

Flash Note: De “excursión” a “sacrificio”.**¿Una guerra que los mercados aún no descuentan?**

Irán informó ayer lunes que, efectivamente, había recibido la propuesta de paz con las 15 condiciones de Estados Unidos a través de intermediarios. Estos intermediarios son los ministros de Asuntos Exteriores de Pakistán, Egipto, Arabia Saudí y Turquía, quienes, tras mantener reuniones durante todo el domingo, se encargaron de hacer llegar la propuesta estadounidense a su homólogo en Irán. La respuesta de Irán ha sido de rechazo, y la ha transmitido el portavoz del Ministerio de Asuntos Exteriores iraní, quien ha calificado dicha propuesta de “irrealista, ilógica y excesiva”. Aclaró, además, la posición de Irán: “Estamos bajo agresión militar. Por tanto, todos nuestros esfuerzos y nuestra capacidad están centrados en defendernos.” La reacción del presidente Donald Trump fue inmediata, publicando en redes que “Estados Unidos estaba en conversaciones con un ‘régimen más razonable’, que ‘se han logrado grandes avances’”, pero también lanzó una nueva y dura advertencia: “si por cualquier motivo no se alcanza pronto un acuerdo, y si el estrecho de Ormuz no se abre inmediatamente, haremos desaparecer todas las centrales eléctricas del país, así como los pozos petrolíferos y la isla de Kharg”.

El inversor, en una extraña mezcla entre optimismo y temor tras este ambiguo mensaje, solo podía esperar la reacción de Irán a este nuevo ultimátum de escalada. Por la tarde llegó la respuesta de Teherán: confrontación.

Así estamos: mal en el frente político y, consecuentemente, mal en el frente financiero, dominado por el siempre peligroso tensionamiento en el precio de la energía. Un tensionamiento que no es uno cualquiera: el barril Brent se ha disparado en marzo un 60%, lo que supone el mes más alcista de la historia para el crudo de referencia europeo. Hoy el Brent cotiza en torno a 113 dólares por barril.

Previsión a corto plazo: empeoramiento de nuestra visión. Las razones son las siguientes:

1. Caretas fuera. Ayer el presidente Trump publicó un mensaje en el que incluía un enlace a un artículo de opinión de Alan Dershowitz, profesor emérito de la Harvard Law School (y conocedor del presidente Trump). En dicho artículo, el autor introduce ya el concepto de “sacrificio” necesario en referencia a la guerra con Irán “para evitar un mal mucho mayor”. El cambio semántico es relevante: ya no se habla de una “excursión”, sino de un “sacrificio”, lo que sugiere una extensión temporal potencialmente significativa. Nos engañaron con lo de 4–6 semanas. Una campaña de cuatro semanas con el crudo en 110 dólares es una cosa, y una campaña de meses con el crudo en 150 dólares es otra muy distinta.

2. Llegan las primeras revisiones de beneficios. Algunos bancos comienzan ya a revisar sus estimaciones de crecimiento en beneficios. Es lógico. Nosotros también debemos incorporar una nueva realidad que nada tiene que ver con el contexto en el que establecimos nuestras previsiones para 2026. El mundo ha cambiado, y de forma significativa. Esta revisión podría implicar un recorte del 5% en el crecimiento esperado, afectando también a los múltiplos, y por lo tanto, a los precios objetivos.

3. El conflicto se complejiza y se regionaliza. No es solo la negativa de Irán al plan de paz, sino también la entrada de Yemen en el conflicto y su anuncio de bloqueo del estrecho del mar Rojo. Esto compromete el esfuerzo de Arabia Saudí por desviar aproximadamente 7 millones de barriles diarios por esa vía. El bloqueo simultáneo de ambos estrechos evidencia el grado de presión que Irán puede ejercer sobre el sistema energético global. Irónico: décadas de avances tecnológicos para acabar dependiendo, en gran medida, de un único nodo geográfico. De un único país (técnicamente hablando).

4. Agotada la vía del acuerdo a corto plazo. Donald Trump ha promovido un plan de paz de 15 puntos y ha activado intermediarios como Omán, Egipto, Pakistán y Turquía. Sin embargo, Irán rechaza el plan y mantiene un discurso confrontativo, apoyándose en dos palancas clave: el control de Ormuz y la capacidad de atacar buques comerciales e infraestructuras energéticas regionales (poniendo así más presión al mercado). Dada la enorme distancia entre las posiciones y la falta de confianza, cualquier acuerdo requeriría negociaciones prolongadas. De ahí que la vía del acuerdo esté, en la práctica, agotada en el corto plazo.

Me equivoqué

Me equivoqué al afirmar que los intereses estaban alineados y que, cuando eso ocurre, la tensión deja de empeorar. Es cierto que hay alineación de intereses: ambas partes comparten un objetivo declarado en sus condiciones—el fin de las hostilidades—, pero no existe aún una alineación plena; el punto en el que ambos perciban el coste como inasumible. Hasta que esa convergencia no se produzca (y no sé cuándo ocurrirá), las partes seguirán empleando todas sus palancas para inclinar la balanza a su favor:

unos intensificando la presión militar y llevando la economía iraní al límite; otros tratando de elevar el coste económico hasta hacerlo inasumible para Occidente.

Ya anticipé en algún podcast que la fragmentación interna del régimen podría dificultar las negociaciones. Hoy es una evidencia. Estados Unidos interlocuta con la facción tecnócrata del régimen, pero esta carece de capacidad suficiente.

Es en cambio la facción militarista (Guardia Revolucionaria), la que asume a día de hoy un papel totalmente destacado en el país y la que mantiene a Mojtaba Jamenei (figura religiosa) aún como centro de gravedad del sistema. Sin cambios apreciables pues en sus planteamientos político–religiosos. Pero las grietas entre ambas facciones son cada vez más visibles. Han trascendido tensiones en la estructura de mando.

El presidente de Irán, Masoud Pezeshkian, habría presentado su dimisión en plena crisis económica, pero la cúpula de la Guardia Revolucionaria le habría impedido formalizarla, para evitar una señal de fractura interna. Por otro, el régimen detuvo a 466 personas en un solo día (el 24 de marzo) por supuestas actividades contra la seguridad nacional y, según Reuters y AFP, ejecutó a dos individuos vinculados a la organización opositora prohibida People's Mojahedin en la prisión de Ghezel. Se trata de un patrón clásico de un régimen cuyos líderes quieren mantener a raya la inestabilidad interna.

Agotada la vía del acuerdo, la salida para Estados Unidos parece restringida a seguir escalando

¿Cuáles son las opciones reales ante un régimen que, a través de su facción dominante, sigue siendo operativo y reacio a aceptar las condiciones planteadas? Las opciones para Estados Unidos se reducen a tres. Primera, aceptar las condiciones de Irán, algo que el secretario de Estado, Marco Rubio, calificó como “dead on arrival”, y que además resulta inviable (las navieras ya han manifestado que no quieren pagar un peaje inasumible a Irán). Segunda, retirarse de la región en este punto, opción poco probable con cerca de 50.000 efectivos desplegados ya en la región. Tercera, intensificar la presión bélica y llevar la economía iraní al límite. Todo apunta a que esta última será la vía predominante.

Escenario de “seguir adelante”: primeras evaluaciones sobre la capacidad de Irán para sostener el shock energético.

En las últimas semanas ha surgido cierta especulación sobre un posible agotamiento de sus reservas de drones, lo que, en teoría, restaría credibilidad a sus amenazas sobre el transporte marítimo. Sin embargo, esta lectura podría volver a subestimar la capacidad industrial del país.

Como referencia importante (y bastante desconocida), el sector automovilístico iraní produjo más de un millón de vehículos el pasado año —más que el Reino Unido, más que Italia y casi tantos como Francia—. Este dato no es menor: refleja una base industrial capaz de sostener producciones a escala. Si a ello se añade el esfuerzo sostenido del régimen en desarrollar capacidades propias en drones militares durante los últimos años, no resulta descabellado pensar que Irán mantenga todavía inventarios relevantes. Si pudo fabricar 1 millón de coches en un año, ¿quién me garantiza que no pueda tener 1 millón de drones? Esto es relevante en un entorno de guerra asimétrica, donde la superioridad convencional ya no garantiza la neutralización de amenazas esquivas. En esta asimetría, la mera disponibilidad de estos sistemas puede ser suficiente para seguir disuadiendo el tráfico marítimo. Por tanto, el bloqueo energético puede prolongarse, manteniendo una presión sostenida sobre los precios de los activos más tiempo del que el mercado actualmente descuenta.

¿En su huida hacia adelante, cuáles son las opciones más probables de Trump?

1. “Quedémonos con el petróleo”. El domingo, Donald Trump declaró al Financial Times que “su opción favorita es quedarse con el petróleo de Irán”, como vía de financiación del esfuerzo bélico. Esto es considerablemente más fácil de plantear que de ejecutar. Controlar ese petróleo implicaría tomar la principal provincia productora del país, situada en la frontera con Irak (el verdadero corazón energético de Irán). Esto requeriría, previsiblemente, una operación terrestre a gran escala, con más de 100.000 efectivos y un amplio despliegue logístico. A día de hoy, creo, no parece un escenario plausible.

2. “Controlemos el flujo de petróleo iraní y limitemos sus ingresos”. Una alternativa más acotada sería el control de la terminal de exportación de la isla de Kharg. Esta opción requeriría una operación más limitada (menos soldados) y por lo tanto ejecutable por fuerzas ya desplegadas en la región. Sin embargo, su viabilidad operativa es muy cuestionable. Es previsible que Irán interrumpiera los flujos hacia Kharg para evitar su incautación (reduciendo el objetivo de la operación), además, las tropas estadounidenses quedarían expuestas en un

terreno muy reducido, a escasos kilómetros de la costa iraní y bajo amenaza constante de ataque. La disyuntiva sería clara: asumir un coste humano elevado o retirarse con un impacto reputacional significativo y difícil de borrar en el tiempo. Tampoco parece una solución convincente.

3. Interceptar el crudo iraní en alta mar. Esta se perfila como la opción más sencilla y menos arriesgada y, por tanto, la más probable para limitar los ingresos en divisas de Irán. Según me explican, consistiría en interceptar petroleros una vez abandonen el mar Árabe, independientemente de la terminal de carga (es decir, afectaría a todas las terminales iraníes). No obstante, presenta una limitación clave: el factor tiempo. No garantiza un colapso rápido del régimen ni una resolución inmediata del conflicto. La experiencia de 2018, tras la reimposición de sanciones por parte de Estados Unidos, es ilustrativa: las exportaciones iraníes cayeron de forma significativa (a 500k bpd), pero el régimen resistió, apoyándose en una represión brutal.

3. Abrir Ormuz por la fuerza. Con la fuerte presencia de los Estados Unidos en la región, aumentan las voces que abogan por “abrir” el estrecho de Ormuz mediante acción militar directa. Sin embargo, esta opción presenta importantes limitaciones. En el contexto de guerra asimétrica, la superioridad convencional no garantiza la neutralización de ataques esquivos con drones. Operaciones de escolta a convoyes comerciales incrementarían la exposición de los propios buques militares sin asegurar la normalización del tráfico. Mientras persista la amenaza de drones, el riesgo seguirá siendo inasumible para las navieras, que difícilmente expondrán activos y tripulaciones.

Conclusión: Llevar al límite al país como escenario central. Pero ello requerirá tiempo. Más del que se nos dijo.

Con las caretas fuera y con Washington hablando abiertamente de “sacrificios”, no ya “excursiones”; con las primeras revisiones a la baja en EPS derivadas del nuevo entorno energético; con un conflicto que se complejiza al regionalizarse (incluyendo el riesgo de disrupción adicional en el mar Rojo); y con la vía de la negociación agotada en el corto plazo, Estados Unidos parece abocado a una estrategia de huida hacia adelante.

Sus opciones son limitadas: (i) incautar el crudo iraní, escenario de baja viabilidad; (ii) controlar el flujo de divisas mediante la toma de la isla de Kharg, opción igualmente improbable por la elevada exposición; (iii) forzar la apertura de Ormuz mediante escoltas a convoyes, alternativa de alto riesgo operativo en un entorno de guerra asimétrica; y (iv) la más probable, interceptar el crudo iraní en alta mar, restringir sus ingresos, combinado con ataques sostenidos a infraestructuras críticas (eléctricas) con el objetivo de llevar al límite la economía del país.

La pregunta que todos se hacen es: ¿Cuánto tiempo puede sostenerse el régimen sin ingresos y toda su capacidad industrial diezmada? No lo sé. Intuyo que en un horizonte más largo (¿12 meses?) el bloqueo total sostenido sí provocaría un daño real y el régimen podría enfrentarse a una desaparición total y permanente. Pero la pregunta, de forma aislada, es una pregunta equivocada. A esa pregunta hay que añadir otra: ¿La economía occidental, con su apalancada estructura, cuanto tiempo puede sostenerse en un entorno de shock energético? Tampoco lo sé. Pero sí sé que esa es la vía que explorará Irán y que, atendiendo a sus capacidades industriales en 2025, sospecho que dispone de una palanca que podría sostener el tiempo suficiente, prolongando el shock energético. Una palanca que Estados Unidos, a día de hoy, no parece tener capacidad de neutralizar en el corto plazo. Esto es peor que Ucrania. ¿Nos equivocamos todos?

Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK