



Guerra USA vs. Irán

santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Guerra USA vs Irán



Los **ataques del 28 de febrero** suponen una escalada relevante al afectar al núcleo del liderazgo iraní, elevando la **incertidumbre política y el riesgo geopolítico** en la región del Golfo.

El **Estrecho de Ormuz** es clave porque por él transita alrededor del 20% del comercio mundial de petróleo y una proporción similar de GNL, por lo que cualquier fricción —aunque no haya cierre formal— impacta en precios y expectativas.



El **mercado ha reaccionado principalmente vía energía**: fuerte repunte del petróleo y del gas, con el riesgo de que, si se prolonga, el shock pase de ser volatilidad financiera a presión macro (inflación y menor crecimiento).

En **renta variable, el impacto ha sido desigual**: EE. UU. mostró mayor resiliencia que Europa y Asia, mientras que a nivel sectorial ganan energía y defensa y pierden viajes, ocio y sectores intensivos en combustible.



En **crédito, la reacción ha sido contenida** y concentrada en los activos más subordinados (AT1, High Yield), mientras que el escenario central sigue siendo de volatilidad más que de deterioro estructural, siempre que no haya una interrupción prolongada de los flujos energéticos.

Qué ha ocurrido y por qué Ormuz es el “pulmón” energético

Los ataques coordinados del 28 de febrero por parte de Estados Unidos e Israel contra la República Islámica de Irán suponen un salto cualitativo respecto a episodios recientes. No solo se dirigieron contra infraestructuras militares estratégicas, sino también contra el núcleo del liderazgo político y militar del régimen. La operación —denominada *Operation Epic Fury*— culminó con la muerte del líder supremo, Ali Khamenei, y de varios altos cargos, abriendo un escenario de posible descoordinación operativa, tensiones internas por la sucesión y decisiones tácticas más impredecibles.

La represalia iraní se ha materializado en el lanzamiento de misiles y drones contra activos estadounidenses y aliados en el Golfo, así como contra objetivos vinculados a Israel. Parte de estos ataques han afectado a infraestructuras civiles y logísticas, provocando interrupciones en movilidad aérea y generando un aumento inmediato de la percepción de riesgo regional.

Estrecho de Ormuz



Fuente: EIA. Gobierno US.

Para los mercados, el foco no está únicamente en la dimensión política —grave pero aún contenida—, sino en el principal canal económico de transmisión: la energía. El petróleo subió un 8% y los futuros del Gas Natural en Europa un 35% durante la sesión del lunes.

El Estrecho de Ormuz es un auténtico “pulmón” energético del comercio mundial de hidrocarburos debido a que:

- ✓ Por este estrecho transita aproximadamente en torno al 20% del comercio mundial de petróleo.
- ✓ Una proporción igualmente relevante del comercio global de gas natural licuado (GNL).
- ✓ Se ha convertido desde hace años en un *hub* de refino.

Si bien la mayor parte de estos flujos tiene como destino Asia, el problema es global. Nuevas rutas suponen un incremento de los tiempos de transporte, equivalente a una reducción de la capacidad de transporte global.

Qué ha ocurrido y por qué Ormuz es el “pulmón” energético

Lo relevante desde un punto de vista económico es que no es necesario un cierre formal para que el mercado reaccione. Basta con que aumente el riesgo percibido — ataques, primas de seguro, decisiones de navieras de posponer tránsito— para que se produzca una disrupción “de facto”¹. **La historia demuestra que el estrecho rara vez se cierra completamente, pero sí puede sufrir fricciones suficientes como para alterar expectativas y precios.**



De esta aritmética se derivan dos implicaciones clave para la inversión:

- ✓ La “prima de riesgo energética” puede aparecer sin daños físicos confirmados. El mercado está descontando escenarios antes de que se materialicen.
- ✓ La duración lo cambia todo. Cuanto más se prolongue la tensión, más probable será que el shock pase de ser puramente financiero (volatilidad) a macroeconómico (inflación y crecimiento).

¹ En las últimas 48 horas, la navegación por el Estrecho de Ormuz se ha visto drásticamente afectada por las decisiones de las principales navieras mundiales, como MSC, Maersk, CMA CGM, Hapag-Lloyd y las japonesas NYK y Mitsui O.S.K. Lines, las cuales han suspendido sus tránsitos, desviado sus flotas a zonas de refugio o dejado de aceptar reservas de carga ante la falta de seguridad en la región. Esta parálisis comercial se ha visto reforzada por la actuación de los grandes clubes de seguros y reaseguradoras (P&I), entre ellos Gard, Skuld y NorthStandard, que han emitido avisos de cancelación de coberturas por riesgos de guerra y han incrementado de forma masiva las primas, lo que, sumado a la suspensión de nuevas pólizas por parte de firmas como MS&AD Insurance Group, ha generado un cierre de facto de la vía marítima para la mayor parte de la flota comercial internacional

Inflación: impacto probable y condiciones para que sea persistente

A corto plazo, un petróleo más caro suele empujar inflación general por costes energéticos y transporte. Sin embargo, la cuestión clave para 2026 no es si hay “un bache” puntual, sino si ese bache se convierte en un shock de oferta persistente (lo que elevaría el riesgo de estanflación: más inflación con menos crecimiento). Por ahora todo apunta a un shock de volatilidad y no un escenario central de disrupción sostenida de suministro, si bien el riesgo cola existe si el conflicto se prolonga o si se deteriora de forma material el tránsito por Ormuz.

Cuando suceden eventos de este calibre, realizar una cuantificación macro no es sencilla ya que existen elementos encadenados y comportamientos adaptativos. En cualquier caso y con el objetivo de tener cierta sensibilidad, la mayor parte de los servicios de estudios económicos de carácter público y privado coinciden en que un incremento del precio del crudo del +10% de carácter permanente puede restar del orden de 20–40 pb de PIB en zona euro, siendo el impacto una fracción de este si se trata de una escalada temporal en los costes energéticos.

A este respecto conviene señalar que Europa afronta la crisis actual con una mayor resiliencia tras la guerra de Ucrania, logrando reducir su factura energética a un mínimo histórico del 1,6% del PIB gracias a una menor dependencia de los combustibles fósiles importados.

Este avance se debe fundamentalmente a una **mayor eficiencia en la industria y la edificación, un aumento significativo de las energías renovables en su mix eléctrico** y una obligada adaptación industrial tras el inicio de la guerra en Ucrania, factores que en conjunto nos han permitido diversificar el suministro y amortiguar con mayor solidez los impactos macroeconómicos de posibles repuntes en el precio del petróleo.



Tipos de interés y bancos centrales: el primer dilema de 2026

El repunte del petróleo introduce un dilema clásico para la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. Un shock de oferta genera una combinación incómoda, supone presión al alza sobre la inflación pero un riesgo a la baja sobre el crecimiento.

En este contexto, bajar tipos automáticamente puede ser arriesgado si las expectativas de inflación se desanclan, pero frenar las bajadas podría endurecer en exceso las condiciones financieras en un entorno de menor actividad y en una economía ya castigada por los costes energéticos.

Además, es importante matizar que las **subidas del crudo impulsadas por riesgos geopolíticos suelen tener un impacto más acotado en la curva de inflación** y en los tipos nominales que los shocks de demanda.



El impacto característico de esta tipología de shocks en el mercado de tipos es el aumento de la volatilidad y el aplanamiento de las curvas: el tramo corto reacciona al riesgo inflacionario y el largo refleja temor al deterioro del crecimiento. Si bien llevamos un solo día de mercado, el efecto por el momento ha sido de un repunte generalizado de los tipos en todos los tramos.

Para 2026 podemos distinguir dos escenarios:

- ✓ **Shock breve:** La hoja de ruta de bajadas de tipos para la Fed podría mantenerse, aunque con mayor dependencia de datos y menos linealidad.
- ✓ **Shock persistente:** Si el petróleo se mantiene elevado durante meses o se produce una interrupción seria en Ormuz, el riesgo es una pausa en las bajadas e incluso, en un escenario extremo, un giro restrictivo.

En cuanto a la gestión de las carteras, y en caso de que el conflicto perdure con efectos duraderos en los costes energéticos, los bonos soberanos a largo plazo (duración de tipos de interés) podrían no funcionar como amortiguador perfecto en un entorno estanflacionario, ya que el mercado exigiría mayor prima por duración. Incluso si el nivel final de tipos no cambia mucho, la volatilidad sí aumentará.

Renta variable: reacción inicial, sectores “refugio” y sectores vulnerables

Los mercados de renta variable tuvieron una sesión de elevada volatilidad tras la escalada geopolítica, con un comportamiento claramente diferenciado por regiones.

En Estados Unidos, el impacto fue contenido: el S&P 500 logró cerrar prácticamente plano tras borrar caídas iniciales superiores al 1%, el Nasdaq avanzó ligeramente, mientras que las pequeñas compañías mostraron incluso cierta resiliencia. El mensaje implícito fue que, por ahora, el mercado estadounidense interpreta el conflicto más como un riesgo externo que como una amenaza directa a sus fundamentales.

Activo	Nivel	Variación
Crudo Brent	78,6	▲ 7,8%
Gas Natural (TTF 1M Fwd)	43,3	▲ 35,3%
Eurostoxx 50	5986,9	▼ -2,5%
Stoxx 600	623,6	▼ -1,6%
S&P 500	6881,6	■ 0,0%
Crédito Grado Inversión	56,4 pb	▼ +0,8 pb
Crédito High Yield	263,7 pb	▼ +3,2 pb
Bono Aleman 10 Años	2,71%	▼ +6,8 pb
Bono Español 10 Años	3,13%	▼ +7,3 pb
Bono EEUU 10 Años	4,03%	▼ +9,9 pb

En Europa, la reacción fue más severa. El DAX alemán y el CAC francés registraron caídas superiores al 2%, reflejando mayor sensibilidad a la incertidumbre geopolítica. El FTSE británico retrocedió con menor intensidad, apoyado por su mayor peso en compañías de materias primas y sectores defensivos, lo que le confiere cierta cobertura natural ante repuntes del crudo.

A nivel sectorial, la dispersión fue igualmente clara. **Energía y defensa** destacaron como los principales beneficiarios: el fuerte repunte del Brent impulsó a las petroleras y los contratistas militares avanzaron ante la expectativa de mayor gasto en seguridad.

En el extremo opuesto, **viajes, ocio y lujo** fueron los más castigados, con caídas significativas en aerolíneas y compañías vinculadas al turismo, sensibles tanto al precio del combustible como a la interrupción operativa. El sector financiero mostró debilidad moderada, especialmente en Japón y Europa.

En conjunto, el patrón es coherente con un **shock energético**: ganan los productores de recursos y sectores ligados a seguridad, mientras sufren los consumidores de energía y los segmentos más expuestos al ciclo y a la confianza.



Crédito

Por el momento, la reacción del mercado de crédito ha sido contenida. Las ampliaciones de diferenciales han sido mínimas y el grueso de las pérdidas en renta fija privada ha venido explicado más por el movimiento en la curva libre de riesgo —es decir, por la duración de tipos de interés— que por un deterioro significativo del crédito en sí mismo.

Dentro de esta corrección, el comportamiento ha seguido el patrón habitual en episodios de aversión al riesgo:

las mayores caídas se concentran en los segmentos más subordinados y de menor calidad crediticia. Los instrumentos de capital bancario (AT1) han liderado los descensos, con caídas en el entorno del -0,5%, seguidos por el High Yield (-0,25%) y los híbridos corporativos (-0,20%). La jerarquía es coherente con la estructura de capital: cuanto mayor es la subordinación y la sensibilidad al ciclo, mayor es la presión en momentos de incertidumbre.



Si el conflicto se prolongara, el impacto sería más relevante en High Yield. Este segmento es especialmente sensible a entornos de reducción generalizada del riesgo, no solo por el potencial aumento de tasas de impago, sino también por el ensanchamiento de las primas de liquidez. Además, en fases de volatilidad elevada, el mercado primario tiende a cerrarse temporalmente. Para emisores que dependen del acceso recurrente al mercado para refinanciar vencimientos, incluso unas pocas semanas sin ventanas de emisión pueden traducirse en ajustes de precio más severos.

En el caso de los híbridos corporativos, el efecto es más equilibrado. Por un lado, el riesgo de extensión —la posibilidad de que el emisor no amortice el bono en la primera fecha prevista— aumenta de forma mecánica cuando sube la volatilidad y se encarecen las condiciones financieras. Por otro, **la composición sectorial del índice ofrece cierto soporte, ya que está fuertemente ponderado en sectores como Energía, Telecomunicaciones y Utilities, que en el contexto actual presentan mayor resiliencia relativa.** Esta dualidad explica que su comportamiento haya sido negativo, pero moderado en comparación con otros segmentos.

¿Cuál podría ser el final?

El desenlace del conflicto se perfila principalmente hacia una tregua, aunque los términos de la misma son inciertos y oscilan entre una rendición de Irán para asegurar la supervivencia del régimen —aceptando condiciones de desnuclearización impuestas por EE. UU.— o un (poco probable) cese de hostilidades con mínimas concesiones ante una posible presión política sobre Washington e Israel. No obstante, factores impredecibles como el hundimiento de un portaaviones estadounidense o la intervención de potencias como Rusia o China podrían alterar radicalmente estos escenarios.

En cuanto a la supervivencia del régimen, la muerte de Khamenei ha generado una profunda incertidumbre, y aunque se ha establecido un consejo de liderazgo provisional, la estabilidad a largo plazo parece comprometida. Si la guerra se prolonga más de dos semanas, **la probabilidad de un cambio de régimen aumenta, pudiendo derivar en un gobierno de corte militar más moderado que negocie con Washington.** Un factor determinante será la capacidad de la oposición interna, cuyo espacio de maniobra crece a medida que los ataques externos degradan el aparato represivo estatal.

Conclusión

El mensaje más consistente —y el más útil para patrimonio familiar— es que, salvo una escalada prolongada con disrupción sostenida de los flujos energéticos, este episodio se asemeja más a un shock de volatilidad que a una reasignación estructural del régimen económico global.

La experiencia histórica muestra un patrón relativamente estable: los mercados reaccionan de forma brusca ante el evento geopolítico, incorporan una prima de riesgo elevada y, si no se materializa un daño real y persistente sobre crecimiento e inflación, tienden a normalizar progresivamente (en muchos casos de forma espectacularmente rápida). El error más frecuente en este tipo de entornos son las ventas indiscriminadas o la rotación emocional de carteras en el momento de máxima tensión.

Las recomendaciones para navegar un entorno como el actual son:

✓ **Diversificación real: que la cartera esté preparada para distintos escenarios**

Diversificar no necesariamente significa tener muchos fondos, sino tener una cartera capaz de comportarse de forma equilibrada ante distintos escenarios. En un shock energético como el actual, los flujos económicos tienden a desplazarse desde consumidores de energía hacia productores, desde sectores cíclicos hacia sectores más defensivos y desde economías más dependientes del petróleo hacia las menos vulnerables.

Por eso, lo importante no es simplemente “estar invertido en todo”, sino combinar bien sectores, estilos y geografías. Una cartera bien construida no depende de que un único bloque lo haga bien.

En entornos de tensión, la diferencia entre sectores aumenta. Esa dispersión no es un problema para una cartera diversificada; es precisamente lo que permite que unas posiciones compensen a otras.

✓ **Gestionar el riesgo sin reaccionar a cada titular**

La incertidumbre geopolítica obliga a estar atentos, pero no a cambiar la estrategia cada vez que aparece una noticia. En estos episodios es habitual cometer tres errores: vender por miedo, comprar lo que ya ha subido mucho o reducir riesgo justo cuando el mercado está más nervioso.

Si el conflicto no deriva en una interrupción prolongada del suministro energético, es frecuente que los movimientos más extremos se moderen con el tiempo. Por eso, más que intentar adivinar el siguiente paso político, conviene revisar si la cartera se ha desviado demasiado de su equilibrio original.

Si tras una caída la renta variable pesa mucho menos de lo previsto, puede ser momento de rebalancear. Esa disciplina convierte la volatilidad en una herramienta, no en una amenaza.

Conclusión

✓ Liquidez, calidad y perspectiva

En momentos de tensión, conviene priorizar activos líquidos y compañías con balances sólidos. La calidad suele comportarse mejor cuando aumenta la incertidumbre.

Pero, sobre todo, importa el horizonte temporal. La volatilidad es incómoda, pero no necesariamente destructiva para quien invierte con una visión de largo plazo. La mayoría de los conflictos generan sobresaltos en el corto plazo, pero solo algunos cambian de forma permanente el ciclo económico.

Por eso, mientras no haya una disrupción prolongada en los flujos energéticos, el enfoque debe ser claro: vigilancia activa, disciplina en la asignación y mantener la diversificación como principal herramienta de protección.

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

santaluciaam.es | equipo_comercial@santalucia.es



Los datos personales utilizados en la generación del presente envío son tratados por SANTALUCÍA ASSET MANAGEMENT S.G.I.C.C., S.A.U. para mantener y desarrollar la relación jurídica establecida con Vd. La base legitimadora del tratamiento es el mantenimiento de la relación jurídica entablada o nuestro interés legítimo.

Puede ejercitar sus derechos de acceso, rectificación, supresión, oposición, limitación del tratamiento y portabilidad mediante escrito dirigido a Plaza de España, 15, 28008 Madrid o a dpo@santaluciaam.es

Este correo contiene información confidencial dirigida a su destinatario. Si Vd. lo ha recibido por error, por favor notifíquenoslo a la dirección electrónica del remitente y absténgase de divulgar, copiar o distribuir la información contenida en este correo electrónico.