

Finanzas en pie de guerra: estrategias geopolíticas de los fondos de inversión ante el conflicto en Ucrania

Finance on a war footing: investment funds' geopolitical strategies and the war in Ukraine

Juan Carlos Fernández Cela

Profesor de Geografía Política, Universidad Complutense de Madrid. juanca01@ucm.es.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6131-6103>

Cómo citar este artículo: Fernández Cela, Juan Carlos. 2026. «Finanzas en pie de guerra: estrategias geopolíticas de los fondos de inversión ante el conflicto en Ucrania». *Revista CIDOB d'Afers Internacionals* 142: 177-199. <https://doi.org/10.24241/rcai.2026.142.1.177>

Resumen: Este artículo explora cómo los fondos de inversión institucionales respondieron al conflicto geopolítico generado por la invasión rusa de Ucrania en 2022, partiendo de la hipótesis de que el horizonte temporal de inversión condiciona la percepción y gestión del riesgo país. Mediante un marco conceptual basado en el modelo de Caldara e Iacoviello (2022) y datos empíricos de más de 300 fondos estadounidenses reportados ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), se identifican patrones de desinversión total, parcial, simbólica y reinversión oportunista. La evidencia demuestra que las respuestas no fueron homogéneas, sino estructuralmente diferenciadas según el plazo de inversión y el contexto regulatorio. El estudio concluye que el horizonte temporal es un determinante clave para entender la lógica financiera en situaciones de riesgo extremo, con implicaciones relevantes para la gobernanza económica internacional y el diseño de políticas de sanciones.

Palabras clave: riesgo geopolítico, fondos de inversión, geografía financiera, guerra de Ucrania, sanciones financieras, gobernanza internacional, flujos de capital

Abstract: This paper investigates how institutional investors responded to the geopolitical shock caused by Russia's invasion of Ukraine in 2022. It puts forward the hypothesis that the investment time horizon shapes the perception and management of sovereign risk. Drawing on a conceptual framework informed by Caldara and Iacoviello's model (2022), and empirical evidence from over 300 US-based funds filed with the Securities and Exchange Commission (SEC), the study identifies four distinct behavioural patterns: full divestment, partial withdrawal, symbolic adjustment and opportunistic reinvestment. The findings reveal that responses were not uniform but rather systematically differentiated according to the duration of investment strategies and the regulatory environment in which funds operate. The paper concludes that the temporal dimension of investment is a critical explanatory variable for understanding financial logic under conditions of geopolitical stress, with important implications for international economic governance and the strategic design of sanctions regimes.

Key words: geopolitical risk, institutional investors, financial geography, Ukraine war, economic sanctions, global governance, capital flows

En los últimos años, la diversificación de conflictos internacionales ha puesto de relieve el impacto profundo que los eventos geopolíticos ejercen sobre los mercados financieros globales. La naturaleza abrupta, asimétrica y regulatoriamente disruptiva de estos acontecimientos desafía los supuestos clásicos de eficiencia y racionalidad en la toma de decisiones de inversión. Frente a este entorno volátil, comprender cómo los distintos actores financieros responden al riesgo geopolítico se vuelve una cuestión central para la gobernanza política internacional.

Sin embargo, una dimensión crítica ha recibido escasa atención: el horizonte temporal como variable explicativa clave. Los inversores institucionales –grandes actores profesionales que gestionan ahorro ajeno, como fondos de inversión, fondos de pensiones o aseguradoras– no solo difieren en su tolerancia al riesgo o en su exposición sectorial, sino también en el horizonte temporal en el que esperan obtener retornos y absorber *shocks*, esto es,

El horizonte temporal condiciona de forma decisiva la percepción del riesgo geopolítico: ante un mismo conflicto, los fondos no reaccionan igual, sino según el plazo en que esperan recuperar valor, absorber pérdidas y reajustar sus carteras en un entorno de sanciones, volatilidad e incertidumbre regulatoria.

perturbaciones provocadas por conflictos internacionales. Este trabajo parte de una hipótesis central: la percepción y gestión del riesgo geopolítico están fuertemente condicionadas por el horizonte temporal del inversor, lo que genera respuestas heterogéneas ante un mismo evento externo.

Para analizar esta dinámica, este artículo propone un marco conceptual que integra la noción de horizonte temporal con los mecanismos de transmisión del riesgo financiero en conflictos internacionales. Tomando como referencia el modelo de riesgo geopolítico de Caldara y Iacoviello (2022), este se aplica empíricamente al caso de la invasión rusa de Ucrania en 2022, utilizando una base de datos inédita sobre más de 300 fondos de inversión estadounidenses reportados ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC, Formulario 13F). El estudio clasifica y cuantifica las respuestas de estos fondos y las relaciona con su perfil temporal y contexto regulatorio.

La contribución de este artículo es doble. En el plano teórico, introduce el horizonte temporal como una variable de creciente interés de la respuesta financiera ante conflictos internacionales. En el plano empírico, aporta evidencia sistemática y desagregada sobre el comportamiento real de los inversores institucionales ante un shock geopolítico de alta magnitud. Así, el trabajo busca enriquecer tanto la literatura de gobernanza política internacional como el debate sobre políticas de sanciones y comportamiento de los inversores en escenarios de riesgo extremo.

Horizontes temporales en la geopolítica financiera

En términos financieros, podemos definir tres horizontes temporales básicos: el corto plazo, típicamente días a semanas o unos pocos meses; el mediano plazo, desde varios meses a un par de años; y el largo plazo, que abarca años o décadas. Cada horizonte conlleva una forma diferente de evaluar la información y el riesgo. La forma en que se percibe el riesgo geopolítico está profundamente influenciada por el horizonte temporal de referencia.

Impacto a corto plazo: volatilidad y búsqueda de refugio

Durante los episodios de riesgo a corto plazo predomina la inmediatez. Los agentes se enfocan en las noticias del día y las reacciones suelen ser rápidas e intensas. La atención se centra en la volatilidad y en evitar pérdidas inmediatas, a veces a costa de ignorar el panorama general. El riesgo se percibe de forma aguda e inmediata. Ante una crisis geopolítica súbita, por ejemplo, un estallido de conflicto o un atentado, los inversores suelen experimentar un aumento de la aversión al riesgo y una urgencia por proteger el capital. La psicología financiera describe la aversión miope a la pérdida, según la cual los agentes con un horizonte muy corto sobrevaloran las posibles pérdidas inmediatas y reaccionan de forma conservadora o abrupta ante la volatilidad (Benartzi y Thaler 1995). Por ello, no es inusual ver ventas de pánico (*sell-offs*) en bolsas y huida hacia activos refugio apenas surge una noticia geopolítica alarmante. De hecho, es difícil descontar o valorar adecuadamente estos riesgos excepcionales de forma inmediata debido a su naturaleza única, su ocurrencia rara y su duración incierta, lo que puede provocar fuertes reacciones de mercado cuando dichos *shocks* se materializan.

La reacción del mercado a un evento geopolítico suele ser abrupta. Ante una noticia inesperada como es el estallido de un conflicto bélico, un ataque terrorista de gran escala o la imposición súbita de sanciones económicas, los inversionistas globales tienden a moverse rápidamente hacia la seguridad. Esto se manifiesta en varios rasgos generales de comportamiento.

Caídas bursátiles y ventas masivas. Es común ver descensos pronunciados en los índices accionarios y en los precios de bonos de mayor riesgo durante los días iniciales de una crisis geopolítica, reflejando el miedo y la aversión al riesgo. Grandes eventos geopolíticos han conllevado caídas mensuales promedio cercanas al 1% en los mercados accionarios globales, y de hasta el 2,5% en economías emergentes (FMI 2025). Los conflictos militares internacionales suelen ser los más perjudiciales en esta fase, con descensos promedios del orden del 5% mensual en bolsas emergentes, aproximadamente el doble de la caída observada en otro tipo de eventos. Estos movimientos iniciales

bruscos encapsulan el pánico y la incertidumbre reinante. Un ejemplo histórico: tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, el índice S&P 500 de la bolsa estadounidense cayó más de 11% en la semana siguiente al ataque, reflejando una reacción de choque global (Chulia *et al.* 2009).

Aumento de la volatilidad y del costo del riesgo. Los indicadores de miedo financiero como el índice VIX (*Volatility Index*) tienden a dispararse. A su vez, suben las primas de riesgo. Los diferenciales de bonos y los seguros contra impago (CDS) se encarecen, reflejando la mayor percepción de riesgo inmediato. Tras un acontecimiento geopolítico adverso, se ha observado que las primas de riesgo soberano aumentan en promedio unos 30 puntos básicos en economías avanzadas y 45 en emergentes, como respuesta a la mayor incertidumbre y gasto público asociado (FMI 2025). Los inversionistas exigen mayor retorno para compensar la posibilidad de pérdidas, encareciendo el financiamiento para países o empresas percibidas como expuestas al conflicto.

Refugio en activos seguros. El dinero busca seguridad en instrumentos como bonos del Tesoro de Estados Unidos, el oro o monedas fuertes como el dólar estadounidense o el franco suizo. Históricamente, el oro en particular ha demostrado ser una cobertura eficaz frente a la volatilidad geopolítica de corto plazo; suele apreciarse en torno a grandes impactos geopolíticos y es considerado una de las mejores coberturas contra este tipo de riesgo. Por ejemplo, en las semanas previas y durante numerosos episodios geopolíticos de las últimas décadas, el oro obtuvo rendimientos positivos en promedio de 1,8% en las cuatro semanas alrededor del evento mientras las acciones caían (J.P. Morgan Private Bank 2023). Asimismo, las divisas refugio suelen fortalecerse: en una crisis internacional, los inversores globales tienden a comprar dólares, lo que puede hacer subir su índice de valor. Este comportamiento de refugio refleja un horizonte de muy corto plazo en el cual la prioridad es la protección del capital ante la inminencia de lo desconocido.

Reacción algorítmica y sobre-reacción potencial. En la era actual, buena parte del volumen de corto plazo proviene de *traders* de alta frecuencia. Programados para reaccionar a titulares de noticias o patrones técnicos, pueden acentuar las fluctuaciones iniciales. Por ejemplo, si un algoritmo detecta palabras clave negativas (como «ataque», «sanciones» o «guerra»), en milisegundos tras una noticia, ejecutará ventas masivas antes de que un humano pueda reaccionar. Esto contribuye a movimientos muy rápidos y a veces exagerados en los precios en cuestión de segundos o minutos tras la noticia (Boehmer *et al.* 2020). La consecuencia es que el mercado de corto plazo no solo refleja el temor de inversionistas humanos, sino también la dinámica de retirada por máquinas, lo que puede causar *flash crashes* que amplifican la volatilidad inicial. Para algunos especuladores de corto plazo, esta misma agitación representa una oportunidad: realizan operaciones de evento tratando de beneficiarse de oscilaciones intradía. Sin embargo, otros participantes con enfoque táctico encuentran esta volatilidad demasiado arriesgada y prefieren no exponerse demasiado al ruido geopolítico inmediato.

El mediano plazo: ajuste, adaptación y decisiones informadas

La evolución del riesgo geopolítico en un horizonte intermedio adopta diferencias sensibles con el caso anterior. Aquí los agentes comienzan a asimilar la información inicial y a observar tendencias emergentes. En este plano, se evalúa cómo el evento geopolítico evoluciona en meses recientes, incorporando las primeras respuestas de políticas económicas o ajustes empresariales (Caldara y Iacoviello 2022). Conforme pasan semanas y meses, la percepción del riesgo tiende a matizarse. Los inversores cuentan con más información sobre la evolución del evento geopolítico y pueden recalibrar sus expectativas. La incertidumbre sigue presente, pero empieza a ser manejable; típicamente, los niveles de volatilidad permanecen elevados durante varios meses tras un shock geopolítico importante (FMI 2023; Bekaert *et al.* 2023).

Los agentes distinguen entre la incertidumbre inicial y la realidad emergente. Pasados los primeros meses de un conflicto bélico, el mercado evalúa si este se estanca, se agrava o se encamina a una resolución, ajustando la percepción de riesgo en consecuencia. Es común que los inversionistas exijan primas de riesgo mayores para compensar la exposición a activos que podrían verse afectados negativamente por estos eventos. No obstante, también se atenúan las reacciones exageradas iniciales; algunas oportunidades comienzan a vislumbrarse, y ciertos inversores más sofisticados o contrarios podrían diferenciar entre un ruido temporal y un cambio estructural. En este horizonte temporal intermedio, se pueden identificar diversas dinámicas clave.

Incorporación de nueva información. Tras el shock inicial, el flujo de noticias tiende a estabilizarse. Los inversionistas reciben información más concreta sobre el evento geopolítico (MSCI 2024). De este modo, si se trata de un conflicto bélico, empiezan a conocerse los avances o estancamientos en el frente, la postura de la comunidad internacional, posibles negociaciones o escaladas. Si el evento fue político, en los meses siguientes se clarifican las políticas efectivas que se implementarán. Esto permite a los mercados recalibrar los precios de los activos de forma más racional, basándose en probabilidades actualizadas en lugar de puro pánico. La incertidumbre puede seguir elevada, pero tiende a reducirse gradualmente durante varios meses tras el evento, conforme el mercado digiere la situación.

Recuperación parcial o continuidad de la tendencia. Muchos mercados experimentan cierto rebote o recuperación después de las caídas iniciales, siempre que el peor escenario no se materialice por completo. Una lectura frecuente de episodios históricos muestra que las pérdidas iniciales causadas por eventos geopolíticos tienden a recuperarse al cabo de semanas o pocos meses, a menos que el suceso tenga efectos económicos claramente devastadores (J.P. Morgan Private Bank 2024). Incluso en conflictos prolongados, puede mejorar si aparecen atisbos de solución o si las consecuencias económicas son menores a las temidas. Sin embargo, si el evento persiste o empeora, la presión bajista

puede continuar: los mercados ajustan de forma más *gradual* en el mediano plazo según la evolución real. En general, en esta fase intermedia coexisten señales de normalización en muchos activos con efectos divergentes según la exposición específica al evento.

Reacciones de política económica y empresarial. En meses posteriores a un evento geopolítico, los actores institucionales suelen implementar respuestas que influyen en los mercados (BCE 2024a). Es el caso de los bancos centrales, que evalúan el impacto del evento en términos de inflación y crecimiento: si un conflicto bélico provoca un shock alcista en los precios del petróleo, los bancos centrales enfrentan el dilema de combatir la inflación resultante o de apoyar la actividad económica debilitada. Pueden optar por políticas monetarias más prudentes, retrasando subidas o bajadas de tasas según el caso, o proveyendo liquidez al mercado si la volatilidad amenaza la estabilidad financiera. Tras la invasión de Ucrania, los bancos centrales occidentales tuvieron que lidiar con mayores precios energéticos inflacionarios a corto plazo y, al mismo tiempo, con el riesgo de recesión, ajustando su comunicación para mantener expectativas ancladas sin ahogar la recuperación incipiente (Jones 2022). Por su parte, los gobiernos pueden reaccionar con políticas fiscales o regulatorias: incremento del gasto militar, paquetes de estímulo para sectores afectados, sanciones económicas contra agentes involucrados en el evento, o acuerdos diplomáticos que mitiguen riesgos. Estas acciones de política en el mediano plazo cambian las expectativas de los inversores. Si las autoridades logran contener los efectos negativos, los mercados pueden estabilizarse más rápidamente. En cambio, respuestas políticas erráticas o insuficientes prolongarían la incertidumbre.

Adaptación de empresas y sectores. En este horizonte, las empresas también ajustan sus planes. Las firmas afectadas directamente por el evento buscarán formas de adaptarse. Empresas con cadenas de suministro interrumpidas encontrarán proveedores alternativos; exportadores a países sancionados buscarán mercados sustitutos; aseguradoras revisarán las primas en zonas de riesgo elevado. Este proceso de adaptación empresarial, que ocurre en cuestión de trimestres, puede calmar a los inversores al mostrar resiliencia. Por ejemplo, durante la *guerra comercial* entre Estados Unidos y China de 2018-2019, muchas compañías diversificaron sus cadenas productivas hacia otros países del Sureste Asiático (García Herrero 2023). Aunque inicialmente la retórica arancelaria causó incertidumbre sustancial y fluctuaciones en precios, en el mediano plazo el mercado asimiló que las empresas estaban mitigando el impacto y que posiblemente habría acuerdos.

Estrategias de inversión recalibradas. Los fondos de inversión y gestores de activos en el mediano plazo reequilibran sus carteras con más datos disponibles. Pasado el pánico inicial, los gestores revisan sus modelos de riesgo y perspectivas (BCE 2024b). Pueden reducir exposición a regiones o sectores que enfrentan riesgos prolongados, y aumentar la buscando oportunidades en activos infravalorados tras la venta masiva inicial (Caporale y Menla-Ali 2024). Algunos fondos pueden sobreponderar industrias defensivas o beneficiarias mientras persista la incertidumbre. Son, por ejemplo, los casos del sector

de armamento en escenarios de guerra, o el de energía en sanciones al petróleo. Otros inversores más contracíclicos aprovechan las caídas para comprar acciones de calidad a precios de descuento, con la expectativa de ganancias cuando el mercado se recupere. Esta discriminación más fina que se hace en el mediano plazo contribuye a que los precios empiecen a reflejar fundamentos y no solo miedo.

El largo plazo: absorción del impacto y cambios estructurales

En este escenario prima la perspectiva estratégica. Los inversores y entidades consideran el impacto estructural del evento. Se evalúa si cambiarán fundamentalmente las reglas del juego alterando alianzas globales, cadenas de suministro o tendencias macroeconómicas, o si será asimilado por el sistema con el tiempo. En el largo plazo, los mercados suelen absorber las perturbaciones temporales y realinearse con los fundamentos económicos. La percepción del riesgo geopolítico se integra en la visión de conjunto. Los inversionistas con horizontes amplios suelen preguntarse cómo afectará el evento a las tendencias de fondo. Si se considera que el suceso es puntual o transitorio, con el tiempo su relevancia disminuye drásticamente en la percepción de riesgo. De hecho, la historia muestra que, para carteras globalmente diversificadas, muchos *shocks* geopolíticos no llegan a tener efectos permanentes en los rendimientos a largo plazo (Antonakakis *et al.* 2015; Viceira, y Wang 2018).

Los mercados tienden a recuperar el equilibrio una vez que los fundamentos económicos se estabilizan tras la disrupción inicial. La perspectiva a largo plazo revela que algunas amenazas percibidas tienden a diluirse. Crisis que parecían críticas en su momento fueron superadas y apenas afectan los gráficos de rendimiento de una década. No obstante, si el evento implica un cambio geopolítico secular o estructural, entonces el riesgo percibido a largo plazo aumenta en ese sentido específico (Smales 2021). Es lo que sucede en escenarios de *guerra fría* prolongada entre grandes potencias, que puede elevar el riesgo global de forma persistente (Almeida *et al.* 2025). La clave estratégica para los inversionistas es distinguir eventos episódicos de cambios duraderos en el statu quo. Mantener la vista en el horizonte largo permite no sobredimensionar los peligros inmediatos y, en cambio, evaluar si un evento conlleva riesgos permanentes o solo temporales.

Las posibles trayectorias son dos: o bien el mercado absorbe totalmente el shock volviendo a su tendencia principal, o el evento deja un legado estructural que reconfigura ciertas relaciones económicas y financieras de forma permanente. En la práctica, a largo plazo suelen observarse algunos rasgos distintivos que veremos a continuación.

Normalización de los mercados globales. Algunos estudios de gestores de inversión muestran que, con suficientes meses o años de distancia, los grandes índices bursá-

tiles tienden a recuperar su nivel previo al evento geopolítico, siempre y cuando los fundamentales económicos permanezcan sólidos (Invesco 2023; Bullrun Investment Management 2023). Las perturbaciones geopolíticas, por grandes que sean, a menudo no logran impedir el impulso de fuerzas subyacentes como la innovación tecnológica, el crecimiento poblacional o las ganancias de productividad a largo plazo. Así, el impacto neto en rendimientos a 5-10 años vista de muchos eventos resulta limitado o nulo.

Pese a guerras regionales, crisis políticas y desórdenes periódicos, el mercado bursátil global en las últimas décadas ha mostrado una clara tendencia alcista en el largo plazo, impulsada por la globalización y avances económicos (Raddant y Kenett 2017; Banco Mundial 2020; Jourde 2021). Incluso los eventos más extremos, como las guerras mundiales, fueron seguidos por períodos de reconstrucción económica que propiciaron crecimiento. Esto sugiere que para un inversor con cartera global de largo plazo, muchos shocks terminan pareciendo perturbaciones transitorias, siempre que se haya diversificado el riesgo idiosincrático local (Glick y Taylor 2010).

Diferenciación de impactos permanentes. A pesar de lo anterior, no todos los efectos desaparecen. En el largo plazo se vuelven evidentes los cambios estructurales causados por el evento geopolítico. Aquí es donde vemos la interacción entre geopolítica y finanzas en su máxima expresión estratégica. Un conflicto prolongado o un cambio político fundamental puede alterar el mapa financiero global: alianzas comerciales se rompen o crean, ciertas industrias declinan mientras otras prosperan, y nuevos riesgos o rivalidades se incorporan al panorama (Fernández Cela 2023).

Para los mercados de capital, tales tendencias estructurales significan que ciertos activos pueden tener revaloraciones permanentes. Es el caso de empresas de energía verde beneficiadas por políticas tras un acuerdo climático global, o bonos de países exportadores de petróleo penalizados si el mundo se aleja de los combustibles fósiles por razones geopolíticas y ambientales. Así, el largo plazo revela qué cambios han llegado para quedarse.

Incorporación en las expectativas y precios de equilibrio. A medida que pasa el tiempo, los inversionistas y modelos financieros integran el efecto del evento en las valoraciones de largo plazo. Si un país sufre una guerra pero luego se recupera y crece, sus activos eventualmente reflejarán su verdadero potencial más allá del bache temporal (Barro 2006). Si, en cambio, un evento geopolítico ha disminuido permanentemente las perspectivas de crecimiento de una región, los precios de sus activos incorporarán ese menor potencial de forma estable (Fernández-Villaverde *et al.* 2015). En otras palabras, en el largo plazo el mercado distingue entre *shocks* temporales y *shocks* permanentes. Identificar correctamente cuáles eventos fueron episodios pasajeros y cuáles cambiaron el curso esperado de la economía es crucial. Actores con visión estratégica como fondos de pensiones o fondos soberanos dedican esfuerzos a este análisis, ajustando sus carteras de forma acorde (Burnside, Eichenbaum, y Rebelo 2016; Malkhozov y Shamloo 2010).

Evidencia empírica: la guerra de Ucrania y el comportamiento de fondos de inversión

Bajo el marco teórico anterior, analizamos cómo evolucionaron las inversiones de fondos estadounidenses en valores rusos entre el cuarto trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2024. Se utilizan exclusivamente datos de las tenencias declaradas por dichos fondos obtenidos de la base de datos EDGAR, que incorpora información procedente del Formulario 13F de la SEC. El objetivo es cuantificar el impacto de la guerra de Ucrania y las sanciones financieras derivadas sobre la asignación de capital de fondos de Estados Unidos hacia emisores rusos, distinguiendo comportamientos según el horizonte temporal de inversión¹.

Siguiendo esta tipología, clasificamos ex post a cada fondo estadounidense según la persistencia de su inversión en Rusia tras la invasión. Se consideran fondos de corto plazo aquellos que eliminan completamente sus posiciones rusas para el segundo trimestre de 2022 (T2 2022), es decir, en el plazo inmediato de 0-6 meses tras la invasión, incluyendo muchos que ya habían salido antes de finalizar el T1 2022. Los fondos de medio plazo son aquellos que aún mantenían alguna exposición en el T2 2022, pero habían salido totalmente del mercado ruso antes del T2 2023 (horizonte aproximado de 1 año)². Finalmente, los fondos de largo plazo son aquellos que persistieron con alguna tenencia incluso en el T2 2023, llegando al T2 2024 aún con valores rusos en cartera (horizonte de 1-2 años a pesar del conflicto).

Esta clasificación permite contrastar cuantitativamente las trayectorias de desinversión de cada grupo. Se utilizan métricas como la caída media de valor de sus posiciones por trimestre, la dispersión de dichas caídas entre fondos de un mismo grupo, y las salidas acumuladas de capital por fondo, que identifican cuántos de estos realizaron salida total, reducciones parciales, reingresos o persistencia en sus

La guerra de Ucrania mostró que los fondos de inversión no actúan como un bloque homogéneo: unos liquidaron de inmediato, otros redujeron exposición gradualmente y una minoría mantuvo o reconstruyó posiciones, revelando estrategias diferenciadas ante un mismo shock geopolítico de gran magnitud.

-
1. Conviene advertir que el uso exclusivo de esta fuente limita el análisis al comportamiento del mercado financiero estadounidense y de una parte del espacio geopolítico occidental. No contempla el conjunto de inversores extranjeros de otros ámbitos, como China, que tienen un impacto relevante en el mercado ruso.
 2. Algunos datos son aproximados porque los valores reportados en el Formulario 13F están sujetos a redondeo, duplicidad operativa y estimaciones contables que pueden diferir de los valores realizables reales.

inversiones. A continuación, se describen los hallazgos principales, integrando su interpretación desde la lógica de respuesta ante el riesgo geopolítico y las implicaciones de política económica.

Clasificación de las respuestas de los fondos y patrones geográficos

Además de distinguirse por horizonte temporal, las reacciones de los fondos de inversión ante el conflicto pueden clasificarse en categorías más específicas según la estrategia de respuesta adoptada. A partir del análisis de las carteras antes y después de la invasión, se identifican cuatro conductas predominantes entre los gestores, las cuales se describen a continuación junto con su prevalencia cuantitativa y ciertos patrones geopolíticos asociados.

- 1) *Desinversión total*. Opción adoptada por una porción mayoritaria de fondos. Esto implica la liquidación completa de todas las posiciones vinculadas a Rusia en la cartera. Basándose en los datos recopilados, cerca de dos tercios de fondos analizados terminaron por desvincularse totalmente de activos rusos en el período estudiado. Aproximadamente un 36% lo hizo de manera casi inmediata (antes del T2 2022), mientras que otro conjunto significativo consolidó su desinversión completa en trimestres posteriores, de modo que hacia 2024 alrededor del 62% del total inicial ya había ejecutado una salida definitiva. Esta categoría incluye tanto a los fondos que vendieron rápidamente ante el estallido del conflicto, como a aquellos que quizá redujeron gradualmente pero finalmente acabaron con exposición cero. La salida total fue especialmente común entre gestores estadounidenses y europeos bajo fuerte presión regulatoria y mediática; muchos de ellos anunciaron públicamente la desinversión de sus activos rusos por motivos financieros y de imagen pública. Geográficamente, se observó que los fondos europeos tendieron a una desinversión más completa y acelerada, probablemente reflejando la cercanía geopolítica del conflicto y mayores presiones políticas internas para desvincularse de Rusia. En Estados Unidos también se produjeron salidas masivas, aunque una proporción de fondos estadounidenses retuvo pequeñas posiciones por más tiempo. En cualquier caso, la desinversión total constituyó la respuesta modal del sector: frente a la incertidumbre extrema y las sanciones, la estrategia predominante fue abandonar totalmente el mercado ruso, alineándose con una lógica de reducción de daño ante riesgo geopolítico elevado.
- 2) *Reducción parcial*. Se trata de fondos que disminuyeron significativamente sus posiciones en empresas rusas, pero sin llegar a desinvertir por completo durante el período de análisis. Estos gestores recortaron el peso de los activos rusos en sus carteras, ya fuera vendiendo una parte sustancial de las acciones o dejando de reinvertir en ellas, manteniendo sin embargo una fracción de sus inversiones originales. En términos

cuantitativos, un subconjunto importante de fondos (aproximadamente 20-25% del total inicial) entró en esta categoría al final del período: para mediados de 2024 aún conservaban alguna posición rusa, pero muy por debajo de sus niveles preconflicto. La reducción parcial fue típicamente emprendida por fondos de gestión activa con una visión más prudente que urgentemente pesimista: en lugar de una huida total, adoptaron una posición intermedia, posiblemente con la esperanza de una eventual estabilización que recuperara parte del valor perdido. Por ejemplo, varios fondos estadounidenses de tamaño mediano y algunos europeos optaron por vender la mayor parte de sus tenencias en empresas rusas durante 2022, pero retuvieron una pequeña proporción de sus acciones. Este comportamiento sugiere que evaluaron la posibilidad de que los precios hubiesen sobre-reaccionado a la baja y quisieron conservar cierta exposición en caso de rebote, o bien que enfrentaron dificultades para liquidar completamente activos poco líquidos. Geográficamente, la reducción parcial se observó en fondos de diversas procedencias, aunque destaca en ciertos gestores estadounidenses que, si bien recortaron sus posiciones, no enfrentaban el mismo tipo de mandatos estrictos de exclusión que algunos de sus pares europeos. En resumen, la reducción parcial refleja un ajuste de riesgo considerable pero no absoluto, manteniendo un hilo de continuidad con el mercado ruso en espera de claridad.

- 3) *Mantenimiento simbólico.* Se detecta la conservación de determinadas participaciones meramente testimoniales en las empresas rusas afectadas. En estos casos, los fondos esencialmente habían salido del mercado, pero dejaron una posición muy pequeña a modo simbólico. Los datos indican que cerca de un 10%-12% de los fondos terminaron sosteniendo solo participaciones insignificantes, valuadas típicamente en montos, en muchos casos, inferiores a 10.000 dólares, e incluso del orden de los miles o unos pocos cientos de dólares. Este fenómeno de posición residual puede explicarse por tres razones posibles. La primera estaría causada por limitaciones operativas, donde las sanciones y la suspensión de cotizaciones impidieron liquidar completamente algunos valores. Los gestores quedaron atascados con un remanente que no podían vender, por lo que la posición quedó simbólica en valor). Una segunda alternativa está sustentada por consideraciones administrativas o legales, como mantener un número mínimo de acciones para preservar derechos corporativos o la opción de participar en eventuales reestructuraciones. La tercera posibilidad deriva de una decisión consciente de dejar una «marca» en el portafolio con fines de seguimiento, sin exposición financiera material. En el plano geográfico, los fondos estadounidenses parecen sobre-representados en esta categoría de mantenimiento simbólico, en parte debido a que muchas firmas de inversión de esa nacionalidad quedaron con activos congelados (por ejemplo, American Depositary Receipt [ADR] rusos suspendidos del mercado) y tuvieron que simplemente mantenerlos en sus libros a valor depreciado. En contraste, varios gestores europeos optaron por valorar sus activos rusos en cero y excluirlos completamente de cartera, por lo que aparecen más en la categoría de salida total.

El mantenimiento simbólico subraya, en cualquier caso, cómo ciertos fondos mantuvieron una exposición casi nula pero no literalmente nula, reflejando las restricciones y complejidades prácticas de deshacerse de todos los activos en medio de sanciones y congelamientos de mercado.

Tabla 1. Resumen de la desinversión por tipo de fondo (T4 2021-T2 2024)

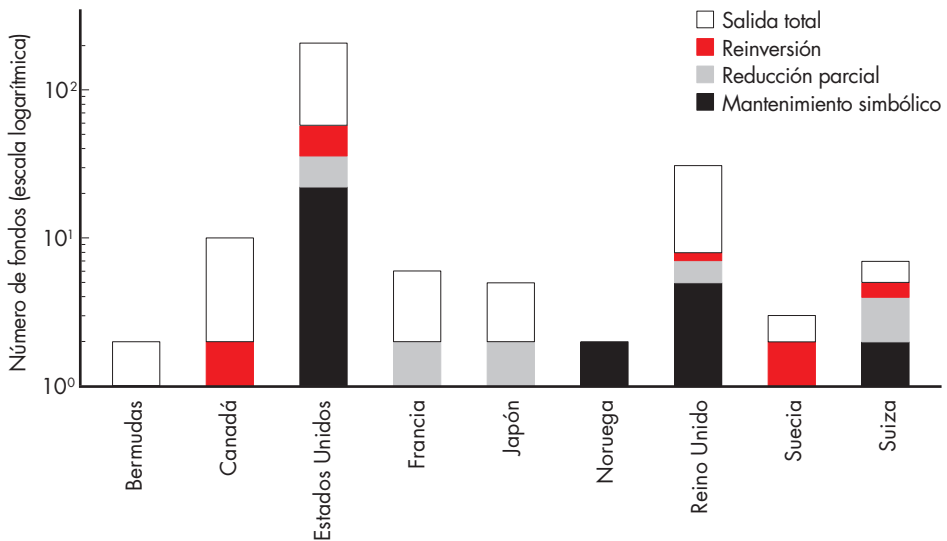
Horizonte temporal	N.º de fondos	Valor inicial retenido en T2 2022 (promedio)	Valor inicial retenido en T2 2023 (promedio)	Valor inicial retenido en T2 2024 (promedio)	Respuesta ante el evento geopolítico
Corto plazo (salida T2 2022)	55% (179 fondos)	~5-10%	0% (todos liquidaron a 0 en T2 2022)	0%	Venta rápida por pánico o gestión activa del riesgo.
Medio plazo (salida T2 2023)	17% (55 fondos)	~30-50%	0% (retirada antes de T2 2023)	0%	Espera inicial seguida de posible esperanza de reversión en 2022.
Largo plazo (persisten T2 2023)	28% (91 fondos)	~10-20%	~10% (valor residual en 2023 concentrado en 1-2 acciones)	~5-10% (concentrado en activos específicos)	Atrapados en posiciones. Concentrados en activos no sancionados. Orientados a muy largo plazo.
Reinversión oportunista (2023-2024)	15-17% (50-55 fondos)	0% (preinversión; reentrada posterior)	~5-10% (valor reconstituido por nuevas adquisiciones)	~10-15% (incremento gradual desde 2023 por reinversión)	<i>Hedge funds</i> y fondos soberanos no occidentales. Oportunidad de rentabilidad geopolítica.

Fuente: U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) y elaboración propia.

4) *Reinversión oportunista*. Una tendencia, aunque minoritaria, identificó un patrón de reinversión en activos rusos tras el shock inicial, llevado a cabo por algunos fondos que incrementaron su exposición después de la caída pronunciada de valor, o por nuevos participantes que ingresaron aprovechando precios bajos. Aproximadamente un 15%-17% de los fondos analizados exhibieron algún indicio de reinversión posinvasión. Esta cifra incluye tanto a fondos que no tenían posición alguna en Rusia antes de 2022 y que adquirieron activos rusos posteriormente, como a fondos que habían vendido

completamente en el inicio de la guerra, pero volvieron a comprar en 2023-2024 al estimar oportunidades de alta rentabilidad ante una posible recuperación. Ejemplos notables de este comportamiento son algunos fondos de cobertura y al menos un fondo soberano procedente de Oriente Próximo que aparecen en los registros de tenencias de 2024 con participaciones en empresas rusas, a pesar de no figurar entre los inversores previos a la guerra. Esta reinversión parece obedecer a una lógica de arbitraje de riesgo geopolítico: inversores con mayor tolerancia al riesgo ingresaron cuando otros habían huido, con la expectativa de obtener ganancias significativas si las valoraciones rusas rebotaban desde niveles deprimidos. Geográficamente, los casos de reinversión provinieron de jurisdicciones variadas, incluyendo algunos gestores estadounidenses con perfil oportunista, firmas británicas independientes y actores de países no alineados con las sanciones. Si bien la reinversión fue la respuesta menos común, su presencia es reveladora: indica que incluso en un entorno mayoritariamente adverso, hubo agentes dispuestos a volver a apostar por activos rusos una vez descontado el peor escenario, evidenciando la heterogeneidad de estrategias en función de distintas visiones y restricciones.

Figura 1. Respuesta estratégica de los fondos tras la invasión de Ucrania (T4 2021-T2 2024)



Nota: Se han eliminado los países que solo tienen un fondo registrado (Alemania, Australia, Irlanda e Islas Caimán) con objeto de mejorar la claridad y relevancia comparativa.

Fuente: U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) y elaboración propia.

La figura 1 sugiere que la distribución de los fondos por país y categoría de respuesta no refleja únicamente estrategias financieras, sino que revela el alineamiento de los centros financieros globales con los bloques de poder geopolítico. Estados Unidos, con una masa crítica de fondos que ejecutaron salidas totales y apenas sostuvieron participaciones simbólicas, actúa como núcleo normativo del régimen sancionador occidental. Su perfil inversor se ve determinado no solo por la lógica de riesgo-retorno, sino por la articulación entre su sistema financiero y la política exterior del Estado. Lo mismo puede decirse del Reino Unido y Canadá, donde la arquitectura de cumplimiento regulatorio, la presión reputacional y los marcos ESG (*Environmental, Social and Governance*) institucionalizados canalizan la retirada masiva de activos rusos como una extensión lógica del desacoplamiento estratégico con Moscú.

En cambio, países con proporciones más equilibradas entre reducción parcial, mantenimiento simbólico e incluso reinversión –como Francia, Países Bajos o Suiza– evidencian espacios de flexibilidad en la

La desinversión de los fondos no respondió únicamente a cálculos de rentabilidad: también reflejó el alineamiento de los grandes centros financieros con bloques de poder geopolítico, reforzando la idea de que los flujos de capital participan activamente en la fragmentación del sistema financiero internacional.

implementación del desacoplamiento financiero. Esta heterogeneidad indica que el sistema financiero internacional no reacciona de forma uniforme ante el riesgo geopolítico: su respuesta está mediada por marcos regulatorios nacionales, culturas de cumplimiento, grados de exposición al escrutinio público y, especialmente, por el posicionamiento

geopolítico del Estado anfitrión. La casi total ausencia de posiciones intermedias en la mayoría de jurisdicciones refuerza un punto clave del marco teórico: cuando el conflicto geopolítico alcanza un umbral crítico, las decisiones inversoras ya no obedecen a cálculos graduales, sino a umbrales binarios de pertenencia. Así, el gráfico sugiere que la salida de capital de Rusia no fue solo una reacción táctica, sino una manifestación visible de una reconfiguración geoeconómica más profunda, donde los flujos financieros se alinean con zonas de influencia política, acentuando la fragmentación del sistema financiero global (Fernández Cela 2025).

Es importante destacar, además, que existieron diferencias geopolíticas en la prevalencia de estas respuestas: los datos sugieren que los gestores europeos fueron más propensos a la salida absoluta, los estadounidenses estuvieron más representados entre quienes retuvieron posiciones residuales, y algunos inversores de fuera del bloque occidental aparecieron entre los pocos reintegrantes del mercado ruso posinvasión. Estas variaciones apuntan a la influencia de factores como el entorno regulatorio, la presión de inversionistas/clientes locales y la alineación geopolítica de cada país en la decisión final de los fondos, anticipando así la discusión de los factores geopolíticos que se presenta más adelante.

Respuestas del mercado a los factores geopolíticos

Los patrones empíricos estudiados están estrechamente vinculados con factores geopolíticos claves presentes en la guerra de Ucrania. El marco teórico enfatiza que eventos de esta naturaleza activan diversos canales de riesgo para los inversionistas: sanciones económicas, peligros reputacionales, cambios estructurales de mercado, entre otros. A continuación se analiza cómo estos factores explican y se entrelazan con las decisiones de los fondos, demostrando la aplicabilidad del marco conceptual al caso concreto.

Sanciones internacionales. El régimen de sanciones impuesto a Rusia tras la invasión fue quizás el factor determinante más inmediato en la reacción de los fondos. Desde el primer día del conflicto, Estados Unidos, la Unión Europea y sus aliados anunciaron sanciones financieras y económicas sin precedentes, incluyendo la congelación de activos de ciertas entidades rusas, la prohibición de transar con bancos específicos, la exclusión de Rusia de mecanismos de mensajería financiera como SWIFT y,

más relevante para los inversionistas, restricciones para comprar o vender determinados valores emitidos por empresas rusas. Estas sanciones aceleraron y en muchos casos forzaron la desinversión: los fondos no solo enfrentaron un riesgo de mercado, sino un riesgo legal y operativo al mantener activos sancionados.

La salida total de posiciones en el banco ruso Sberbank y otros bancos se explica directamente por sanciones financieras: los gestores se vieron obligados a eliminar esos activos de sus portafolios ante la prohibición de cualquier interacción comercial con dichas entidades. Del mismo modo, las sanciones al sector energético crearon un incentivo fuerte para retirarse de empresas petroleras/gasíferas, pues mantenerlas implicaba riesgos de incumplimiento normativo y posibles pérdidas permanentes si las compañías quedaban aisladas de mercados internacionales.

Incluso en el caso de empresas no sancionadas directamente (como Yandex), las sanciones generales dificultaron la tenencia y negociación de sus títulos. Por ende, el principal motor detrás de la ola de ventas inicial fue el imperativo de las sanciones: muchos fondos liquidaron posiciones para cumplir con la normativa y anticipar eventuales ampliaciones de sanciones. Aquellos que mantuvieron activos usualmente se trataba de valores no cubiertos explícitamente por sanciones o de activos congelados que no podían moverse; en ausencia de dichas restricciones, es probable que la mayoría también hubiese salido. En resumen, las sanciones internacionales actuaron como catalizador y justificación de las respuestas de los fondos, alineándose plenamente con el marco teórico que identifica las políticas geopolíticas como un factor crítico que traduce el conflicto en impacto financiero directo.

Las sanciones internacionales no solo alteraron precios y liquidez, sino que transformaron la estructura misma de las decisiones de inversión, al convertir la exposición a activos rusos en un problema simultáneamente financiero, legal, operativo y reputacional para una parte sustancial del capital occidental.

Riesgo reputacional y presión institucional. Más allá de las obligaciones legales, los inversionistas tuvieron que considerar el riesgo reputacional de permanecer invertidos en Rusia durante la guerra. Fondos de inversión –especialmente aquellos manejando dinero de terceros, como fondos de pensiones, mutuales, gestoras públicas– enfrentaron un intenso escrutinio por parte de clientes, beneficiarios y la opinión pública. En Europa, por ejemplo, existió una fuerte presión social y política para desinvertir de activos rusos, presentándolo como una postura ética en contra de la agresión. Esta dimensión reputacional contribuye a explicar por qué muchos fondos optaron por salidas totales incluso cuando las sanciones no los obligaban técnicamente a ello. El marco conceptual sugiere que los inversores con horizontes más largos –que a menudo incluyen a instituciones con mayor visibilidad pública– podrían sacrificar rendimientos a corto plazo para salvaguardar su reputación y adherir a principios de gobierno corporativo responsable en contextos geopolíticos.

Efectivamente, se observó que varios grandes gestores globales anunciaron voluntariamente la liquidación de sus posiciones en empresas rusas emblemáticas (como Gazprom o Rosneft), en parte para evitar el daño reputacional de ser asociados con regímenes sancionados o controvertidos. Esta presión reputacional se alineó con la salida más decidida por parte de fondos europeos y de algunos estadounidenses con mandatos ESG, y ayuda a entender la escasez de reinversiones desde países occidentales: incluso si legalmente pudieran adquirir activos rusos depreciados, el riesgo reputacional de hacerlo en medio del conflicto servía como fuerte disuasivo. En contraste, inversores de regiones con menor escrutinio público (por ejemplo, ciertos fondos privados o de países no alineados) estuvieron más dispuestos a tomar esas oportunidades, lo cual concuerda con que las reinversiones identificadas provinieran principalmente de actores fuera del foco mediático occidental. En definitiva, el factor reputacional amplificó la respuesta financiera: la guerra de Ucrania no solo planteó un problema de pérdidas potenciales sino también de legitimidad para los inversores, reforzando las decisiones de desinversión rápida y explicando la aversión a mantener incluso posiciones simbólicas en muchos casos.

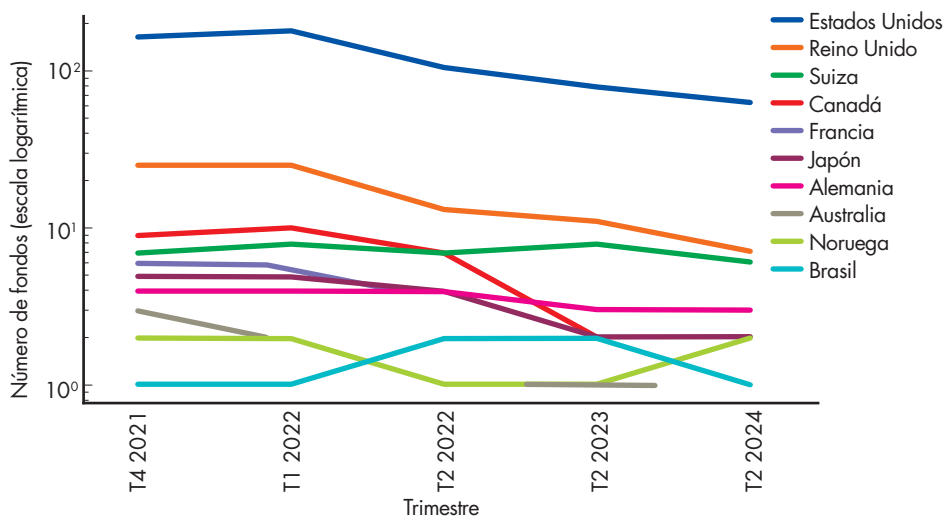
Exposición sectorial y riesgo estratégico. Los diferentes tratamientos por sector, apuntados en la sección anterior, pueden reinterpretarse a la luz de factores geopolíticos específicos a cada industria. Las sanciones fueron sectoriales, y el riesgo estratégico percibido de cada sector moduló la conducta de los fondos. El marco teórico introduce la idea de que ciertos sectores conllevan externalidades geopolíticas mayores –por ejemplo, energía y finanzas–, lo que puede traducirse en acciones políticas más contundentes y en reacciones más pronunciadas del mercado. El caso de Sberbank ilustra una convergencia de sanciones y riesgo estratégico: como principal banco estatal, fue objetivo prioritario de medidas punitivas para debilitar al régimen ruso, y simultáneamente su colapso implicó aislar a Rusia financieramente. Los inversores comprendieron inmediatamente esta dinámica y actuaron en consecuencia, retirándose sin contemplaciones. Por su parte, las

empresas energéticas se situaron en el centro de la guerra económica, por lo que los fondos anticiparon correctamente que la exposición a estas compañías estaría bajo amenaza constante de nuevas sanciones y volatilidad ligada a decisiones geopolíticas.

Esto explica por qué, incluso sin un mandato legal universal, los gestores redujeron masivamente sus posiciones energéticas: la exposición sectorial elevaba el perfil de riesgo geopolítico, haciendo racional la retirada para evitar verse atrapados en activos potencialmente inmanejables. En contraste, el sector tecnológico ruso, aunque no ajeno a los efectos de la guerra, no se percibía tan directamente entrelazado con los objetivos geopolíticos de Occidente; por tanto, algunos inversores asumieron que empresas como Yandex podían sobrevivir o adaptarse y que eventualmente podrían seguir operando al margen de las disputas centrales. Así, la menor exposición estratégica de este sector se tradujo en una actitud relativamente más paciente por parte de ciertos fondos. En resumen, los patrones sectoriales observados confirman que los factores geopolíticos operan de forma diferenciada según la industria involucrada, afectando las decisiones de los inversionistas acorde a la percepción de riesgo sistémico o estratégico que cada sector conlleva durante un conflicto.

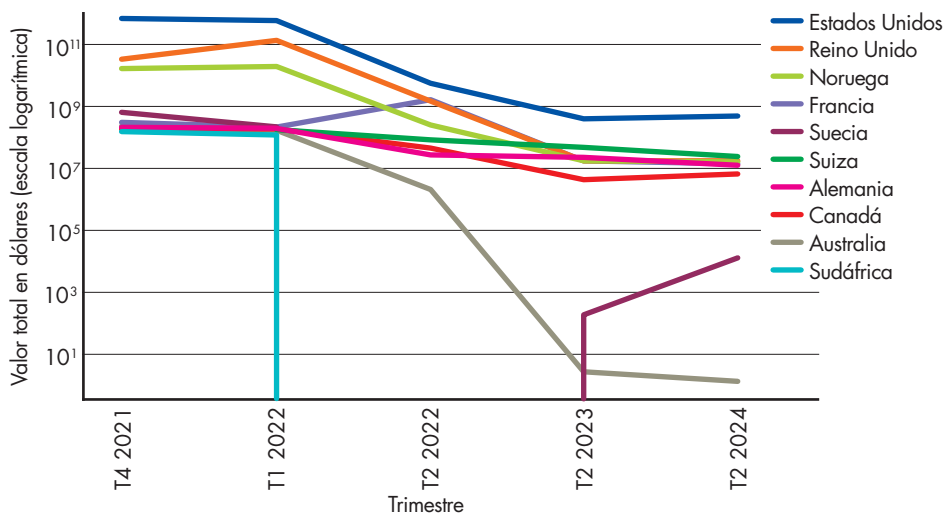
Horizonte temporal y reacción geopolítica. Finalmente, resulta útil cerrar el análisis conectando las observaciones empíricas con la noción de horizonte temporal en un contexto de riesgo geopolítico. El caso de Ucrania demuestra que el horizonte de inversión de cada fondo condicionó su interpretación de los factores anteriores. Los inversionistas de corto plazo, al priorizar la seguridad inmediata, reaccionaron casi exclusivamente a las señales negativas de corto plazo y al riesgo reputacional instantáneo, por lo que liquidaron posiciones en cuanto fue posible. Esto se alinea con la hipótesis teórica de que los agentes cortoplacistas amplifican las ventas en escenarios de crisis, enfocándose en la salida táctica para evitar pérdidas presentes sin considerar posibles recuperaciones futuras. En contraste, los inversionistas de largo plazo mostraron una interacción más compleja con los factores geopolíticos: si bien también reconocieron el impacto de las sanciones y la gravedad reputacional del conflicto, algunos tomaron decisiones ponderando escenarios estructurales. Su permanencia o salida más lenta sugiere que internalizaron el riesgo geopolítico de forma distinta, quizá viéndolo como un fenómeno transitorio que sus carteras podrían resistir, en coherencia con lo previsto por el marco conceptual sobre su mayor tolerancia al riesgo a corto plazo. Sin embargo, cabe destacar que la cruda realidad de la guerra y las sanciones puso a prueba los límites de esa tolerancia: incluso muchos fondos habitualmente pacientes se vieron obligados a ceder, evidenciando que un evento geopolítico suficientemente extremo puede reducir las brechas de comportamiento entre horizontes. En el medio plazo, los inversionistas intentaron equilibrar ambas perspectivas, lo cual se plasmó en ventas parciales y tiempo de espera antes de abandonar definitivamente Rusia; ellos interpretaron los factores geopolíticos con cautela, sin reaccionar de forma precipitada, pero tampoco ignorando las tendencias adversas, confirmando así el comportamiento anticipado por la teoría.

Figura 2. Evolución del número de fondos únicos por país (2021-2024)



Fuente: U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) y elaboración propia.

Figura 3. Valor total de las inversiones por país (2021-2024)



Fuente: U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) y elaboración propia.

Las figuras 2 y 3 permiten ilustrar con datos empíricos esta dinámica durante el período 2021-2024. La primera representa la evolución del número de fondos únicos por país en escala logarítmica, para apreciar variaciones porcentuales. Su lectura revela una jerarquía clara en la exposición inicial. Estados Unidos lidera ampliamente seguido por Reino Unido, y a mayor distancia por fondos procedentes de Suiza, Canadá, Francia y Alemania. Sin embargo, la continuidad temporal muestra patrones diferenciados: mientras Estados Unidos reduce su presencia de forma ordenada pero sostenida, Reino Unido experimenta una caída más marcada tras el primer año del conflicto. Otros países europeos presentan salidas casi totales hacia 2023. Este comportamiento está en línea con la hipótesis de que los fondos domiciliados en países con mayor escrutinio normativo y reputacional tienden a reaccionar más rápido o con mayor contundencia ante eventos geopolíticos.

La figura 3 se enfoca en el valor total invertido por país, también en escala logarítmica, y evidencia un fenómeno complementario pero no idéntico. Aquí, Estados Unidos no solo era líder en cantidad de fondos, sino también en capital comprometido. El desplome en el valor ocurre de forma dramática entre el T1 y el T2 de 2022, en línea con la imposición de sanciones, cancelación de ADR y eliminación de acciones rusas de índices internacionales. Reino Unido y Noruega siguen patrones similares, mientras que Francia, Suiza y Alemania presentan descensos más graduales. La presencia residual de Australia, Brasil o Sudáfrica en algunos trimestres sugiere comportamientos de arbitraje de riesgo, o retención de activos congelados. Se detectan comportamientos contrarios, como el caso de Suecia, que asiste a una recuperación en los primeros meses de 2024.

La comparación de ambos gráficos muestra un aspecto fundamental del modelo: la salida de inversores no siempre es sinónimo de desaparición total de capital. Muchos fondos reducen su exposición en número, pero no necesariamente logran liquidar sus activos, lo que lleva a valores residuales que persisten en la serie temporal. Así, el ajuste es tanto cuantitativo como cualitativo. El número de fondos refleja la presión institucional y regulatoria; el valor residual muestra los límites operativos para ejecutar la retirada.

La hipótesis de que los fondos responden según su horizonte temporal y contexto regulatorio se manifiesta en el modo en que capitales de Estados Unidos, Reino Unido y la UE salen de Rusia. Los fondos de corto plazo abandonan inmediatamente. Los institucionales de largo plazo desinvierten progresivamente o retienen activos no comercializables. Los actores oportunistas (Sudáfrica, Brasil, Noruega, Suecia) reaparecen cuando el pánico cede y los precios se deprimen.

Los fondos de corto plazo actuaron como aceleradores del aislamiento financiero ruso, mientras que los inversores más pacientes intentaron distinguir entre pánico transitorio y cambio estructural, evidenciando que la temporalidad de la inversión modifica de forma sustancial la reacción ante escenarios extremos de riesgo geopolítico.

En definitiva, la visualización comparativa de los patrones de desinversión permite pasar de la abstracción teórica a la evidencia concreta: la geopolítica reconfigura el mapa financiero de manera selectiva, escalonada y diferenciada. Los fondos actúan como sensores de riesgo y aceleradores de aislamiento, pero también como catalizadores de reasignación futura. Esta doble función les convierte en un actor crítico en la intersección entre mercados y conflicto, confirmando que, en la era del capital global, las guerras se libran también en las carteras de inversión.

Conclusiones

La retirada de capital occidental del mercado ruso tras la invasión de Ucrania en 2022 fue presentada como un acto de responsabilidad ética por parte de los grandes fondos de inversión. Sin embargo, un análisis detallado revela que estas decisiones

La reaparición de ciertas inversiones en activos rusos entre 2023 y 2024 sugiere que, para una fracción del capital global, la guerra no elimina la lógica de beneficio, sino que reabre oportunidades de arbitraje allí donde otros actores se han retirado por presión política o reputacional.

respondieron mucho más a una gestión calculada del riesgo normativo y reputacional que a una convicción moral profunda. Los fondos europeos, especialmente aquellos comprometidos con criterios ESG, reaccionaron con rapidez para evitar sanciones y penalizaciones públicas, mientras que actores no occidentales, sin esa presión

normativa, percibieron una oportunidad: comprar activos estratégicos a precios de liquidación. La narrativa ética, en este contexto, funcionó más como mecanismo de cobertura reputacional que como directriz normativa.

Los datos revelan que la respuesta heterogénea de los fondos (Estados Unidos y Reino Unido: salida total; Suiza y Francia: mantenimiento simbólico; actores no occidentales: reinversión selectiva) reproduce de forma clara las fracturas geopolíticas emergentes en los flujos de capital. Esto no es un simple «ajuste de mercado», sino que sugiere la génesis de un sistema financiero multipolar: un circuito occidental alineado en distinto grado con las sanciones, y otro paralelo, no occidental, dispuesto a arbitrar riesgos geopolíticos allí donde el capital occidental se retira. La arquitectura financiera internacional se reconfigura así como reflejo directo de las rivalidades sistémicas.

La rapidez con la que los fondos de corto plazo liquidaron sus posiciones también jugó un papel relevante en el aislamiento de Rusia. Paradójicamente, estos inversores, motivados exclusivamente por la búsqueda de liquidez inmediata, amplificaron el impacto económico de las sanciones, actuando como coadyuvantes involuntarios de la estrategia occidental. Así, el cortoplacismo financiero se convirtió en un mecanismo de

presión con efectos tangibles sobre la economía rusa, más eficaces en ocasiones que las medidas técnicas adoptadas por los gobiernos.

En contraste, una minoría de fondos adoptó una actitud de resistencia financiera, manteniendo posiciones en empresas rusas incluso tras las sanciones. Esta decisión, lejos de ser una negligencia, obedecía a una lectura estratégica del conflicto: las sanciones tienen fecha de caducidad política, y los activos castigados por el pánico inicial podrían ofrecer rentabilidades extraordinarias en horizontes de 5 a 10 años. Esta perspectiva revela una disonancia significativa con el consenso político occidental y una visión alternativa de la temporalidad geopolítica.

Finalmente, el regreso paulatino de ciertos fondos al mercado ruso en 2023 y 2024 confirma que, para parte del capital global, los conflictos armados no son más que distorsiones del precio a explotar. Este fenómeno, que podría calificarse de oportunismo estructural, demuestra que el sistema financiero internacional sigue sin contar con mecanismos eficaces para desincentivar inversiones en contextos de conflicto. Los mercados no solo reaccionan a la geopolítica: la incorporan, la codifican y, en última instancia, la monetizan. Y en esa lógica, la sangre se convierte en otro factor de ajuste en el precio del riesgo.

Referencias bibliográficas

- Agarwal, Vikas; Mullally, Kevin A.; Tang, Yuehua y Yang, Baozhong. 2015. «Mandatory portfolio disclosure, stock liquidity, and mutual fund performance». *Journal of Finance* 70 (6): 2.733-2.776. <https://doi.org/10.1111/jofi.12245>
- Almeida, Dora; Ferreira, Paulo; Dionísio, Andreia y Aslam, Faheem. 2025. «Exploring the connection between geopolitical risks and energy markets». *Energy Economics* 141: 108113. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2024.108113>
- Antón, Miguel y Polk, C. 2014. «Connected stocks». *Journal of Finance* 69 (3): 1.099-1.127. <https://doi.org/10.1111/jofi.12149>
- Antonakakis, Nikolaos; Gupta, Rangan y André, Christophe. 2015. *Dynamic co-movements between economic policy uncertainty and housing market returns*. Working Paper 2015-09. University of Pretoria. https://www.up.ac.za/media/shared/61/WP/wp_2015_09.zp47205.pdf
- Banco Mundial. 2020. *Globalization and Growth: Implications for a Post-Crisis World*. Banco Mundial. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/180311468174918324/pdf/Globalization-and-growth-implications-for-a-post-crisis-wo<rld.pdf>
- Bank of England. 2019. *Financial Stability Report*. Consultado del 11 de julio de 2025. <https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-report>
- Barbieri, Katherine; Keshk, Omar M. G. y Pollins, Brian M. 2009. «Trading data: Evaluating our assumptions and coding rules». *Conflict Management and Peace Science* 26 (5): 471-491. <http://dx.doi.org/10.1177/0738894209343887>

- Barro, Robert J. 2006. «Rare disasters and asset markets in the twentieth century». *Quarterly Journal of Economics* 121 (3): 823-866. <https://doi.org/10.1162/qjec.121.3.823>
- BCE-Banco Central Europeo. 2024a. «Turbulent times: geopolitical risk and its impact on euro area financial stability». *Financial Stability Review*, mayo. Consultado el 11 de julio de 2025. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202405_01~4e4e30f01f.en.html
- BCE-Banco Central Europeo. 2024b. «Investment funds and euro disaster risk shocks». *ECB Working Paper* 3029. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3029~0ac8f8f674.en.pdf>
- Bekaert, Geert; Hoerova, Marie y Xu, Nancy R. 2023. «Risk, monetary policy and asset prices in a global world». *ECB Working Paper* 2879. <https://doi.org/10.2866/566624>
- Benartzi, Shlomo y Thaler, Richard H. 1995. «Myopic loss aversion and the equity premium puzzle». *The Quarterly Journal of Economics* 110 (1): 73-92. <https://doi.org/10.2307/2118511>
- Boehmer, Ekkehart; Fong, Kingsley y Wu, J. Julie. 2020. «Algorithmic trading and market quality: International evidence». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 56 (8): 2.659-2.688. <https://doi.org/10.1017/S0022109020000782>
- Bullrun Investment Management. 2023. «Market volatility and geopolitical events: What the data actually shows». Consultado el 11 de julio de 2025. <https://www.bullrunim.com/insights/market-volatility-and-geopolitical-events-what-the-data-actually-shows>
- Burnside, Craig; Eichenbaum, Martin y Rebelo, Sergio. 2016. «Understanding booms and busts in housing markets». *Journal of Political Economy* 124 (4): 1.088-1.147. <https://doi.org/10.1086/686732>
- Caldara, Dario y Iacoviello, Matteo. 2022. «Measuring geopolitical risk». *American Economic Review* 112 (4): 1.194-1.225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Caporale, Guglielmo-Maria y Menla-Ali, Faek. 2024. «Geopolitical risk and cross-border portfolio flows: Effects and channels». *CESifo Working Paper* 11337. <https://www.ifo.de/en/cesifo/publications/2024/working-paper/geopolitical-risk-and-cross-border-portfolio-flows-effects-and>
- Chulia, Helena; Climent, Francisco J.; Soriano, Pilar y Torro, Hipòlit. 2009. «Volatility transmission patterns and terrorist attacks». *Quantitative Finance* 9 (5): 607-619. <https://doi.org/10.1080/14697680802637882>
- Fernández Cela, Juan Carlos. 2023. «Geografía Política de las Finanzas». Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- Fernández Cela, Juan Carlos. 2025. «Trump y la fractura del orden financiero global: cinco escenarios prospectivos». *Instituto Español de Estudios Estratégicos*, CESEDEN. Consultado el 11 de julio de 2025. https://www.defensa.gob.es/ceseden/-/ieeel/trump_y_la_fractura_del_orden_financiero_global_cinco_escenarios_prospectivos

- Fernández-Villaverde, Jesús; Guerrón-Quintana, Pablo; Kuester, Keith y Rubio-Ramírez, Juan. 2015. «Fiscal volatility shocks and economic activity». *American Economic Review* 105 (11): 3.352-3.384. <https://doi.org/10.1257/aer.20121236>
- Fondo Monetario Internacional. 2023. *World Economic Outlook: A Rocky Recovery*. Consultado el 11 de julio de 2025. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>
- Fondo Monetario Internacional. 2025. *Informe sobre la estabilidad financiera mundial, abril de 2025: Mejorar la resiliencia en un contexto de incertidumbre*. Consultado el 11 de julio de 2025. <https://meetings.imf.org/es/IMF/Home/Publications/GFSR/Issues/2025/04/22/global-financial-stability-report-april-2025>
- García Herrero, Alicia. 2023. «Reconfiguración de las cadenas globales de valor: rivalidad Estados Unidos-China y rol de la UE». *Revista CIDOB d'Afers Internacionals* 134: 51-73. <https://doi.org/10.24241/rcai.2023.134.2.51>
- Glick, Reuven y Taylor, Alan M. 2010. «Collateral damage: Trade disruption and the economic impact of war». *The Review of Economics and Statistics* 92 (1): 102-127. <https://doi.org/10.1162/rest.2009.12023>
- Invesco. 2023. «Geopolitics vs. fundamentals: A tug-of-war in equity markets». Consultado el 11 de julio de 2025. <https://www.invesco.com/uk/en/insights/geopolitics-vs-fundamentals-tug-of-war-in-equity-markets.html>
- J.P. Morgan Private Bank. «5 key strategies to fortify portfolios». Octubre de 2023. Consultado el 11 de julio de 2025. <https://privatebank.jpmorgan.com/eur/en/insights/markets-and-investing/5-key-strategies-to-fortify-portfolios>
- Jones, Erik. 2022. «The war in Ukraine and the European Central Bank». *Survival* 64 (4): 111-119. <https://doi.org/10.1080/00396338.2022.2103262>
- Jourde, Tristan. 2021. «The Long Term Effect of Globalization on International Stock Return Comovements». *SSRN Scholarly Paper* 3916844. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3916844>
- Malkhozov, Aytek y Shamloo, Maral. 2010. *Asset prices in a news-driven real business cycle model*. AEA Annual Meeting.
- MSCI. 2024. «Understanding geopolitical risk in investments». *MSCI Research*. Consultado el 11 de julio de 2025. <https://ideas.repec.org/p/red/sed010/546.html>
- Raddant, Matthias y Kenett, Dror Y. 2017. «Interconnectedness in the Global Financial Market». *arXiv* 1704.01028. <https://arxiv.org/abs/1704.01028>
- Smales, Lee A. 2021. «Geopolitical risk and volatility spillovers in oil and stock markets». *The Quarterly Review of Economics and Finance* 81: 237-246. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.03.008>
- Viceira, Luis M.; y Wang, Zixuan. 2018. «Global portfolio diversification for long-horizon investors». *NBER Working Paper* 24646. <https://doi.org/10.3386/w24646>

