

Informe geopolítico y geoeconómico

22 de octubre de 2026. Wk 43

Hace quince días cerraba este informe diciendo que, si tuviera que quedarme con una sola cifra, sería el bono estadounidense a treinta años. Pues bien, el treinta años ha bajado. Según el Tesoro, cerró el miércoles en el 5,42%, veinticuatro puntos básicos menos que hace dos semanas, y el diez años en el 5,13%. Y lo ha hecho en una quincena en la que la inflación de Estados Unidos ha subido al 3,7%, el Brent ha pasado de 100 a más de 112 dólares y la Fed ha dejado claro que piensa volver a subir tipos. Quien me haya leído podría pensar que me equivoqué de cifra.

Creo que no, aunque reconozco que el movimiento me ha sorprendido por dónde ha aparecido. La tensión en la deuda no se ha ido. Ha cruzado el Atlántico. Este jueves el bono francés a diez años llegó a pagar un 5,14%, su nivel más alto desde julio de 2002, y su diferencial frente al Bund alemán se fue a 173,58 puntos básicos, el mayor desde noviembre de 2011, en plena crisis del euro. Dicho de otra manera, París se financia ya a diez años prácticamente al mismo tipo que Washington.

Estados Unidos tiene más deuda, más déficit y una guerra abierta. Francia no tiene guerra. Y pagan lo mismo.

FRANCIA, DEL DIFERENCIAL A LA CALLE

En el informe anterior decía que Francia sería el mercado que mejor nos indicaría cuánto riesgo fiscal están dispuestos a tolerar los inversores. Han tardado dos semanas en contestar, y la respuesta ha llegado por un camino que no esperaba. El fin de semana del 17 y 18 de octubre hubo disturbios en varias ciudades francesas por el coste de la vida, el precio del combustible y la educación. Según AP, más de 2.500 personas fueron detenidas, ardió el ayuntamiento de Limoges y se decretaron toques de queda en París, Burdeos, Niza y Lyon. Las protestas se han extendido a Italia, España, Portugal, Bélgica y Grecia, y hay nuevas convocatorias para este sábado.

Ahí es donde un shock energético deja de ser un problema de inflación y se convierte en un problema político. El gasóleo caro no se queda en el surtidor. Llega al transportista, al agricultor, a la factura del supermercado y, al final, a la calle. Y un Gobierno en minoría con la calle encendida tiene todavía menos margen para aprobar recortes. La votación de la parte de ingresos del presupuesto se ha aplazado al 27 de octubre, y según Reuters las enmiendas ya aprobadas en la Asamblea amplían el déficit en 10.000 millones de euros, justo en sentido contrario a los 54.000 millones de ahorro que persigue Lecornu.

El mercado no ha distinguido mucho entre causas. Este jueves la prima de riesgo italiana subió hasta 123 puntos básicos, la belga marcó su máximo desde 2012 y la española se amplió hasta 71. Los bancos de la eurozona cayeron un 4,2%, su peor sesión desde marzo, y el Ibex 35 perdió un 2,12% hasta 18.913,5 puntos, con Bankinter cayendo un 7,6% y Santander y BBVA en torno al 4%. Mientras tanto el Bund bajaba de rentabilidad porque el dinero que sale de París busca refugio en Fráncfort. Este viernes Moody's tiene prevista su revisión de la nota francesa.

Lagarde dijo en Bangkok algo que conviene leer despacio. Las condiciones de financiación se han endurecido, y la venta de bonos frenará el crecimiento y la transmisión de la inflación más de lo

previsto en septiembre. Es una forma educada de decir que el mercado de deuda está haciendo parte del trabajo del BCE. Aun así, el mercado sigue descontando una subida en diciembre, con la facilidad de depósito en el 2,73% frente al 2,50% actual. Eurostat confirmó la inflación de septiembre en el 3,8%, con la energía subiendo un 18,9% y España, por cierto, en el 5%, la tasa más alta de los grandes países del euro.

POR QUÉ HA BAJADO EL TREASURY

Vuelvo al bono estadounidense, porque el movimiento tiene su lógica aunque no sea la que uno esperaría. Los datos de estas dos semanas han sido de los que asustan a un banco central. El IPC de septiembre subió un 0,6% en el mes y un 3,7% en el año, con la energía un 20,4% más cara y la gasolina un 34,2%. Los precios industriales crecieron un 1,3% en un solo mes y un 6,3% interanual. El subyacente se quedó en un 2,6%, todavía contenido, pero el Libro Beige de la Fed recoge que el encarecimiento del petróleo y del gasóleo ha afectado a los doce distritos y que las empresas esperan seguir subiendo precios.

Y el empleo, que hace quince días parecía frenarse en seco, ha dejado de dar sustos. Las peticiones semanales de subsidio de paro bajaron a 194.000, y el modelo GDPNow de la Fed de Atlanta estima que la economía creció a un ritmo anualizado del 3,5% en el tercer trimestre. Con esos datos, Hammack habló de que quizá haya que hacer todavía más, Williams de una subida adicional este año y Logan de al menos dos. Warsh, preguntado en Bangkok, se negó a anticipar nada. Según la encuesta de Reuters, casi ningún economista espera movimiento el 28 de octubre y todos esperan una subida en diciembre.

Entonces, ¿por qué baja el bono largo? Porque el mercado ha vuelto a creerse que la Fed hará el trabajo sucio. El dos años apenas se ha movido, del 4,84% al 4,81%, mientras el treinta años caía veinticuatro puntos. La curva se ha aplanado, y eso es lo que ocurre cuando los inversores piensan que el banco central subirá tipos lo suficiente como para enfriar la economía y, con ella, la inflación futura. Hay además un segundo motivo menos tranquilizador. Cuando la bolsa tecnológica se tambalea y en Arabia Saudí evacúan la sede de Aramco, el Treasury sigue siendo el sitio adonde corre el dinero con miedo. Este jueves el diez años llegó a tocar el 5% por esa huida hacia la calidad.

No me fío demasiado de este alivio. El FMI ha incluido en su nuevo informe un escenario en el que Ormuz y Bab el Mandeb quedan en gran parte cerrados hasta mediados de 2027, con el barril en 130 dólares y una prima temporal sesenta puntos básicos más alta en los bonos. No es su escenario central, pero que lo cuantifique dice bastante. Y el propio Fondo no ve la inflación subyacente estadounidense de vuelta al 2% hasta mediados de 2028. Un treinta años al 5,42% con esa perspectiva no es un bono barato. Es un bono que el mercado está dispuesto a sostener mientras crea en la Fed.

EN EL GOLFO, EL FRENTE QUE IMPORTA YA ES SAUDÍ

El contrato de diciembre del Brent cerró el 7 de octubre en 100,20 dólares y este jueves llegó a 112,68, su nivel más alto desde mayo. Lo curioso es que por Ormuz pasa ahora más petróleo que hace un mes. Según los datos de Kpler recogidos por Reuters, el flujo de octubre ronda los 11,7 millones de barriles diarios, frente a 9,75 en septiembre, en torno al 82% de lo que pasaba antes de la guerra. Más barriles y precio más alto. ¿Cómo se explica?

Se explica porque el riesgo ha cambiado de sitio. Los hutíes han convertido Arabia Saudí en el segundo frente que ya se intuía hace quince días. El 10 de octubre un ataque contra el aeropuerto de Riad dejó al menos 12 muertos, según la autoridad de aviación saudí, y el aeropuerto no reabrió parcialmente hasta el día 21. Ese mismo día fue atacado el aeropuerto de Dammam, hubo víctimas cerca del yacimiento de Shaybah y el Departamento de Estado ordenó salir del país al personal no esencial. Este jueves, según Reuters, Aramco pidió evacuar su sede de Dhahran por primera vez en la guerra. No se ha informado de daños en la producción. El mercado, sin embargo, ya no pone precio a lo que pasa por el estrecho, sino a lo que podría pasarle a quien lo bombea.

El estrecho tampoco está tranquilo. Lloyd's List contabilizó al menos 26 ataques o incidentes contra buques mercantes en los primeros quince días de octubre, la cifra mensual más alta de la guerra, y el día 13 se hundió un portacontenedores. El seguro de guerra cuesta ya alrededor del 10% del valor de la carga, frente al 3% de antes del conflicto, y fletar un superpetrolero del Golfo a China es más de doce veces más caro. Los barriles llegan, pero llegan mucho más caros.

Lo que más me interesa es el calendario. Trump anunció el 8 de octubre que no atacaría Irán antes de las elecciones de mitad de mandato. Según funcionarios iraníes citados por Reuters, Teherán está retrasando a propósito cualquier negociación para no regalarle a Trump un éxito antes del 3 de noviembre. Y The New York Times informa de que Washington e Israel tienen preparada una operación corta e intensa para después de esa fecha, que el presidente no ha aprobado. Los dos lados, por tanto, juegan con el mismo reloj. Trump necesita la gasolina barata antes del voto, e Irán, que no exporta un solo barril desde septiembre y cuya flota en la sombra se quedó sin crudo a mediados de octubre según Kpler, sólo tiene una carta, y la más eficaz es mantener el paso inseguro hasta esa fecha. Que Trump acuse ahora a Irán de inventarse ataques para subir el petróleo antes de las elecciones dice mucho de lo que le preocupa.

WASHINGTON COMPRA GASÓLEO A MOSCÚ

El gasóleo vuelve a ser el eslabón débil. Según la EIA, el precio medio en Estados Unidos volvió a subir el 19 de octubre hasta 6,276 dólares por galón, después de haber retrocedido desde el récord de 6,529 del 21 de septiembre. La AIE sostiene en su informe mensual que la escasez de destilados medios durará hasta 2027, y no es difícil ver por qué. Las exportaciones de productos refinados de Oriente Medio cayeron en septiembre a 1,9 millones de barriles diarios, frente a 4,7 antes de la guerra. Por eso la agencia ha acelerado la liberación de los cerca de 100 millones de barriles de reservas que le quedan, con más de 20 millones de gasóleo en primer lugar, y Washington ha ofrecido prestar un tercio de su reserva de gasóleo de calefacción del noreste.

La otra respuesta de Washington ha sido más polémica. El 9 de octubre Trump anunció compras de gasóleo ruso y el Tesoro suspendió las sanciones sobre ese producto hasta abril de 2027. Una semana después firmó una orden que deja sin efecto casi todas las sanciones y aranceles de la ley Graham contra los compradores de petróleo ruso, dos días antes de que entraran en vigor. Los líderes europeos criticaron el acuerdo del gasóleo en su cumbre del 15 y 16 de octubre, pocos días después de que la UE aprobara su mayor paquete de sanciones individuales contra la industria militar rusa.

Qué quieren que les diga. Desde el punto de vista de la gasolinera estadounidense, la decisión tiene sentido. Desde el de Kiev, es un regalo a Moscú, y así lo llamó Zelenski. La guerra de Irán ha convertido a Rusia en un proveedor útil justo cuando Europa intentaba lo contrario. La «tregua energética» que Trump anunció el 11 de octubre duró un día. Ucrania golpeó después la refinería

de Riazán y el 18 lanzó el mayor ataque con drones de toda la guerra contra instalaciones petroleras de la región de San Petersburgo. Al día siguiente Rusia alcanzó 28 instalaciones energéticas ucranianas. Putin y Witkoff acordaron el día 21 retomar las conversaciones a tres bandas después del 10 de noviembre. Las conversaciones técnicas que se esperaban para octubre no se han celebrado, y el borrador presupuestario ruso para 2027 dedica a defensa y seguridad el 44% del gasto.

CHINA EXPORTA COMO NUNCA

Mientras Occidente discute sobre inflación, China ha publicado un tercer trimestre con un crecimiento del 4,5%, unas ventas minoristas que apenas suben un 1,1% y una inversión inmobiliaria que cae un 20,6% en lo que va de año. Es decir, consumo débil y ladrillo en caída libre. Y unas exportaciones que en septiembre crecieron un 36,3% interanual, según Reuters, con un superávit comercial de 133.530 millones de dólares en el mes y de 938.110 millones en lo que va de año. El superávit con Estados Unidos marcó máximos de veinte meses.

El yuan se ha apreciado hasta 6,68 por dólar, su nivel más fuerte desde junio de 2022, y el Banco Popular de China está fijando su tipo de referencia más débil de lo esperado para frenar esa subida. Un país que vende tanto y consume tan poco termina chocando con sus socios, y la cumbre europea ya ha pedido herramientas de defensa comercial frente a la química y la maquinaria chinas. La tregua con Washington sigue en pie hasta el 10 de enero, pero la suspensión de los controles chinos sobre tierras raras vence el 10 de noviembre y la APEC de Shenzhen llega el 18. Pekín tiene más cartas que hace un año y no parece tener ninguna prisa en usarlas.

EQUITY, LA HISTORIA ÚNICA EMPIEZA A COSTAR

Hace quince días escribía que la bolsa estadounidense pagaba mucho por una sola historia, la inteligencia artificial. Esta quincena hemos visto lo que ocurre cuando esa historia tiene que financiarse con el bono por encima del 5%. La semana que terminó el 16 de octubre fue la peor para el S&P 500 desde junio, con el Nasdaq cediendo un 4,5%, y los semiconductores encabezaron las caídas. Este jueves Meta perdía en torno a un 7% después de anunciar una inversión de entre 135.000 y 145.000 millones de dólares para este año, y Tesla ha recortado la suya. El S&P cerró el miércoles en 7.757,17 puntos y el Nasdaq en 26.702,86, por debajo de los máximos del 6 de octubre, y este jueves volvían a caer.

No creo que la inteligencia artificial haya dejado de ser una buena historia. Lo que ha cambiado es su coste de capital. Una compañía que se endeuda para construir centros de datos cuando el diez años está al 5% necesita que esas inversiones rindan mucho antes que con el bono al 3%, y el mercado ha empezado a preguntar cuándo. El FMI menciona expresamente una corrección de la inteligencia artificial entre los riesgos de su informe de estabilidad financiera. Los ganadores de la quincena han sido otros, energía, defensa y salud. Lockheed Martin subía este jueves en torno a un 9%. El crédito, eso sí, sigue tranquilo. El diferencial del high yield estadounidense estaba el 20 de octubre en el 3,33%, un nivel todavía muy ajustado.

COMMODITIES, EL ORO SIGUE SIN HACER SU TRABAJO

Lo que decía del oro hace quince días se ha confirmado con creces. Con el Golfo en guerra, Francia en la calle y la bolsa tecnológica cayendo, la onza cotizaba este jueves por debajo de 4.100 dólares, en mínimos desde agosto, y la plata pierde un 10% en lo que va de mes. Mientras el

mercado descuenta una Fed que sube tipos y un Treasury que paga cerca del 5%, el refugio tiene un competidor que además paga cupón.

El cobre cuenta una historia distinta y algo engañosa. Según Reuters, los inventarios del COMEX están en máximos históricos y los del LME en almacenes estadounidenses en su nivel más alto desde 2014. No es que sobre cobre. Es que todo el mundo se apresura a meterlo en Estados Unidos antes de que entren en vigor los aranceles propuestos para 2027 y 2028. Ese acopio distorsiona el precio y anticipa demanda, y conviene no confundirlo con una mejora de la economía.

El gas europeo, por su parte, llega al invierno peor de lo deseable. Los almacenamientos de la UE rondaban el 75% el 19 de octubre, según los datos de Gas Infrastructure Europe, cuando a estas alturas lo habitual es estar cerca del 90%, y el TTF ha vuelto a niveles que no se veían desde finales de 2022. Qatar, que sigue sin poder cumplir sus contratos por la guerra, acaba de firmar la compra de gas licuado estadounidense hasta 2054. Que uno de los grandes exportadores del mundo tenga que comprar fuera lo dice todo.

QUÉ VIGILAR HASTA EL PRÓXIMO INFORME

Este viernes Moody's revisa la nota de Francia, y el sábado hay nuevas protestas convocadas. El 27 de octubre se vota la parte de ingresos del presupuesto francés y se celebran las elecciones israelíes, que pueden cambiar el apetito de Jerusalén por volver a atacar Irán.

Luego llegan los bancos centrales en cadena. La Fed el 27 y 28, el presupuesto británico el 28, el BCE el 29, el Banco de Japón el 29 y 30, la OPEP+ el 1 de noviembre y el Banco de Inglaterra el 5. La decisión de la Fed el mercado la da por hecha. Lo que importa es si Warsh valida una subida en diciembre o deja la puerta abierta a más.

Y por encima de todo, el 3 de noviembre. Con la aprobación de Trump en el 31% según Reuters/Ipsos, la más baja de sus dos mandatos, y siete carreras al Senado en el aire, las elecciones decidirán si el presidente llega a la APEC de Shenzhen con mayoría en el Congreso o sin ella, y también, si nos creemos lo que dicen unos y otros, si el Golfo vuelve a la guerra abierta la semana siguiente.

Hace quince días el mercado empezaba a preguntarse quién iba a financiar a los Estados durante los próximos treinta años y a qué precio. En esta quincena ha empezado a contestar a una pregunta más incómoda, la de a qué Estados. Y la respuesta no sigue el orden de las ratios de deuda. Si lo siguiera, Washington pagaría bastante más que París.

Eso no lo explica la contabilidad. Lo explica la confianza en que, llegado el momento, alguien será capaz de aprobar un presupuesto.

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
★ Deuda soberana francesa (OAT)	Negativo	Diferencial con el Bund en 173,58 pb, máximo desde 2011. Gobierno en minoría, protestas en la calle y enmiendas que amplían el déficit.	Moody's el 23 de octubre y votación del 27

ACTIVO	SESGO	MECANISMO	QUÉ VIGILAR
★ Bancos de la eurozona (p. ej. BNP Paribas, Société Générale, Bankinter, Santander)	Negativo a corto plazo	Contagio soberano desde Francia. Peor sesión desde marzo, con un 4,2% de caída el 22 de octubre.	Primas de Italia, Bélgica y España
★ Refino y destilados medios (p. ej. Valero, Marathon Petroleum, Repsol)	Positivo	Gasóleo de nuevo al alza y exportaciones de productos de Oriente Medio en 1,9 mb/d frente a 4,7 antes de la guerra. La AIE ve escasez hasta 2027.	Liberaciones de gasóleo de la AIE y compras de gasóleo ruso
★ Semiconductores e IA	Negativo a corto plazo	La inversión masiva se financia con el bono cerca del 5%. Peor semana del Nasdaq desde junio y Meta a la baja por su plan de inversión.	Resultados del cuarto trimestre y guías de inversión
Brent	Alcista con volatilidad	Más barriles por Ormuz, pero el riesgo se ha desplazado a las instalaciones saudíes. Máximo desde mayo en 112,68.	Ataques hutíes y calendario posterior al 3 de noviembre
Treasury a 10 y 30 años	Neutral	Curva más plana porque el mercado confía en la Fed y busca refugio. La inflación del 3,7% limita la bajada.	FOMC del 27 y 28 de octubre
Gas natural europeo (TTF)	Alcista	Almacenamientos en torno al 75% frente al 90% habitual y Qatar sin poder cumplir sus contratos.	Temperaturas y llegada del invierno
Defensa (EE. UU. y Europa)	Positivo	Guerra en el Golfo, rearme europeo y refugio dentro del equity.	Elecciones israelíes y conversaciones sobre Ucrania
Eléctricas con generación nuclear (p. ej. Constellation Energy)	Positivo	Demanda estable de los centros de datos, aunque sensibles a la corrección de la IA.	Planes de inversión de los hiperescaladores
Aerolíneas, transporte y química europea	Negativo	Combustible y gas caros con poca capacidad de sustitución.	Gasóleo y TTF
Oro	Neutral	En mínimos desde agosto. Compite con un Treasury cerca del 5% y una Fed que sube tipos.	Tipos reales
Cobre	Positivo	Demanda estructural, con el precio distorsionado por el acopio récord en Estados Unidos antes de los aranceles propuestos para 2027 y 2028.	Decisión arancelaria y oferta minera
Yuan chino	Fuerte	Máximo desde junio de 2022 por el superávit comercial, frenado por el Banco Popular de China.	APEC de Shenzhen y tierras raras

NOTAS

* notación europea

★ activo de especial interés en esta quincena

FUENTES UTILIZADAS

- U.S. Department of the Treasury, curva diaria de rentabilidades, y Reserva Federal, estadísticas H.15 y H.10

- U.S. Bureau of Labor Statistics, IPC e índice de precios de producción de septiembre de 2026
- U.S. Department of Labor, peticiones semanales de subsidio de desempleo, 22 de octubre de 2026
- Reserva Federal, Libro Beige de octubre de 2026, y Reserva Federal de Atlanta, GDPNow
- Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, Global Financial Stability Report y Fiscal Monitor de octubre de 2026
- Eurostat, IPCA definitivo de septiembre de 2026
- Banco Central Europeo, tipos de cambio de referencia
- Consejo de la Unión Europea, conclusiones del Consejo Europeo del 15 y 16 de octubre y paquete de sanciones del 12 de octubre
- Oficina Nacional de Estadística de China, datos del tercer trimestre de 2026
- U.S. Energy Information Administration, precios semanales de combustibles, Weekly Petroleum Status Report y Short-Term Energy Outlook
- Agencia Internacional de la Energía, Oil Market Report de octubre de 2026, y OPEP, informe mensual de octubre
- Lloyd's List Intelligence, Kpler y Gas Infrastructure Europe
- Reuters, AP, Axios, Financial Times, Bloomberg, The New York Times y Al Jazeera
- Cook Political Report y Reuters/Ipsos



Miguel Ángel Temprano