

Informe geopolítico y geoeconómico

8 de octubre de 2026. Wk 41

Hace quince días cerraba este informe diciendo que, si tuviera que vigilar una sola cosa, miraría juntos el Brent y el Treasury a diez años. El Brent ha hecho lo que se esperaba de él, moverse mucho para acabar casi donde estaba. El contrato de diciembre cerró el lunes en 100,32 dólares, después de superar los 106 en plena Asamblea General de la ONU y de volver a caer por debajo de 100 con el anuncio del G7. El Treasury, en cambio, ha ido por su cuenta. Según los datos de la Reserva Federal, el diez años cerró el lunes en el 5,31% y el treinta años en el 5,66%, niveles que el mercado no veía desde hace más de veinte años.

Esa divergencia es, para mí, lo más importante de estas dos semanas. La guerra con Irán ha dejado de cobrarse sólo en el barril. Ahora se cobra también en el precio del dinero, y lo hace en mal momento, con un mercado laboral estadounidense que empieza a enfriarse, una Francia que pierde credibilidad fiscal a ojos vista y unos bancos centrales que siguen recibiendo datos de precios que no les permiten relajarse.

Un shock de energía se puede aguantar unos meses. Uno de energía y de financiación a la vez es otra cosa.

ORMUZ SIGUE ABIERTO A MEDIAS, Y ESO TAMBIÉN TIENE PRECIO

Irán ofreció el 25 de septiembre, en Naciones Unidas, reabrir el estrecho y retomar la negociación nuclear en un plazo de siete días. Las condiciones eran las conocidas, levantamiento del bloqueo naval estadounidense, exención de las sanciones sobre su crudo y un alto el fuego que incluya Líbano. Trump contestó que no tenía prisa. Diez días después el presidente Pezeshkian calificaba las conversaciones de «sin sentido», y el núcleo del gabinete de Trump se reunía en Camp David para estudiar, según Axios, la reanudación de operaciones de combate a gran escala y posibles ataques contra los hutíes. El grupo del portaaviones Theodore Roosevelt ya ha zarpado de San Diego. Si se cumple el calendario, a finales de noviembre habrá tres portaaviones cerca de Irán.

La presión económica sobre Teherán está funcionando. El secretario del Tesoro, Scott Bessent, asegura que Irán no cargó un solo barril de crudo en septiembre, el rial ha marcado mínimos históricos y el ministro de Petróleo ha dimitido. Entonces, ¿por qué no hay acuerdo? Porque a Irán le queda una única carta de verdad, la capacidad de hacer inseguro el paso, y la está jugando. Lloyd's List contabiliza más de noventa ataques contra buques desde que empezó la guerra, y desde el 2 de octubre ha habido al menos uno diario entre Ormuz y el golfo de Adén.

Los barriles salen, eso sí. Kpler estimaba a finales de septiembre un flujo medio por el estrecho de unos 9 millones de barriles diarios, y Arabia Saudí reabrió el 24 de septiembre el oleoducto Este-Oeste hacia Yanbu, cerrado desde el día 11 por ataques con drones. Pero el riesgo no desaparece, se desplaza. El 3 de octubre ardía una instalación de Aramco al sur de Riad, y los hutíes han reivindicado después ataques contra el aeropuerto de la capital y contra la refinería de Rabigh, en la costa del mar Rojo. La coalición saudí ha respondido con una ofensiva aérea sobre Yemen. La ruta que debía servir de alternativa a Ormuz se ha convertido en un segundo frente.

Hay una pieza que el Brent no refleja bien y que a mí me preocupa más que el crudo. El gasóleo. En Estados Unidos ha marcado un récord de 6,50 dólares por galón, frente a 5,61 un mes antes, y los inventarios de destilados de la costa este estaban en septiembre un 32% por debajo de su media de

cinco años, según la EIA. El G7 acordó el 2 de octubre liberar hasta 100 millones de barriles de crudo y gasóleo en cuatro meses, buena parte del diésel en los primeros veinte días. Es una decisión sensata y también una confesión. La reserva estratégica estadounidense está en 283,8 millones de barriles, su nivel más bajo en cuarenta años, y Washington ofrece otros 40 millones. Las reservas sirven para ganar tiempo. No producen petróleo.

El destilado medio es el combustible de los camiones, de la maquinaria agrícola, de los barcos y, con matices, de los aviones. Una refinería saudí atacada, la capacidad rusa dañada por los drones ucranianos y Qatar prorrogando la fuerza mayor sobre su GNL hasta noviembre y principios de diciembre son partes del mismo problema. Crudo hay, aunque caro. Lo que escasea es capacidad para transformarlo y llevarlo adonde hace falta.

La EIA ha elevado esta semana su previsión del Brent para el cuarto trimestre a 105 dólares, y la media de 2026 a 96. No hace falta creerse la cifra. Basta con fijarse en la dirección de la revisión.

EL EMPLEO AFLOJA JUSTO CUANDO LOS PRECIOS APRIETAN

El informe de empleo del 2 de octubre fue malo sin paliativos. La economía estadounidense creó 29.000 puestos de trabajo en septiembre y los dos meses anteriores se revisaron a la baja en 60.000, con lo que julio queda en negativo. El paro se mantuvo en el 4,2% y el salario por hora subió un 0,1% en el mes, un 3,0% interanual. Unos días antes, el PCE de agosto había salido algo mejor de lo temido, 3,4% el general y 3,0% el subyacente, y la tercera estimación del PIB elevó el crecimiento del segundo trimestre al 2,2% anualizado.

Visto así, uno pensaría que la Fed de Warsh puede respirar. Yo no lo veo tan claro, porque los dos ISM de septiembre cuentan otra historia. El índice de precios pagados de manufacturas subió casi siete puntos, hasta 77,9, y el de servicios llegó a 74, su nivel más alto desde julio de 2022. Las propias empresas citan los aranceles y la guerra de Irán. La inflación que entra por la oferta todavía no ha terminado de llegar al consumidor, y el FMI lo dijo sin rodeos el 1 de octubre, el shock energético que alimenta la inflación general no ha terminado.

Ése es el dilema real de la reunión del 27 y 28 de octubre. Una economía que crea empleo a ritmo casi nulo pide prudencia, y unos precios empresariales que se disparan piden lo contrario. Tras el dato de empleo el mercado ha rebajado mucho la probabilidad de una subida en octubre, aunque sigue dando bastante peso a otra antes de que acabe el año. John Williams, presidente de la Fed de Nueva York, habló el 29 de septiembre de un riesgo creciente para la estabilidad de precios y dejó la puerta abierta a un movimiento más en 2026. Tiene su lógica. Una Fed que acaba de subir tipos por primera vez desde 2023 no puede permitirse parecer asustada por el primer dato flojo de empleo.

Europa tiene el mismo problema con menos crecimiento. La inflación de la eurozona saltó en septiembre al 3,8% desde el 3,2%, según el dato preliminar de Eurostat, mientras la OCDE espera que la zona euro crezca un 1% este año y otro 1% el próximo. El BCE vuelve a reunirse el 29 de octubre con la facilidad de depósito en el 2,50%. Según Reuters, el mercado descontaba a comienzos de mes en torno a un 82% de probabilidad de otra subida en diciembre. Subir tipos con la economía creciendo al 1% es exactamente el tipo de decisión que ningún banco central quiere tomar y que éste probablemente tomará.

EL BONO SE HA CONVERTIDO EN EL CANAL DE TRANSMISIÓN

Vuelvo a lo que decía al principio. ¿Por qué sube el Treasury largo si el empleo se frena, el PCE sorprende a la baja y el mercado reduce la probabilidad de una subida inmediata? Si el bono sólo

respondiera a la Fed, debería haber bajado. El dos años lo ha hecho, ligeramente, del 4,89% del 29 de septiembre al 4,84% del lunes. En esos mismos días el diez años ha pasado del 5,26% al 5,31% y el treinta años del 5,59% al 5,66%.

La curva se ha empujado justo por el tramo que la Reserva Federal no controla. Ahí pesan la inflación esperada a largo plazo, la oferta de deuda y la compensación que exige un inversor por inmovilizar su dinero treinta años en un país con una deuda federal superior a 40 billones* de dólares, un déficit de unos 2 billones* en los once primeros meses del año fiscal y un gasto en intereses que, según la CBO, ha crecido un 12%. A eso se añade la energía. Quien ve el gasóleo en récord y la reserva estratégica en mínimos no se cree que la inflación vuelva al 2% en un plazo razonable, y lo cobra en el precio.

No es un fenómeno estadounidense. El bono japonés a diez años ha superado el 3% y el diferencial entre la deuda francesa y el Bund ha llegado a 152 puntos básicos, el más alto desde la crisis del euro de 2011. Mismo síntoma, causas locales distintas. Los Estados necesitan financiar más gasto, en defensa, en energía o en ayudas, justo cuando el ahorro mundial ha dejado de prestarse casi gratis. Esto tiene una consecuencia muy concreta para cualquier familia o empresa. Aunque la Fed o el BCE dejen de subir, una hipoteca a tipo fijo o un préstamo corporativo a diez años se fijan mirando este tramo de la curva, no el tipo oficial.

FRANCIA, EL ESLABÓN QUE MÁS TIEMPO LLEVA AVISANDO

Lo de Francia merece apartado propio porque esta vez el mercado no se ha limitado a ampliar el diferencial. También ha vendido euros. La moneda única tocó 1,1161 dólares, su mínimo del año, mientras el OAT a diez años rozaba el 5%, un nivel desconocido desde 2002. Las primas de Italia y Grecia se ampliaron por contagio en torno a 15 puntos básicos.

El Gobierno de Lecornu ha presentado un presupuesto para 2027 con 54.000 millones de euros entre ahorro y nuevos ingresos y un objetivo de déficit del 5% del PIB, frente al 5,4% estimado para este año. La deuda pública ronda el 119% del PIB. Las cifras son discutibles, pero el problema de verdad es quién tiene que votarlas. Se trata de un Gobierno en minoría, con el debate parlamentario arrancando el 13 de octubre y unas presidenciales en la primavera de 2027 que empujan a todos los partidos hacia cualquier cosa menos la disciplina fiscal.

En el informe anterior decía que Francia sería el mercado que mejor nos indicaría cuánto riesgo fiscal están dispuestos a tolerar los inversores. Ya nos lo está diciendo. Y conviene recordar algo incómodo. El BCE tiene herramientas para frenar ampliaciones de diferenciales que considere injustificadas, pero un diferencial que se amplía porque un país no consigue aprobar un presupuesto difícilmente encaja en esa definición. Fráncfort no va a rescatar a París de su propio Parlamento.

UCRANIA, MÁS GASTO MILITAR Y UNAS CONVERSACIONES QUE NADIE SE CREE DEL TODO

Rusia lanzó el 1 de octubre cerca de 190 drones y misiles contra la red eléctrica ucraniana, el ataque combinado más duro en meses, con daños en infraestructuras críticas de cinco regiones. Tres días después Zelenski confirmaba que Ucrania está dispuesta a sentarse en unas conversaciones técnicas a tres bandas propuestas por Washington, posiblemente este mismo mes. Las dos cosas encajan. Golpear la energía antes del invierno es la forma más barata que tiene Moscú de llegar a una mesa en mejor posición.

Los presupuestos rusos dicen más que las declaraciones. El Ministerio de Finanzas prevé gastar en defensa 17,1 billones* de rublos en 2027, un 27% más de lo que tenía planeado, ha elevado el déficit de este año al 3,2% del PIB desde el 1,6% y ha recortado los ingresos esperados por petróleo y gas de 8,9 a 7,6 billones* de rublos. Para tapar el agujero necesitará endeudarse un 43% más y subir impuestos a las rentas del capital y a las compras en el extranjero. No es el presupuesto de un país que se prepara para la paz.

Europa responde con la misma lógica. Alemania lleva su gasto básico en defensa a 109.000 millones de euros en 2027, desde 82.200 millones este año, y su ministro de Finanzas reconoce que no puede hacerlo sin nueva deuda. Lo cual nos devuelve al apartado anterior. El rearme europeo se financia en el mercado de bonos, y el mercado de bonos de 2026 se parece muy poco al de 2019.

CHINA Y ESTADOS UNIDOS COMPRAN TIEMPO

La cumbre de Washington entre Trump y Xi terminó como cabía esperar, sin gran acuerdo y sin ruptura. La tregua comercial se prorroga dos meses, hasta el 10 de enero de 2027. Cada parte rebajará aranceles sobre unos 30.000 millones de dólares de bienes de la otra, China comprará al menos 10 millones de toneladas anuales de carbón estadounidense en 2027 y 2028 y se abre un canal para incidentes relacionados con la inteligencia artificial. La soja se queda fuera. Tampoco hay acuerdo sobre tierras raras ni sobre semiconductores.

Me interesa más lo que falta que lo que se firmó. Pekín conserva intacta su palanca sobre los minerales críticos y Washington la suya sobre los chips. Ninguno ha cedido lo esencial porque ambos saben que la siguiente cita es la APEC de Shenzhen, el 18 y 19 de noviembre, dos semanas después de las midterms. Xi puede encontrarse allí con un presidente que haya perdido el Senado. ¿Por qué iba a cerrar nada antes de saberlo?

Esa posibilidad es real. El Cook Political Report mantiene siete carreras como toss-up, Alaska, Iowa, Kansas, Maine, Michigan, Ohio y Texas, seis de ellas en manos republicanas, y ya sitúa New Hampshire del lado demócrata. La aprobación de Trump cayó al 32% en la última encuesta Reuters/Ipsos, la más baja de sus dos mandatos, y sólo un 17% aprueba su gestión del coste de la vida. Con el gasóleo en récord, ese porcentaje no tiene muchos motivos para mejorar antes del 3 de noviembre.

EQUITY, RÉCORDS CON POCOS PROTAGONISTAS

El S&P 500 cerró el lunes en 7.818,93 puntos y el Nasdaq en 27.599,79, ambos en máximos históricos. Con el Treasury por encima del 5,3% y el gasóleo en récord, resulta tentador concluir que la bolsa ignora la geopolítica. No comparto esa lectura. Lo que hay es un mercado que paga mucho por una única historia, la inversión en inteligencia artificial, y que trata con bastante menos cariño casi todo lo demás. Semiconductores y empresas ligadas a centros de datos explican buena parte de las subidas, mientras el Russell 2000 de pequeñas compañías caía ese mismo día.

El ejemplo de la semana es Constellation Energy, que subió en torno a un 12% tras cerrar con Google un contrato de suministro nuclear a veinte años. La inteligencia artificial necesita electricidad estable y la está pagando a precios que convierten a ciertas eléctricas en compañías de crecimiento. Me parece una de las relaciones más sólidas del mercado actual, porque basta con que los centros de datos se enchufen, sea o no rentable la IA dentro de tres años.

Europa cuenta otra historia. El Stoxx 600 marcó el 1 de octubre un mínimo de tres meses y los bancos vivieron su peor semana desde abril. El contagio francés pesa sobre las entidades con

mucha deuda soberana en balance, y los tipos altos que hasta ahora engordaban el margen empiezan a preocupar por el lado del crédito. Defensa conserva el respaldo de presupuestos plurianuales como el alemán. Química, aerolíneas e industria intensiva en energía cargan con un gas a precios de crisis y un gasóleo que no da tregua.

COMMODITIES, EL ORO NO ESTÁ HACIENDO SU TRABAJO

Parece una contradicción. Guerra abierta en el Golfo, deuda pública en máximos, Francia en el disparadero, y el oro cotiza alrededor de 4.150 dólares la onza, un 5% menos que hace un mes y muy lejos de los más de 5.000 que llegó a superar en enero. La explicación es menos misteriosa de lo que parece. El oro no paga intereses. Cuando el Treasury ofrece más de un 5% y el dólar se fortalece, el coste de oportunidad de guardar lingotes sube, y quien buscaba refugio encuentra otro que además le paga cupón. Mientras los tipos reales sigan donde están, el oro va a tener dificultades para funcionar como cobertura geopolítica.

El cobre es otra cosa. Se mantiene cerca de máximos porque su demanda la empujan la red eléctrica, los centros de datos y el rearme, tres procesos que no se detienen porque suban los tipos.

El gas europeo es el punto débil. Con Qatar en fuerza mayor y el GNL en Europa y Asia en los precios más altos desde finales de 2022, el invierno va a depender bastante más de la meteorología que de la política energética.

QUÉ VIGILAR HASTA EL PRÓXIMO INFORME

El FMI publicará sus nuevas previsiones durante las reuniones anuales de Bangkok, del 12 al 18 de octubre. Me interesa saber cuánto crecimiento atribuye ya al shock energético y si reconoce abiertamente que la desinflación se ha detenido en buena parte del mundo desarrollado.

El 13 de octubre empieza en París el debate presupuestario, y cada votación será un examen para el diferencial francés.

Habrà que ver si las conversaciones técnicas sobre Ucrania llegan a celebrarse y, sobre todo, si la oferta iraní de reabrir Ormuz en siete días encuentra interlocutor en Washington antes de que lleguen los portaaviones.

Después, a final de mes, la Fed, el BCE y el Banco de Japón se reúnen en apenas cuatro días.

Si tuviera que quedarme con una sola cifra, ya no sería el Brent. Sería el treinta años estadounidense. Mientras el barril subía y bajaba sin ir a ninguna parte, el bono largo ha seguido subiendo con un empleo que se frena y una inflación subyacente que mejora. Eso quiere decir que el mercado ha dejado de preguntarse qué hará la Fed el mes que viene y ha empezado a preguntarse quién va a financiar a los Estados durante los próximos treinta años, y a qué precio.

La respuesta, de momento, es que lo hará el mismo inversor de siempre.

Pero cobrando más.

MAPA DE ACTIVOS AFECTADOS

Lectura de los activos más expuestos a la situación descrita. Los marcados con ★ son los de especial interés en esta quincena.

ACTIVO	SESGO	MECANISMO	QUÉ VIGILAR
★ Treasury a 10 y 30 años	Negativo	Prima temporal, oferta de deuda e inflación energética presionan el tramo largo, que la Fed no controla. El 30 años está en el 5,66%.	FOMC del 27 y 28 de octubre y apetito en las subastas
★ Refino y destilados medios (p. ej. Valero, Marathon Petroleum, Repsol)	Positivo	Gasóleo en récord, inventarios de destilados un 32% bajo la media y capacidad rusa y saudí dañada.	Liberaciones del G7 y ataques en el mar Rojo
★ Deuda soberana francesa (OAT)	Negativo	Gobierno en minoría y diferencial con el Bund en 152 pb, máximo desde 2011.	Debate presupuestario desde el 13 de octubre
Brent	Alcista con volatilidad	Oferta física frágil frente a reservas estratégicas que sólo compran tiempo.	Oferta iraní de reabrir Ormuz y despliegue naval
Exportadores de GNL estadounidense	Positivo	Fuerza mayor de Qatar prorrogada hasta noviembre y principios de diciembre.	Llegada del invierno en Europa y Asia
Eléctricas con generación nuclear (p. ej. Constellation Energy)	Positivo	Contratos de largo plazo con centros de datos de IA.	Nuevos acuerdos con hiperscaladores
Semiconductores e IA	Positivo, concentrado	Lideran los récords del S&P 500 y el Nasdaq, pero son sensibles a un treinta años más alto.	Resultados del tercer trimestre
Defensa europea	Positivo	Presupuestos plurianuales, con Alemania en 109.000 millones de euros en 2027.	Conversaciones sobre Ucrania
Bancos europeos	Negativo a corto plazo	Contagio soberano desde Francia y peor semana desde abril.	Diferenciales de Italia y Francia
Aerolíneas, transporte y química europea	Negativo	Combustible y gas caros con poca capacidad de sustitución.	Gasóleo y gas europeo
Oro	Neutral	El refugio compite con un Treasury por encima del 5% y un dólar fuerte.	Tipos reales
Cobre	Positivo	Demanda estructural de redes, centros de datos y rearme.	Oferta minera y aranceles
Dólar frente al euro	Dólar fuerte	Euro en mínimos del año, 1,1161, por el riesgo francés.	BCE del 29 de octubre

NOTAS

* notación europea

★ activo de especial interés en esta quincena

FUENTES UTILIZADAS

- Reserva Federal, comunicado del FOMC del 16 de septiembre de 2026 y estadística H.15 de rentabilidades
- Reserva Federal de Nueva York, discurso de John Williams, 29 de septiembre de 2026
- U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation de septiembre y JOLTS de agosto de 2026
- U.S. Bureau of Economic Analysis, Personal Income and Outlays de agosto y PIB del segundo trimestre de 2026
- Institute for Supply Management, PMI de manufacturas y servicios de septiembre de 2026
- Eurostat, estimación preliminar del IPCA de septiembre de 2026

- Banco Central Europeo, tipos de interés oficiales y calendario de reuniones
- OCDE, Interim Economic Outlook, 23 de septiembre de 2026
- Fondo Monetario Internacional, rueda de prensa del 1 de octubre de 2026
- U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook de octubre de 2026
- Lloyd's List Intelligence y Kpler, datos de tráfico en Ormuz
- Reuters, Axios, Euronews y Al Jazeera
- Cook Political Report y Reuters/Ipsos



Miguel Ángel Temprano