



WEALTH MANAGEMENT

NEWSLETTER

MARZO

2026



¿El comienzo del fin?

La gran crisis energética derivada de la guerra en oriente

Este mes, viendo el panorama actual de los mercados y la evolución de las carteras, hemos considerado que la newsletter de este mes debe estar enfocada completamente al conflicto en oriente entre Irán – Israel/Estados Unidos.

Este evento ha sorprendido a todo el mundo, ya que desde que Trump tomo el poder ha sido anuncio tras anuncio los que muestran que el presidente sigue demostrando que su ambición no tiene límite y que no respetará ningún tipo de frontera, tratado o política que se vaya a interponer entre él y sus objetivos; aunque esto suponga incluso, perjudicar a los ciudadanos de su propio país con subidas de precios y otros menesteres que analizaremos a continuación.

Lo que está sucediendo actualmente entre Israel, Estados Unidos e Irán trasciende el típico conflicto regional en Oriente Próximo. No se trata únicamente del porvenir de Irán o de la seguridad israelí; lo que está en juego tiene un alcance mucho mayor. De este escenario dependen factores como un posible repunte de la inflación, la dirección que tomen los bancos centrales respecto a los tipos de interés, la fortaleza económica de Europa, el impacto energético en Asia, la capacidad de Rusia para sostener su ofensiva en Ucrania e incluso la posición política de Donald Trump de cara a las elecciones legislativas de medio termino.

El coste del resultado del desenlace puede acabar cambiando el paradigma de las relaciones globales en los años venideros, por eso mismo si tenemos que empezar por algún sitio, es por la importancia de la región en la que esta transcurriendo la guerra.

El estrecho de Ormuz constituye uno de los principales puntos críticos para el suministro energético global. A través de esta vía transitan más de 20 millones de barriles de petróleo al día, lo que equivale aproximadamente al 20% del consumo mundial. A esto se suma cerca de otro 20% del gas natural licuado que se comercializa en el planeta. En consecuencia, cualquier interrupción o incremento del riesgo en esta ruta marítima genera una presión inmediata sobre los mercados energéticos internacionales.

De ahí que este conflicto tenga implicaciones que van mucho más allá del ámbito militar: La reciente decisión de llevar a cabo la mayor liberación de reservas estratégicas registrada hasta la fecha refleja la magnitud de la preocupación existente. Un total de 32 países han acordado poner en circulación 400 millones de barriles con el objetivo de contener el encarecimiento del crudo, en una acción coordinada por la Agencia Internacional de la Energía, organismo que surgió tras la crisis petrolera de los años 70 para reforzar la cooperación energética entre las principales economías.

Sin embargo, el problema no es únicamente de disponibilidad física. Cuando una ruta estratégica entra en crisis, también intervienen variables financieras y logísticas: el coste del transporte marítimo aumenta, las primas de seguros se encarecen, muchas compañías evitan operar en la zona y los mercados comienzan a anticipar posibles restricciones en la oferta.

En otras palabras, no basta con que existan reservas de petróleo; es igual de crucial la confianza en que ese suministro pueda distribuirse sin interrupciones. Las reservas estratégicas cumplen una función muy concreta: proporcionar margen de maniobra en el corto plazo, amortiguando el impacto inicial y evitando reacciones de pánico. No obstante, no pueden sustituir de forma sostenida un punto de paso tan determinante como el estrecho de Ormuz.

Aquí radica el verdadero desafío: si el conflicto se resuelve en un periodo breve, estas reservas pueden contribuir a estabilizar los mercados. Pero si la situación se prolonga, su efecto se diluye y deja de ser una solución estructural, pasando a ser únicamente una medida temporal insuficiente frente a un problema de fondo.

Debido a todo esto, la pregunta que más ronda la cabeza tanto de inversores como del público general es: ¿Qué busca estados unidos iniciando esta guerra? Si, se nos pregunta sobre que busca Israel, esto está claro, neutralizar la capacidad militar de Irán, disminuir su peso estratégico y limitar su influencia en la región. Pero, por otro lado, la postura de Estados unidos es diversa y confusa, el foco ha estado en evitar que Irán desarrolle armamento nuclear, pero últimamente el discurso estadounidense ha girado hacia el debilitamiento de la infraestructura militar iraní o incluso hacia la posibilidad de un cambio de régimen.

Sin embargo, este último objetivo no siempre ha estado respaldado de forma coherente por las acciones sobre el terreno, lo que refuerza la sensación de falta de una estrategia claramente definida o sostenida en el tiempo.

Y esto es un sinsentido si analizamos bien el coste que está teniendo esta guerra en el balance del país, ya que se estima que EE. UU. podría estar gastando alrededor de 1.000 millones de dólares al día si las operaciones se intensifican. 1.000 millones diarios significa aproximadamente 30.000 millones al mes; en 3 meses hablamos de 90.000 millones, y si la guerra se alargase 8 meses los costes superarían los 200.000 millones de dólares. Incluso antes de ese escenario, Estados Unidos ya ha empezado a gastar cantidades importantes: el informe de Cost of Wars de la Universidad de Brown estima que desde octubre de 2023 hasta septiembre de 2025 Estados Unidos había gastado entre 9.600 y 12.000 millones de dólares en operaciones militares en Oriente Próximo, más 21.700 millones en ayuda militar a Israel —en total, más de 30.000 millones en apenas dos años.

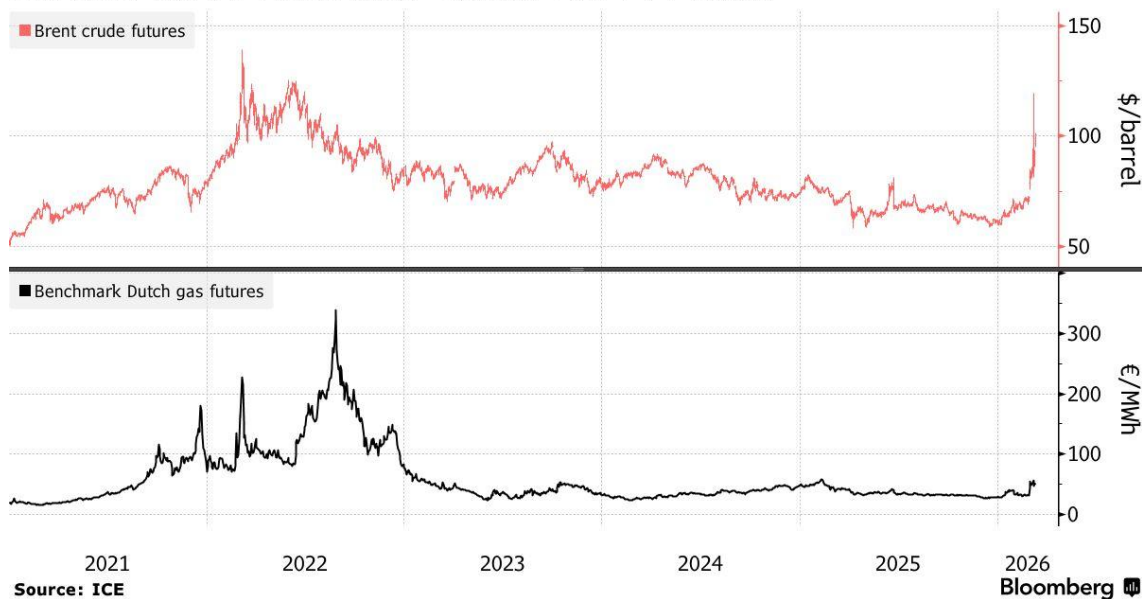
Este gasto sin precedentes llega en un punto delicado en términos de paradigma fiscal para Estados Unidos donde la deuda pública es extremadamente especialmente frágil. La deuda pública de Estados Unidos ya supera los 34 billones de dólares, el déficit anual se sitúa en torno a 1,7 billones y el gobierno federal destina más de un billón al año únicamente al pago de intereses. En este escenario, cada incremento del gasto militar implica una mayor emisión de deuda, lo que puede generar tensiones en el mercado de bonos y encarecer el acceso al crédito para el conjunto de la economía.

Por lo tanto, el efecto puede ser catastrófico en varios escenarios de la economía mundial, tanto a nivel de precios como de financiación. Vamos a ver, lo que puede pasar a la economía si el conflicto se mantiene estacionario en el tiempo.

Primer de todo, y lo más obvio: Un repunte en la inflación. La Unión Europea ha advertido que la inflación podría superar el 3% este año si el conflicto en Oriente Medio mantiene el precio del crudo —especialmente el Brent— cerca de los 100 dólares por barril y prolonga el encarecimiento de los combustibles.

En ese contexto, el crecimiento económico previsto para 2026 también se vería afectado. La expansión podría situarse hasta 0,4 puntos porcentuales por debajo del 1,4% estimado previamente. A esto se suma un escenario energético exigente, con precios del gas en Europa en torno a los 75 €/MWh durante el resto del año, lo que presionaría aún más la inflación, elevándola entre 0,7 y 1 punto porcentual por encima de las previsiones iniciales para 2026.

Oil and Gas Prices Are Below 2022 Peaks



A causa de este incremento en los precios podría obligar al Banco Central Europeo a endurecer su política monetaria mediante subidas de tipos de interés, algo que los mercados ya empiezan a descontar. Aunque no se anticipa una subida inmediata en la próxima reunión, el riesgo de un giro más restrictivo aumenta si persisten las tensiones energéticas. Pese a que algunos indicadores recientes apuntaban a una mejora moderada del panorama económico —con previsiones de crecimiento cercanas al 1,5% y 1,6% para este año y el próximo—, este escenario se ve ahora comprometido por la escalada del conflicto con Irán y su extensión regional.

Una de las predicciones más catastróficas a causa del conflicto la hizo Goldman Sachs que planteó que, si el flujo energético por Ormuz se interrumpe durante unos 60 días y el petróleo alcanza los 150 dólares, la inflación en la eurozona podría escalar hasta el 4,4% a finales de 2026, lo que obligaría al BCE a subir tipos en varias ocasiones.

Conclusión, que el riesgo no es solo inflacionario, sino de estancamiento económico.

Este escenario recuerda a la situación vivida en 2022, donde el comienzo del conflicto rusia Ucrania evoca en un fuerte repunte de la inflación en Europa. No obstante, en esta ocasión los bancos centrales deberían saber que el contexto presenta diferencias relevantes y de que dispone de una mayor preparación para reaccionar.

En la anterior ocasión, muchas autoridades monetarias reaccionaron con retraso al impacto inicial de la guerra en Ucrania, y el Banco Central Europeo fue especialmente criticado por haber actuado incluso más tarde que otros bancos centrales. Esa experiencia pesa ahora en la toma de decisiones: sirve como referencia para evitar errores pasados, aunque sin caer en respuestas precipitadas.

Creemos, que la principal similitud con 2022 es que la acción militar ha provocado un aumento significativo en los precios del petróleo y el gas. Pero, por otro lado, nuestras previsiones no incorporamos niveles extremos de costes energéticos como los que se registraron en 2022 y, en su lugar, apostamos por un repunte de la inflación mucho más contenido. Por ejemplo, los precios de la electricidad en Alemania se sitúan actualmente muy por debajo de los máximos alcanzados por la mayor economía europea en aquel momento, y una dinámica similar se observa en el gas.

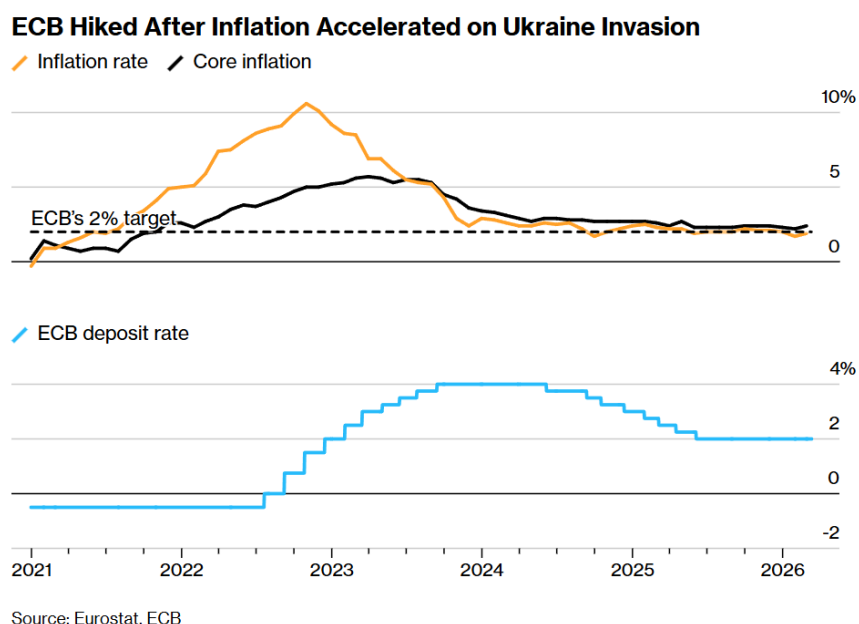
Además, existe una diferencia estructural relevante: en 2022 los precios del gas se mantuvieron elevados durante un periodo prolongado, algo menos probable ahora debido a una mayor diversificación del mix energético europeo. Esto, en teoría, debería moderar el impacto inflacionario en términos comparativos.

Además, el punto de partida de la inflación es hoy más bajo. A comienzos de 2022, antes de la Invasión rusa de Ucrania, la inflación ya alcanzaba el 5,1%, impulsada por múltiples factores: el encarecimiento energético, los efectos residuales de la pandemia, las disrupciones en las cadenas de suministro y los estímulos fiscales y monetarios aplicados previamente.

Si alejamos aún más el foco y dejamos de lado Europa en particular, el ambiente macroeconómico global también presenta diferencias significativas; el mercado laboral europeo continúa tensionado, pero sin mostrar los signos de sobrecalentamiento observados anteriormente.

En el plano fiscal, tras el fuerte impulso aplicado durante la pandemia para reactivar la economía, las políticas actuales son menos expansivas. Salvo excepciones como el incremento del gasto en infraestructuras y defensa en Alemania, los presupuestos públicos muestran una orientación más contenida.

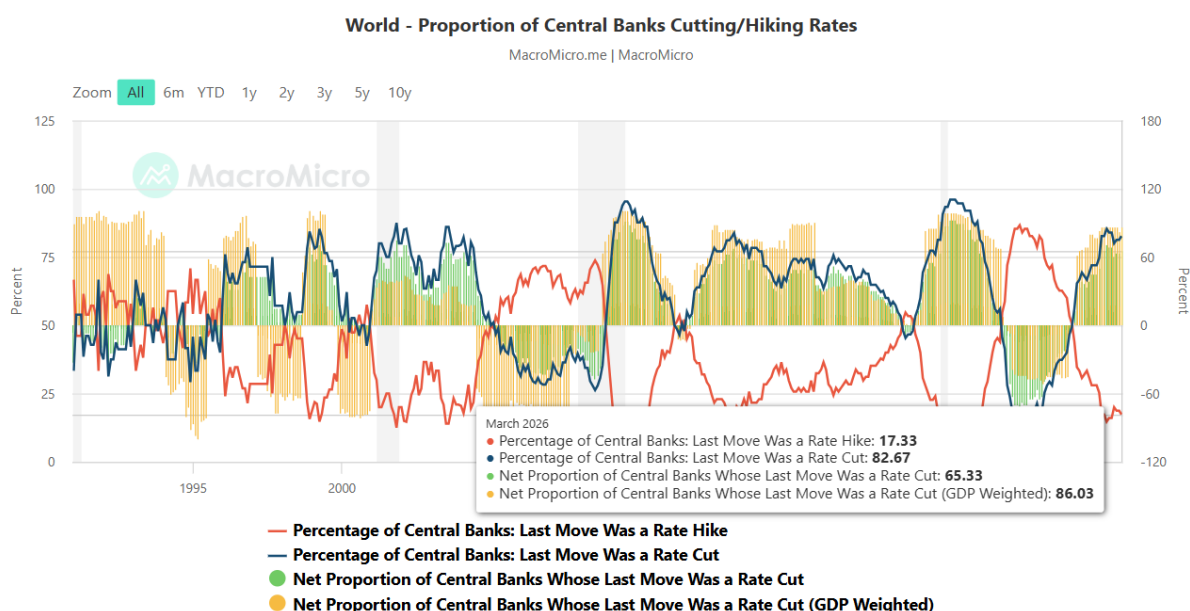
Desde la perspectiva monetaria, también hay diferencias relevantes. A principios de 2022, el BCE mantenía una tasa de depósito del -0,5%, reflejo de una política extremadamente expansiva. Actualmente, el tipo de referencia se sitúa en torno al 2%, un nivel más neutral que permite margen de maniobra: pequeños ajustes en este podrían influir directamente sobre la evolución de los precios.



Más allá del análisis macro, es lógico que la principal preocupación de los inversores sea cómo este entorno impacta directamente en sus carteras y en los activos más habituales. Para entenderlo, conviene partir del contexto previo al estallido del conflicto y de cómo este ha alterado de forma abrupta las expectativas del mercado.

Si 2026 tenía una narrativa dominante, era la de recuperación del crecimiento global. A finales del año anterior y en los primeros compases de este, se observaban señales de arranque, pese a que algunos sectores seguían mostrando desaceleración. Además, el ciclo de bajadas de tipos de interés a nivel global durante los dos últimos años recordaba, en intensidad y ritmo, a episodios históricos como la crisis de las puntocom de principios de los 2000, la crisis financiera de 2008 o la pandemia de COVID-19.

Este contexto generaba un entorno propicio para la expansión económica, aunque con cautela ante posibles repuntes inflacionarios.



Sin embargo, la escalada bélica ha alterado radicalmente este escenario, introduciendo un shock que afecta de forma transversal a los distintos activos:

Renta variable (bolsas)

El encarecimiento de las materias primas energéticas actúa como un impuesto sobre la producción. A diferencia de un ciclo expansivo clásico, este aumento de costes no viene acompañado de una mayor demanda, lo que presiona los márgenes empresariales y deteriora las expectativas de crecimiento. Como consecuencia, los mercados descuentan menores beneficios futuros, lo que explica las caídas recientes en los principales índices bursátiles. Este efecto es especialmente visible en mercados emergentes, que estaban en fase de reactivación y ahora enfrentan un entorno de mayor inflación y restricciones económicas.

Caso de China

Aunque cuenta con reservas energéticas y una matriz más diversificada, su modelo económico —altamente apoyado en el sector industrial y en el saldo comercial (exportaciones menos importaciones)— es sensible al coste del crudo.

El encarecimiento energético eleva los costes de producción, ralentiza la actividad manufacturera y pone en riesgo los objetivos de crecimiento, situados en torno al 4,5% para 2026.

Materias primas

En el mercado de commodities, el impacto es directo: los precios del petróleo y del gas han repuntado con fuerza debido a las interrupciones en el suministro y a los daños en infraestructuras energéticas. Este encarecimiento no solo afecta a la inflación global, sino que también incrementa la presión sobre los países importadores, especialmente en Europa, que deben reconstruir reservas energéticas tras el invierno para prepararse de cara a la siguiente temporada de alta demanda.

Oro y otros metales

La gran pregunta que muchos inversores se están haciendo ahora mismo es por qué el oro — y otras materias primas como la plata o el cobre— están cayendo en un contexto que, en teoría, debería favorecer a los activos refugio.

Es habitual asociar el oro con un comportamiento defensivo en momentos de crisis o tensión geopolítica. Sin embargo, aunque el entorno actual cumple con esas condiciones de incertidumbre, existen factores adicionales que están condicionando su comportamiento y explican por qué no está reaccionando como cabría esperar.

En primer lugar, hay que tener en cuenta el punto de partida. El oro venía de una fase claramente alcista, lo que llevó a muchos inversores a posicionarse previamente. En este tipo de contextos, es habitual que existan órdenes de venta preparadas para asegurar beneficios ante cualquier deterioro del entorno. Esto ha contribuido a la corrección reciente, con caídas que han devuelto el precio a niveles similares a los de comienzos de año.

Ahora bien, más allá de este ajuste técnico, hay dos variables clave que explican el movimiento:

1. Expectativas de inflación y reacción de los bancos centrales

Las tensiones geopolíticas actuales están impulsando expectativas de inflación a nivel global, pero no por un aumento de la demanda (como salarios o consumo), sino por un shock de oferta —especialmente energético—. Ante este tipo de inflación, la respuesta típica de los bancos centrales, como el Banco Central Europeo o la Reserva Federal, es adoptar una política monetaria más restrictiva: mantener o subir tipos de interés para contener los precios.

Este endurecimiento monetario reduce la liquidez en la economía, enfría la demanda y, además, aumenta el atractivo de los activos que generan rentabilidad (como bonos), en detrimento de activos como el oro, que no ofrece repartimiento de rendimiento (yield).

2. Fortaleza del dólar

El segundo factor clave es el fortalecimiento del dólar. El oro cotiza internacionalmente en dólares, por lo que cuando la divisa estadounidense se aprecia, el metal tiende a perder valor relativo. En entornos de expectantes tipos de interés al alza y búsqueda de refugio en activos líquidos, el dólar suele salir reforzado, lo que presiona a la baja el precio del oro.

En conjunto, esto explica la aparente contradicción: aunque hay incertidumbre, el efecto combinado de tipos más altos y un dólar fuerte pesa más en el corto plazo que su papel tradicional como activo refugio.

Por último, conviene matizar cómo ha evolucionado el rol del oro en las carteras. Más que un refugio táctico frente a crisis puntuales, cada vez se entiende más como un activo de protección estructural frente a la pérdida de valor de las monedas fiat.

En un entorno donde muchas economías dependen de políticas monetarias expansivas y elevados niveles de deuda para generar crecimiento del PIB, este argumento de largo plazo sigue vigente.

Por ello, pese a la volatilidad actual y las correcciones de corto plazo, el oro continúa siendo considerado por nosotros como un componente estratégico en el largo plazo dentro de una cartera diversificada en busca de retornos.

INICIO > USD / EUR · MONEDA

De Dólar estadounidense a Euro

0,8634 ↑2,11% +0,0178 5 años

24 mar, 16:13:20 UTC · Renuncia de responsabilidad

1 día 5 D 1 mes 6 M YTD 1 año 5 años MÁX.



Bonos y Crédito Privado

Si nos centramos en los bonos podremos ver como el efecto de la guerra, ha hecho mella en el valor presente de estos con bajadas de precio a causa de las expectantes subidas en los tipos de interés.

Por otro lado, el crédito privado lleva tiempo con rentabilidades negativas a causa de que los exits se están retrasando debido a la dificultad de vender participadas a valoraciones elevadas, lo que a su vez pospone la devolución de capital a los inversores.

Este entorno ha derivado en una caída sostenida de la rentabilidad, con varios años consecutivos de distribuciones reducidas, en gran parte porque las ventas se están cerrando a múltiplos más bajos y con menor valor total, pese a que el número de operaciones pueda mantenerse o incluso crecer.

A ello se suma el impacto de unos tipos de interés más altos, que encarecen la financiación de las compañías apalancadas y presionan sus márgenes, reduciendo el atractivo de las operaciones, ajustando las expectativas de retorno a la baja y los defaults al alta.

En conjunto, la industria se encuentra en una fase de reajuste o “darwiniana”, marcada por mayores dificultades para levantar nuevos fondos, presión sobre las valoraciones y una selección más estricta entre gestores.

Finalmente, emerge una nueva fuente de incertidumbre ligada al impacto de la inteligencia artificial, que podría alterar los modelos de negocio tradicionales de muchas compañías en cartera, especialmente en sectores como el software, incrementando los riesgos a futuro.

En conjunto, el conflicto introduce un shock de oferta clásico: menor disponibilidad de energía, mayores costes y menor crecimiento. Este tipo de perturbación tiende a trasladarse rápidamente a todos los activos financieros, reduciendo las expectativas de rentabilidad y aumentando la volatilidad en los mercados para este año, con correlación directa entre merma y duración del conflicto.

La cuestión clave, por tanto, es doble: cómo puede evolucionar el conflicto y en qué momento podría cerrarse, junto con las implicaciones que dejaría a su paso. A día de hoy, trazar una hoja de ruta precisa resulta inviable; la incertidumbre es demasiado elevada como para anticipar un desenlace claro, tanto en tiempo como en forma.

Precisamente por esa falta de visibilidad, tiene más sentido trabajar con escenarios probables que con predicciones cerradas. En ese marco, el escenario más probable no viene determinado únicamente por la lógica militar, sino por el desgaste económico que el conflicto está generando en ambas partes. Es este coste creciente e insostenible en el tiempo el que acabará condicionando las decisiones y empujando hacia una salida que limite daños, aunque no resuelva las causas de fondo.

Cuando la probabilidad de una escalada se vuelve demasiado elevada y el coste económico empieza a ser difícil de sostener, suele emerger una fase de negociación.

No implica necesariamente paz, sino más bien mecanismos de contención: altos el fuego, acuerdos informales o pausas tácticas que evitan un deterioro mayor. En este tipo de conflictos, el desenlace rara vez es nítido; cada parte construye su propia narrativa de éxito. Washington podría argumentar que ha debilitado significativamente las capacidades de su adversario; Israel, que ha reducido una amenaza estratégica; e Irán, que ha resistido y salido reforzado.

Todos, en definitiva, encontrarían una forma de presentar el resultado como una victoria interna.

Si esa contención llega con rapidez, el impacto macroeconómico tendería a moderarse. El petróleo corregiría parte de las subidas, los mercados financieros recuperarían estabilidad y los bancos centrales podrían retomar una senda de normalización monetaria. De hecho, el comportamiento reciente de los mercados apunta en esa dirección: caídas en renta variable, pero sin señales de estrés sistémico en los bonos soberanos, lo que sugiere que muchos inversores anticipan un conflicto limitado en el tiempo.

El problema surge si ese escenario no se materializa. Una prolongación del conflicto, nuevas disrupciones en la oferta energética o la escalada en otros frentes de la región obligarían a un ajuste mucho más brusco de expectativas de retornos.

Incluso con una resolución relativamente rápida, la crisis ya ha puesto de manifiesto un punto crítico: la fragilidad del sistema energético global, altamente dependiente de cuellos de botella geográficos como el estrecho de Ormuz.

Desde el punto de vista económico, la región más vulnerable es Asia. Su exposición es estructural: gran parte de sus principales economías dependen del suministro energético procedente de Oriente Próximo. Japón importa la mayor parte de su petróleo de esa región; Corea del Sur mantiene una dependencia similar del Golfo; Pakistán cubre la mayor parte de sus necesidades energéticas a través de importaciones; Bangladesh depende casi completamente del exterior; y China, como principal importador mundial de crudo, canaliza una proporción muy relevante de su abastecimiento a través de Ormuz. Esto implica que cualquier interrupción sostenida tendría efectos directos sobre la actividad económica asiática, con especial impacto en China y, por extensión, en el conjunto de la región.

Frente a este riesgo, varios países han acumulado reservas estratégicas significativas. China dispone de un volumen considerable de almacenamiento entre reservas estatales y comerciales, suficiente para cubrir varios meses de consumo. Japón y Corea del Sur cuentan también con amplios colchones, mientras que India ha desarrollado reservas más limitadas pero crecientes. Estas reservas actúan como amortiguador en el corto plazo, pero no resuelven el problema si la disrupción se prolonga: su función es ganar tiempo, no sustituir el suministro estructural. Por eso, algunos gobiernos ya han activado medidas de contingencia, desde controles de precios hasta políticas de ahorro energético.

En paralelo, el frente monetario vuelve a tensionarse. Un encarecimiento sostenido de la energía tiene un efecto directo sobre la inflación, lo que complica el escenario para los bancos centrales. Hace apenas unas semanas, el consenso apuntaba hacia recortes de tipos; ahora, ese escenario empieza a cuestionarse. Si el shock energético se traslada a precios, instituciones como el Banco Central Europeo podrían verse obligadas a endurecer nuevamente su política, algo especialmente delicado en un contexto de elevado endeudamiento global.

En Estados Unidos, la situación presenta una contradicción evidente. Por un lado, existe presión política para relajar las condiciones financieras; por otro, un repunte inflacionario limitaría el margen de actuación de la Reserva Federal. Incluso cambios en el liderazgo del banco central podrían quedar condicionados por este entorno: Kevin Warsh, un candidato percibido como más acomodaticio tendría dificultades para aplicar recortes si la inflación vuelve a repuntar. En ese sentido, la política exterior y la monetaria podrían entrar en conflicto directo.

En definitiva, no se trata de un episodio localizado. Es un shock con capacidad de propagación global: afecta al precio de la energía, condiciona las decisiones de política monetaria, tensiona las cadenas de suministro y tiene implicaciones políticas de primer orden. Lo que está en juego no es solo la evolución del conflicto, sino su impacto sobre la inflación global, los mercados financieros y el equilibrio político en economías clave.