

Flash Note: Un acuerdo de paz que valdría billones. El detonante que los mercados llevan tres años esperando

Más allá de su trascendencia humanitaria, la posibilidad de un acuerdo de paz en Ucrania adquiere una relevancia crítica para el mundo inversor. El desenlace de este conflicto definiría, no solo un equilibrio de seguridad y económico en Europa, sino que también actuaría (creo) como un potente catalizador para los mercados financieros. ¿Por qué? Una solución de la guerra liberaría presiones sobre los precios de la energía, eliminaría mucha de la incertidumbre latente y estabilizaría expectativas, reduciendo así las primas de riesgo. Factores que, de darse en conjunto, estoy seguro de que impulsarían al alza la valoración de activos en renta variable a nivel global, y de forma importante.

Como inversores, pues, no podemos permanecer indiferentes al alcance de un eventual acuerdo de paz. Nos concierne de forma directa y profunda. De ahí el propósito de esta nota: reflexionar, junto a ustedes, sobre el momento actual y las probabilidades de que estos catalizadores de mercado lleguen a materializarse. Empecemos.

Las negociaciones de paz en Ucrania han entrado en una fase delicada. Existe en este momento una sensación de que un acuerdo de paz —que probablemente sea un desencadenante de muchas dinámicas favorables para la economía y los mercados—, está ahora más cerca que en cualquier momento desde el 24 de febrero de 2022, cuando Rusia lanzó una invasión a gran escala sobre todo el territorio ucraniano. Es justo reconocer el rol del presidente Trump, por el esfuerzo de posicionarse como mediador directo entre Moscú y el resto de Europa. En todo conflicto, el papel del mediador es tan esencial como difícil de desempeñar. Todas las partes deben reconocer la legitimidad y neutralidad del interlocutor, algo tan excepcional como complejo. Tal y como dijera ayer Mark Rutte, ex-primer ministro de Países Bajos y actual secretario de la OTAN, *"usted ha logrado romper el punto muerto en el que el conflicto se había estancado". Y añadió: "lo que usted ha dicho sobre que está dispuesto a participar en las garantías de seguridad, es un avance que lo cambia todo. Así que gracias por eso también."*

En positivo, cabe mencionar que la reunión en la Casa Blanca con Volodímir Zelenski y líderes europeos supuso un cambio de tono respecto a encuentros anteriores, y aunque por el momento no despejó la enorme distancia que separa las posiciones, es un elemento positivo.

Puntos clave para entender la situación actual, y la posibilidad de avances que desplieguen catalizadores favorables al mercado.

1. Contexto y elementos determinantes que favorecen un acuerdo:

- **Desgaste humano y militar muy elevado:** Más de un millón de bajas entre militares y civiles, con vastas áreas del país devastadas, hacen que el acuerdo sea más necesario que nunca.

- **Desgaste económico muy elevado:**
 - El futuro económico de Ucrania y sus ciudadanos está totalmente comprometido.

 - También, aunque en menor medida, el futuro económico de Rusia está plenamente comprometido por la vía de las sanciones a terceros países o empresas que compren productos rusos.

 - Incertidumbre estructural sobre la economía de la UE: Ya sea por la vía de la energía y el perjuicio resultante en competitividad industrial (muy dañada desde que se inició la guerra), o por la dependencia externa estructural (la UE queda atrapada en la dependencia militar y energética de EE.UU. y sin autonomía estratégica real), o por la enorme presión fiscal derivada de la ayuda interminable a Ucrania, o por el resigo real de fragmentación geopolítica dentro de la UE respecto a Rusia. Elementos todos de incertidumbre que limitan el pleno desarrollo económico en la UE.

- **Posible sustituto a la OTAN:** Trump prometió a Zelenski garantías de seguridad para Ucrania. El alcance de estas garantías aún no se conoce, si bien podría formalizarse en un plazo de 7-10 día. Preguntado al respecto, el presidente Trump respondió a los periodistas: "en materia de seguridad, habrá mucha ayuda". "Los países europeos participarán. Son una primera línea de defensa porque están ahí, pero les ayudaremos". Se insinúa un paquete de ayuda militar y venta de armamento por unos 90.000 millones de dólares. Entiendo de las declaraciones, que Ucrania participaría directamente de esas compras de equipamiento militar norte americano, y también los países europeos (que después cederían a Ucrania).

2. Elementos que dificultan un acuerdo.

- **Europa exige un alto al fuego inmediato como precondition.** ¿Mi temor? La exigencia europea de un alto al fuego inmediato como condición previa introduce un serio dilema negociador: priva a una de las partes —Rusia— de la única palanca que percibe como ventaja en la mesa (dudo que Moscú acepte entregar su única baza de presión). Visto así, la postura europea bloquea, de entrada, el camino hacia un acuerdo definitivo ya que, sin esa precondition, la UE dice que no mantendrá su apoyo al proceso. Esto me preocupa en el sentido que podría arrastrar a Ucrania hacia esa postura de inmovilismo y cerrar cualquier espacio de negociación sustantiva (como el que se acaba de abrir).
- **Diferencia de posturas:**
 - Postura rusa: El punto de fricción más difícil de superar es la exigencia de Moscú sobre la cesión de los territorios ucranianos ocupados por las tropas rusas —algo que Zelenski, por el momento, rechaza—. Otro punto de fricción no menos importante es la negativa de Moscú al despliegue de tropas de la OTAN en Ucrania. Los noticieros sugieren que la propuesta de Trump de ofrecer garantías de seguridad a Ucrania sería aceptada por Moscú. Necesito escucharlo desde Moscú para dar eso por sentado. Creo que fue el bueno de Henry Kissinger quien dijo: “Para Rusia, la seguridad nunca es suficiente; cada concesión que obtiene se convierte inmediatamente en la base de nuevas demandas.”
 - Postura de Zelenski: Rechaza de momento la propuesta rusa de entregar parte del Donetsk ocupado. Tengo entendido que cualquier cesión territorial en Ucrania exigiría referéndum. Por el lado positivo, Zelenski considera el compromiso de garantías por parte de los EE.UU. como un avance significativo. Quizás vea ese compromiso de seguridad como un proxy a su membresía en la OTAN, y por qué no, una carta a cambio de ceder en la cuestión territorial.
 - Postura de Trump: Busca acelerar un acuerdo, incluso a riesgo de aceptar algunos de los términos de Moscú (que ve como parte con la que hay que negociar). En este sentido, señaló que Ucrania debería renunciar a Crimea. Trump también aporta la idea de garantías de seguridad “tipo Artículo 5” para Ucrania como alternativa a la membresía plena en la OTAN. Considera así que hay que cerrar el viejo capítulo de la expansión de la OTAN hacia el Este de Europa, y con ello, cerrar definitivamente esta fuente permanente de tensiones con Rusia.
 - Postura de Europa: Europa teme que Trump imponga un acuerdo favorable a Rusia tras haber recibido a Putin con honores en Alaska. Pone una serie de precondiciones que, si bien legítimas, pueden dificultar las negociaciones.

3. **Siguientes pasos: Reunión Putin - Zelenski.** Este es un formato que Putin siempre ha rechazado, pero al parecer Trump ya ha iniciado las gestiones para un encuentro directo entre Putin y Zelenski en Hungría, posiblemente en dos semanas. Sería en formato trilateral (Trump-Putin-Zelenski). La última negociación directa ruso-ucraniana había sido en Turquía, pero fracasó. De materializarse este paso, sería un enorme avance que nos acercaría a una solución estable.

Cordiales saludos

Alex Fuste
Chief Global Economist
ANDBANK