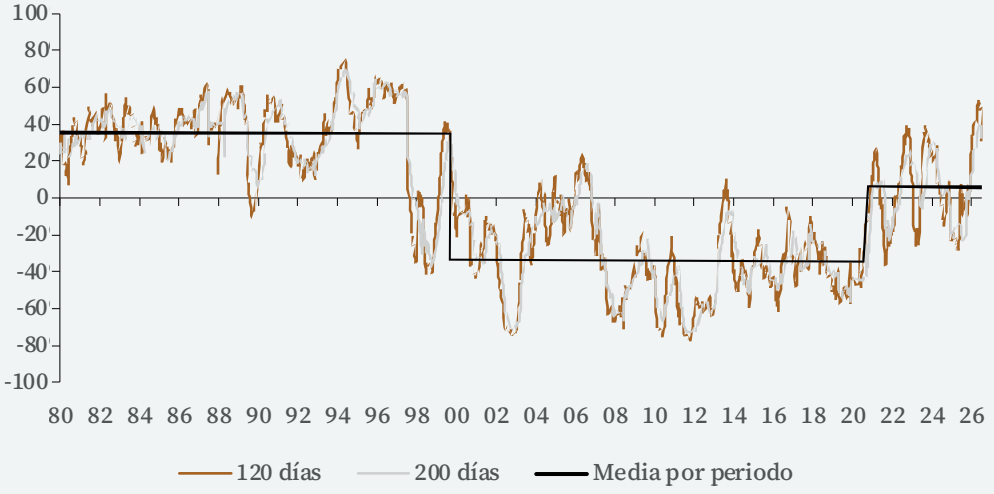
En paralelo se erosiona parte de la prima de conveniencia, es decir, la menor remuneración aceptada históricamente por la liquidez, seguridad y utilidad como colateral de la deuda soberana. La evolución de los diferenciales frente a *swaps* y crédito de elevada calidad es compatible con esa menor escasez relativa, aunque también refleja factores técnicos de intermediación y financiación. Conviene distinguir el *repricing* estructural del bono de las dislocaciones transitorias de liquidez: responden a causas distintas, pero pueden reforzarse.

La implicación macroeconómica es relevante. Mayores primas soberanas aumentan gradualmente el coste de refinanciación, deterioran las perspectivas fiscales y pueden exigir nuevas primas, generando retroalimentación. Si el origen del *shock* es inflacionista, la política monetaria tiene menos margen para actuar como contrapeso. Así, la resiliencia financiada con deuda puede terminar restando capacidad de respuesta ante nuevas crisis.

Gráfico 3

Correlación móvil entre retornos de bolsa y deuda soberana a largo plazo (EE. UU.)

Porcentaje



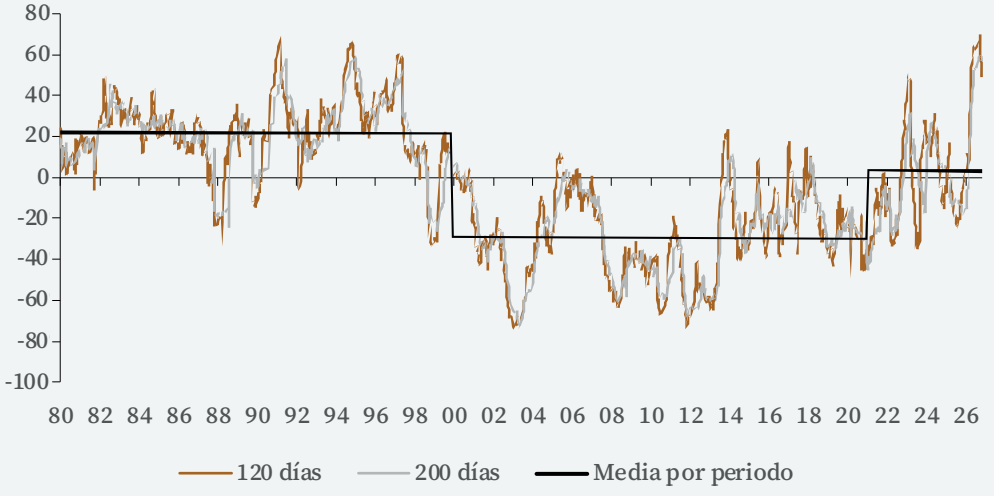
Nota: Correlaciones de rentabilidades diarias, ventanas de 120 y 200 sesiones; líneas negras: promedio de la ventana de 120 sesiones por régimen (1980–99, 2000–20 y 2021–26).

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv.

Gráfico 4

Correlación móvil entre retornos de bolsa y deuda soberana a largo plazo (Europa)

Porcentaje



Nota: Correlaciones de rentabilidades diarias, ventanas de 120 y 200 sesiones; líneas negras: promedio de la ventana de 120 sesiones por régimen (1980–99, 2000–20 y 2021–26).

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv.

La deuda pública conserva su función de refugio, pero esta depende cada vez más de la naturaleza de la perturbación

La evidencia de mercado es consistente con un cambio de régimen: en Estados Unidos, la correlación bolsa-bonos fue predominantemente positiva en 1980-1999, negativa en 2000-2020 y ha retornado con frecuencia a terreno positivo desde 2021. En la muestra global en euros, los meses con pérdidas simultáneas de acciones y bonos aumentaron del 11 % en 2006-2021 al 31 % desde 2022. No significa que la deuda soberana haya dejado de ser segura ni que todos los emisores sean equivalentes. Su cobertura es condicional: conserva valor frente a recesiones desinflacionistas, pero puede transmitir pérdidas adicionales ante *shocks* de inflación, desconfianza fiscal o tensiones de liquidez, particularmente en los plazos largos.

Diversificar en función de los *shocks*, no de las correlaciones históricas

El cambio de signo de la correlación tiene una explicación económica. Cuando predominan sorpresas negativas de crecimiento, la bolsa suele caer y los bonos se benefician de expectativas de relajación monetaria. Si dominan las sorpresas inflacionistas, ambos activos pueden perder valor por mayores tipos de descuento; además, los menores beneficios pueden reforzar la caída bursátil. Por eso, la diversificación depende del origen del *shock* y de la función de reacción de los bancos centrales, no de una correlación histórica supuestamente estable.

Para ilustrarlo, comparamos dos carteras globales en euros desde 2006: una 60/40 de acciones y deuda desarrollada, y otra 60/20/20 que conserva el 60 % en bolsa, asigna un 20 % a deuda desarrollada y distribuye el 20 % restante entre deuda emergente, oro y materias primas sin metales preciosos. Ambas se rebalancean anualmente, y el ejercicio incorpora costes de transacción de 10 puntos básicos.

Cuando domina la inflación, bolsa y bonos pueden caer juntos: las coberturas dependen del régimen macroeconómico, no de una correlación histórica

En 2006-2026, la cartera diversificada rindió un 7,2 % anual frente al 6,5 % de la tradicional, con algo más de volatilidad (8,6 % frente al 8,0 %). Antes de 2022, la 60/40 ofrecía mejor rentabilidad ajustada por riesgo. Desde entonces, la 60/20/20 alcanza el 8,5 % anual frente al 5,9 %, con volatilidades prácticamente iguales (9,2 % y 9,3 %) y menor caída máxima (-9,1 % y -11,0 %).

Los episodios explican el contraste. En 2008 y durante el *shock* inicial del COVID, la 60/40 cayó menos que la diversificada (-26,6 % frente a -29,4 %, y -11,3 % frente a -13,8 %). La deuda desarrollada contribuyó a proteger las carteras, aunque en 2008 el oro ganó aún más (+35,7 %). En 2022 ocurrió lo contrario: la 60/20/20 perdió un 9,6 %, frente al 13,6 % de la tradicional, apoyada por las materias primas (+27,0 %) y el oro (+6,0 %).

No se desprende de ello una cartera universalmente superior. El oro ha contribuido mucho al resultado reciente y su revalorización no debe extrapolarse. Sin oro, la ventaja en el periodo completo casi desaparece (6,6 % frente a 6,5 %), aunque desde 2022 subsiste (7,5 % frente a 5,9 %). La deuda emergente tampoco es un

Cuadro 1

Carteras 60/40 y 60/20/20: rentabilidad, riesgo y caída máxima

Porcentaje anualizado, salvo Sharpe; enero de 2006 – octubre de 2026

Cartera	Rent. anual (%)	Volatilidad (%)	Sharpe	Máx. caída (%)
		Completo (2006-2026)		
60/40	6,5	8,0	0,70	-26,9
60/20/20	7,2	8,6	0,73	-29,5
60/20/20 sin oro	6,6	9,0	0,62	-33,0
		Antes de 2022 (2006-2021)		
60/40	6,7	7,6	0,81	-26,9
60/20/20	6,8	8,5	0,74	-29,5
60/20/20 sin oro	6,3	8,9	0,64	-33,0
		Desde 2022 (2022-2026)		
60/40	5,9	9,3	0,40	-11,0
60/20/20	8,5	9,2	0,68	-9,1
60/20/20 sin oro	7,5	9,6	0,56	-9,4

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv. Enero 2006 a octubre 2026 (octubre hasta el 28). 60/40: MSCI World (dividendos netos, en euros) y FTSE World Government Bond cubierto a euros. 60/20/20: 60 % renta variable, 20 % deuda desarrollada y 6⅔ % en cada uno de deuda emergente en dólares cubierta (iBoxx USD Liquid EM Sovereigns), oro y materias primas sin metales preciosos (Bloomberg Commodity ex-Precious Metals). Sin oro: 10 % deuda emergente y 10 % materias primas. Rebalanceo anual, costes de 10 pb; Sharpe sobre la letra alemana a 6 meses.

Cuadro 2

Comportamiento por episodios de mercado

Rentabilidad acumulada (%), no anualizada; índices y carteras denominadas en euros

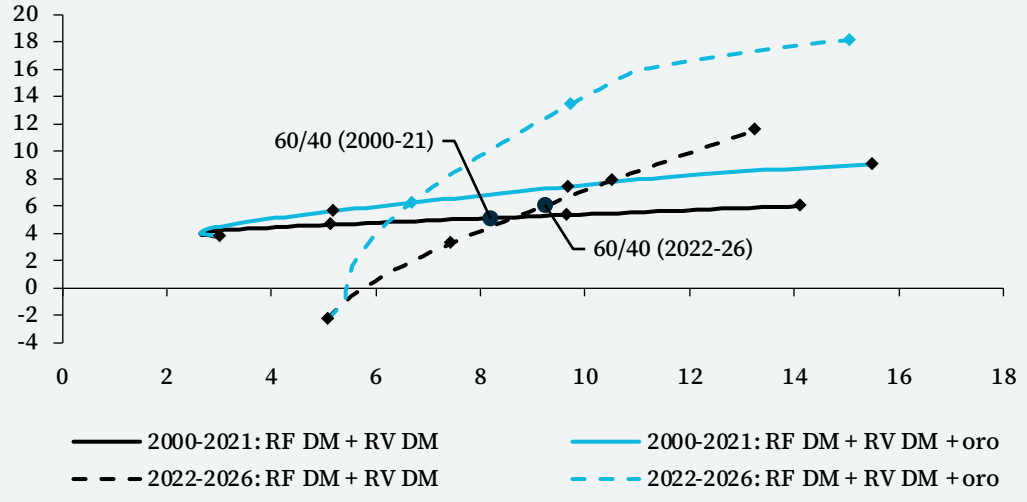
Episodio	Crisis financiera nov-07 a feb-09	Covid feb-20 a mar-20	Inflación 2022 ene-22 a dic-22	2023-2026 ene-23 a oct-26
		Carteras		
60/40	-26,6	-11,3	-13,6	52,5
60/20/20	-29,4	-13,8	-9,6	63,8
60/20/20 sin oro	-32,5	-15,0	-9,6	57,3
		Activos		
Renta variable desarrollada	-47,6	-19,8	-12,8	91,9
Deuda desarrollada	10,0	1,3	-14,8	4,7
Deuda emergente	-7,9	-15,0	-16,8	12,9
Oro	35,7	-0,6	6,0	113,9
Materias primas	-37,7	-19,8	27,0	22,4

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv. Deuda desarrollada y emergente cubiertas a euros; oro y materias primas sin cubrir. Materias primas: Bloomberg Commodity ex-Precious Metals. Mismas definiciones de cartera que en el cuadro anterior.

Gráfico 5

Carteras de renta variable y deuda, con y sin oro: dos regímenes

Porcentaje



Nota: Las líneas discontinuas representan el comportamiento de las mismas ponderaciones del periodo 2000–2021 en 2022–2026. Ejercicio *ex post*, no asignación óptima prospectiva.

Fuentes: Afi, LSEG Refinitiv.

refugio equivalente a la desarrollada: sus riesgos de crédito y liquidez aumentan durante las crisis globales. Además, el ejercicio de frontera eficiente que refleja el gráfico 5 es *ex post*, no una prescripción de pesos.

La evidencia sugiere diversificar según escenarios, no sustituir mecánicamente el 60/40 por otra regla fija. La duración soberana protege ante recesiones desinflacionistas; las materias primas pueden responder mejor a *shocks* de oferta; el oro puede amortiguar pérdidas de confianza monetaria o fiscal, aunque incorpora volatilidad y riesgo de valoración. La asignación óptima dependerá del conjunto de perturbaciones contempladas, su probabilidad y sus interacciones. Con correlaciones cambiantes, los análisis de escenarios y los ejercicios de estrés deben complementar, y en ocasiones prevalecer sobre, la extrapolación de covarianzas históricas.

Conclusión

La resistencia reciente de los mercados no implica una reducción general de la vulnerabilidad financiera. Empresas y gobiernos han mejorado su capacidad de adaptación, pero a un coste económico y presupuestario. Si un *shock* prolongado modifica simultáneamente beneficios, expectativas de inflación y tipos de descuento, los precios pueden ajustarse de manera mucho más intensa que ante sus primeras manifestaciones.

La deuda soberana acentúa esta asimetría. El mayor volumen de emisiones, la demanda más sensible al precio y una intermediación cuya liquidez puede ser condicional reducen su capacidad para estabilizar carteras ante determinados *shocks*. Sigue siendo refugio frente a recesiones desinflacionistas, no necesariamente ante inflación o deterioro fiscal.

La vigilancia debe centrarse en la persistencia de los *shocks* de oferta, las expectativas de inflación, las primas por plazo, la liquidez soberana y la correlación bolsa-bonos. Recuperar margen fiscal y preservar credibilidad monetaria es, además, una forma de reconstruir capacidad de respuesta.

En definitiva, los mercados han aprendido a tolerar una inestabilidad geopolítica mayor, pero disponen de menos coberturas universales. La cuestión decisiva es cuánto margen conservan para absorber el próximo *shock* y si sus efectos alcanzarán simultáneamente al crecimiento, la inflación y las condiciones financieras.

Referencias

Agbo-Bloua, K. (2026, 3 de noviembre). The risk of higher volatility in stocks is rising. *Financial Times*.

Aquilina, M., Schrimpf, A., Sushko, V., y Xia, D. (2024). Negative interest rate swap spreads signal pressure in government debt absorption. *BIS Quarterly Review*, diciembre.

Banco Central Europeo. (2025). What safe haven after the April US tariff announcement? Implications for euro area financial stability. *Financial Stability Review*, noviembre.

Białkowski, J., Dang, H. D., y Wei, X. (2022). High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle? *Journal of Financial Economics, 143*(3), 1185–1208.

BIS. (2023). The correlation of equity and bond returns. *BIS Quarterly Review*, diciembre.

BIS. (2026a). Markets recalibrate amid shifting currents. *BIS Quarterly Review*, marzo.

BIS. (2026b). High public debt and shifting financial markets: Challenges for central banks. *Annual Economic Report*, capítulo II.

Brunnermeier, M. K., y Sannikov, Y. (2014). A macroeconomic model with a financial sector. *American Economic Review, 104*(2), 379–421.

Caldara, D., e Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review, 112*(4), 1194–1225.

Eren, E., Schrimpf, A., y Xia, D. (2023). The demand for government debt. *BIS Working Papers*, 1105.

Fondo Monetario Internacional. (2025). Geopolitical risks: Implications for asset prices and financial stability. *Global Financial Stability Report*, abril, capítulo 2.

Krishnamurthy, A., y Vissing-Jorgensen, A. (2012). The aggregate demand for Treasury debt. *Journal of Political Economy, 120*(2), 233–267.

Molenaar, R., Sénéchal, E., Swinkels, L., y Wang, Z. (2024). Empirical evidence on the stock-bond correlation. *Financial Analysts Journal, 80*(3), 17–36.

Pástor, Ľ., y Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics, 110*(3), 520–545.

Schnabel, I. (2025). *No longer convenient? Safe asset abundance and r**. Conferencia BEAR, Banco de Inglaterra, 25 de febrero.

Todorov, K., y Vilkov, G. (2024). What could explain the recent drop in VIX? *BIS Quarterly Review*, marzo.