

Informe geopolítico y geoeconómico

22 de septiembre de 2026. Wk 39

Durante buena parte de los últimos años hemos tratado la geopolítica como si fuera una perturbación externa que, tarde o temprano, terminaba absorbida por los mercados. Una guerra elevaba el petróleo, una sanción modificaba determinadas rutas comerciales, China respondía a Estados Unidos y, después de unas semanas de volatilidad, la economía volvía a imponer su propia lógica. Esa separación empieza a ser cada vez más difícil de mantener.

La situación actual tiene una peculiaridad. Los principales focos de tensión están actuando sobre variables que ya estaban sometidas a presión antes de que apareciera el último shock. Oriente Medio afecta a una energía que Europa todavía no ha conseguido abaratar de forma estructural. La guerra de Ucrania obliga a aumentar el gasto en defensa en economías con poco margen fiscal. La rivalidad con China coincide con unas necesidades enormes de minerales, semiconductores y capacidad industrial. Estados Unidos afronta todo ello con una deuda pública superior a 40 billones* de dólares y unos tipos largos que han vuelto a niveles que prácticamente nadie contemplaba hace pocos años.

La geopolítica no está provocando todos esos problemas. Los está encontrando ya allí. Y eso cambia bastante las cosas.

ORIENTE MEDIO SIGUE SIENDO EL RIESGO INMEDIATO

El mercado petrolero está funcionando, pero lo está haciendo de una forma que difícilmente puede calificarse de normal. El tráfico por el estrecho de Ormuz continúa muy por debajo de los niveles anteriores a la guerra. Durante el último fin de semana cruzaron 17 buques de mercancías, frente a unos 125 grandes buques comerciales diarios antes del conflicto. Arabia Saudí ha conseguido recuperar parte de sus exportaciones desde terminales del Golfo y los productores han improvisado sistemas de traslado y carga que permiten mantener barriles en circulación. Todo esto tranquiliza al mercado porque demuestra que el suministro no ha desaparecido.

El problema es el precio de mantenerlo.

Cada trasbordo adicional, cada modificación de una ruta, cada día más de navegación y cada seguro que incorpora una prima de guerra termina añadido al coste del barril. Lo mismo ocurre con el transporte de mercancías. Las tarifas spot de contenedores entre China y la costa este estadounidense se han multiplicado desde febrero y han vuelto a niveles comparables con los peores momentos de las disrupciones posteriores al COVID.

No hace falta que Ormuz cierre para generar inflación. Basta con que deje de funcionar como funcionaba.

El Brent ha corregido hasta la zona de 100 dólares ante la expectativa de avances diplomáticos entre Washington y Teherán. El movimiento tiene sentido. El mercado descuenta futuros barriles, no únicamente los que están circulando hoy. Pero cuatro sesiones de caída del petróleo no resuelven un problema físico que sigue abierto. Los hutíes continúan teniendo capacidad para presionar la alternativa del mar Rojo y un ataque al oleoducto saudí Este-Oeste ha vuelto a de-

mostrar que desviar el crudo de Ormuz no elimina automáticamente el riesgo. Simplemente lo mueve unos cientos de kilómetros.

China ha entrado además en la ecuación con bastante más decisión. Pekín ha pedido a Irán que limite los ataques hutíes contra las instalaciones saudíes. No me parece una cuestión menor. China compra energía a todos los actores de la región y necesita que ninguno de ellos consiga bloquear al resto. Su interés no es defender a Arabia Saudí frente a Irán. Su interés es que el petróleo siga llegando.

Ésa es probablemente la posición más racional de todas.

UCRANIA HA DEJADO DE SER SÓLO UNA GUERRA

La guerra continúa sin una salida política visible y los ataques sobre infraestructura energética han vuelto a convertirse en parte habitual de la campaña militar. Rusia golpea instalaciones ucranianas y Ucrania sigue atacando refinerías, depósitos y otros activos energéticos rusos. Este tipo de guerra tiene un efecto distinto del de destruir un blindado. Una refinería fuera de servicio reduce capacidad productiva, altera exportaciones, obliga a modificar flujos y termina afectando a ingresos fiscales.

Rusia empieza a reconocer el coste en sus propias cuentas. El Gobierno espera ahora un déficit de hasta el 3% del PIB, muy por encima de lo presupuestado inicialmente. Para una economía en guerra no es una cifra extraordinaria, pero sí muestra hasta qué punto el conflicto ha dejado de financiarse únicamente con los ingresos extraordinarios procedentes de la energía.

Europa tiene un problema distinto. Está obligada a aumentar el gasto militar mientras intenta financiar una transición energética, modernizar infraestructuras y sostener unos Estados del bienestar contruidos para una población bastante más joven.

Alemania puede permitirse hacer bastante más que otros. Francia empieza a tener menos espacio. La prima de riesgo francesa frente al Bund ha alcanzado niveles que no se veían desde 2012. Es una señal que conviene no dramatizar, pero mucho menos ignorar. El euro fue diseñado suponiendo que los mercados acabarían convergiendo en su percepción de riesgo. De vez en cuando recuerdan que Francia, Alemania, Italia o España comparten moneda, pero no balance público.

Una Europa que necesita gastar más en defensa lo hará precisamente cuando el coste marginal de emitir deuda vuelve a ser importante. Durante una década eso apenas importó. Con tipos cercanos a cero se podía discutir sobre deuda en términos casi contables. Ahora vuelve a tener precio.

EL PROBLEMA MACROECONÓMICO SE ESTÁ VOLVIENDO BASTANTE INCÓMODO

La Reserva Federal elevó la semana pasada el rango de los Fed Funds hasta 3,75%-4%. El mensaje de Warsh fue bastante claro. La economía continúa creciendo a buen ritmo, la inversión permanece fuerte, el mercado laboral aguanta y la inflación sigue demasiado alta.

Las nuevas proyecciones de la Fed sitúan la inflación PCE de 2026 en el 3,7% y la subyacente en el 3,4%. Más interesante todavía, la mediana de tipos proyectada para final de año ha subido

respecto a junio. El mercado ha tenido que abandonar rápidamente aquella cómoda discusión sobre cuándo empezarían los recortes.

El BCE llegó a una conclusión parecida unos días antes. Subió 25 puntos básicos y elevó la facilidad de depósito al 2,50%. Espera una inflación media del 3% este año, 2,5% en 2027 y todavía 2,1% en 2028. Al mismo tiempo ha revisado ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento porque la economía europea ha resistido mejor de lo esperado.

Ésta es una combinación bastante desagradable para un banco central.

Si la economía estuviera hundiéndose, la decisión sería sencilla. Se aceptaría temporalmente algo más de inflación y se bajarían tipos para evitar una recesión profunda. Si la inflación desapareciera, tampoco existiría demasiado misterio. El problema aparece cuando el crecimiento aguanta lo suficiente como para que la demanda continúe presionando los precios y, al mismo tiempo, petróleo, gas, transporte y aranceles añaden inflación desde la oferta.

Estados Unidos tiene además un componente adicional que Europa no comparte en la misma escala. La inversión asociada a inteligencia artificial está generando una demanda extraordinaria de capital, electricidad, semiconductores, redes y construcción. Durante años hemos hablado de la IA como una fuerza futura de productividad y, por tanto, potencialmente desinflacionista. Seguramente lo sea. Antes hay que construirla.

Y construirla cuesta mucho dinero.

CHINA Y ESTADOS UNIDOS LLEGAN A UNA REUNIÓN QUE IMPORTA MÁS DE LO HABITUAL

Xi Jinping llegó ayer a Estados Unidos y se reúne hoy con Donald Trump. Sería un error esperar que una reunión resuelva una rivalidad que tiene raíces tecnológicas, militares y comerciales. Sí puede decidir hasta qué punto ambos países están dispuestos a impedir que esa rivalidad vuelva a convertirse en una guerra comercial abierta.

Energía, agricultura, tierras raras, semiconductores, sanciones y Taiwán estarán presentes de una forma u otra.

Las tierras raras constituyen probablemente el ejemplo más limpio de cómo ha cambiado la relación entre economía y seguridad nacional. Estados Unidos puede restringir el acceso chino a determinados chip, pero China continúa teniendo una posición dominante en procesamiento de minerales críticos que la industria estadounidense necesita para tecnología, automóviles y defensa. Ambos tienen instrumentos de presión. Ninguno puede utilizarlos sin hacerse daño.

El interés inmediato estará en comprobar si se reactivan flujos comerciales de energía entre ambos países, si China amplía sus compras agrícolas y qué ocurre con las restricciones sobre minerales críticos. No esperaría una reconciliación. Una prórroga del enfrentamiento controlado ya sería suficiente para que los mercados la recibieran bien.

Las midterms del 3 de noviembre añaden otra fuente de incertidumbre, especialmente en el Senado. Los republicanos llegan con 50 escaños frente a 46 demócratas y cuatro independientes, mientras Cook Political Report clasifica actualmente siete carreras como toss-up, entre ellas Alaska, Iowa, Maine, Michigan, New Hampshire, Ohio y Texas. Las encuestas muestran márgenes muy estrechos en varios de esos estados. En Michigan, por ejemplo, el promedio de RealClearPolitics sitúa a Abdul El-Sayed (D) alrededor de dos puntos por delante de Mike Rog-

ers (R) , mientras en New Hampshire la carrera entre Chris Pappas y John Sununu también se mueve en torno a diferencias de apenas un par de puntos. El deterioro de la aprobación de Trump añade presión sobre los candidatos republicanos. La última encuesta Reuters/Ipsos sitúa su aprobación en el 32% y da a los demócratas una ventaja de ocho puntos en intención genérica de voto al Congreso, 43% frente a 35%, aunque ese dato nacional no puede trasladarse mecánicamente a cada carrera senatorial. Para los mercados, lo realmente relevante no será tanto quién gane un estado concreto como si el resultado modifica el control del Senado, porque eso condicionaría la capacidad de la Casa Blanca para sacar adelante nombramientos, legislación fiscal, regulación financiera y parte de su agenda económica durante los dos últimos años de mandato.

EQUITY, EL ÍNDICE ESTÁ DICIENDO MENOS DE LO QUE PARECE

El Nasdaq esta en máximos históricos mientras petróleo y rentabilidades largas han retrocedido desde los máximos de la semana pasada. A primera vista parece que el mercado ha decidido ignorar la geopolítica.

Pero esto no es exactamente lo que ocurre. Debajo de los índices existe una dispersión enorme. Los semiconductores han vuelto a liderar las subidas y el entusiasmo alrededor de la inteligencia artificial mantiene valoraciones que, con tipos largos cercanos al 5%, serían difíciles de justificar en muchos otros sectores. Mientras los beneficios sigan creciendo, el mercado está dispuesto a pagarlas. El problema aparecerá si una parte del capex actual tarda demasiado en convertirse en beneficios. Así la tecnología sigue teniendo una historia propia.

Y la defensa también. Europa ha empezado un ciclo de gasto que no depende de que el conflicto ucraniano termine mañana o dentro de tres años. El aumento de inventarios, munición, defensa aérea, drones, electrónica y capacidad industrial responde ahora a una decisión estratégica más amplia. Para las compañías europeas del sector, el viento sigue siendo favorable.

La energía funciona de forma mucho más binaria. Un avance diplomático serio con Irán recortaría rápidamente la prima incorporada al petróleo y castigaría a los productores. Una nueva interrupción de Ormuz haría exactamente lo contrario. No creo que tenga demasiado sentido intentar proyectar el Brent con una precisión de cinco dólares mientras una parte importante del suministro mundial depende de decisiones políticas que pueden cambiar en una noche.

Las compañías industriales europeas y de transporte están peor situadas. Energía cara, costes logísticos elevados y financiación menos cómoda comprimen márgenes. Las aerolíneas son probablemente uno de los ejemplos más claros porque el combustible aparece directamente en la estructura de costes y tiene muy poca capacidad de sustitución a corto plazo.

Los bancos requieren más cuidado. Tipos más altos pueden sostener el margen de intereses durante un tiempo. Cuando el endurecimiento empieza a deteriorar crédito, inmobiliario o deuda soberana, aquello que inicialmente ayudaba al beneficio se transforma en riesgo de balance. La reacción reciente de los bancos europeos a la caída del petróleo muestra bastante bien dónde está esa frontera.

LA DEUDA VUELVE A CONVERTIRSE EN UN MERCADO DE VERDAD

Para mí ésta sigue siendo la parte más delicada. El Treasury a diez años ha rondado recientemente el 5%. Con una deuda federal que supera los 40 billones de dólares y un déficit próximo

al 6% del PIB, ya no basta con preguntarse qué hará la Fed. Hay que preguntarse cuánto exige un inversor para financiar durante diez o treinta años a un Estado que seguirá emitiendo cantidades enormes de papel.

El dos años continuará respondiendo fundamentalmente a Warsh y al FOMC. El treinta años tiene más problemas encima. La inflación futura, el déficit, las emisiones, la demanda extranjera, la prima temporal y la credibilidad fiscal empiezan a pesar mucho más. Si la Fed mantiene los tipos altos, el tramo corto permanece tensionado. Si el Tesoro continúa emitiendo grandes cantidades de deuda mientras los inversores exigen mayor compensación, el tramo largo tampoco tiene motivos claros para relajarse demasiado.

Eso puede producir una situación curiosa dentro de unos años. Una Fed bajando tipos y unas hipotecas que continúen siendo caras porque el Treasury largo no acompaña.

Quien piense que bajar Fed Funds equivale automáticamente a volver al dinero barato debería mirar un poco más la curva.

En Europa, Francia será probablemente el mercado soberano que más información nos proporcione sobre cuánto riesgo fiscal están dispuestos a tolerar los inversores. Italia sigue teniendo una deuda mayor, pero Francia tiene ahora la particularidad de combinar deterioro fiscal, incertidumbre política y un mercado que durante años la trató casi como un sustituto del Bund.

COMMODITIES, DONDE LA GEOPOLÍTICA TODAVÍA SE VE MEJOR

El petróleo continúa siendo el indicador más inmediato porque refleja directamente el riesgo de interrupción de suministro. Si las conversaciones entre Estados Unidos e Irán avanzan, debería desaparecer parte de la prima que hoy paga el Brent. Si fracasan y vuelven los ataques sobre rutas o infraestructura, 100 dólares probablemente no sean un techo especialmente sólido.

El gas europeo merece casi tanta atención. Europa sustituyó parte del gas ruso por GNL y descubrió con ello que diversificar un proveedor no significa eliminar el riesgo geopolítico. Qatar, transporte marítimo y terminales de regasificación han pasado a formar parte de la seguridad energética europea.

El oro tiene una lectura distinta. La tensión geopolítica y la preocupación por la deuda pública favorecen su demanda. Unos tipos reales elevados juegan en sentido contrario. Que siga mostrando fortaleza pese a tipos altos dice bastante sobre la demanda de protección existente.

Cobre y minerales críticos tienen quizás la historia de más largo plazo. Rearme europeo, redes eléctricas, inteligencia artificial, centros de datos, vehículos eléctricos y relocalización industrial compiten por los mismos recursos. Si Occidente quiere reducir dependencias estratégicas tendrá que construir capacidad redundante. La redundancia es estupenda para la seguridad. Para los costes, bastante menos.

QUÉ PUEDE CAMBIAR ESTE ESCENARIO EN LOS PRÓXIMOS DÍAS

La primera prueba llegará mañana con las nuevas previsiones de la OCDE. Me interesará especialmente saber cuánto del shock energético incorpora ya a inflación y cuánto resta al crecimiento europeo.

De la reunión Trump-Xi, no espero un acuerdo histórico. Buscaría algo mucho más modesto y probablemente más útil, señales sobre aranceles, energía, tierras raras y duración de la tregua comercial.

La semana próxima Estados Unidos publicará JOLTS, la revisión final del PIB del segundo trimestre y el PCE de agosto. Éste último tiene especial importancia después de la subida de la Fed. Si la inflación subyacente continúa alrededor de los niveles actuales, el mercado tendrá más dificultades para defender que septiembre fue una subida aislada.

Después llegará empleo.

Y el petróleo seguirá mandando durante todo ese tiempo.

Si tuviera que reducir este informe a una variable, algo que normalmente detesto hacer, observaría conjuntamente Brent y Treasury a diez años. Una caída simultánea de ambos aliviaría inflación, política monetaria y valoraciones. Una subida conjunta devolvería exactamente el escenario que más daño puede hacer a las economías occidentales, energía cara y capital caro al mismo tiempo.

Las empresas pueden convivir durante bastante tiempo con uno de los dos.

Con ambos, bastante menos.

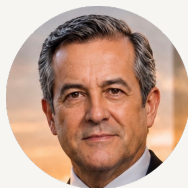
NOTAS

* notación europea

** notación norteamericana

FUENTES UTILIZADAS

- Reuters
- OCDE
- U.S. Bureau of Labor Statistics
- Reserva Federal, comunicado del FOMC del 16 de septiembre de 2026
- Reserva Federal, Summary of Economic Projections, septiembre de 2026
- Banco Central Europeo, Monetary Policy Decisions, 10 de septiembre de 2026



Miguel Ángel Temprano