

"Everything, everywhere, all at once."
– Daniel Kwan and Daniel Scheinert –

Acaba un trimestre de tensión contenida por la cantidad de eventos que confluyen de forma simultánea: dos guerras ¿mundiales? enquistadas, una crisis energética global, el fin de los tipos ultrabajos post 2008, el fin a tres décadas de japonización, la desglobalización acelerando y uno de los mayores ciclos de *capex* (y de fe) fiado a la promesa revolucionaria de la IA.



A pesar del riesgo de atragantamiento, es llamativo el civismo con el que el mercado procesa todos los eventos, y consigue cerrar el trimestre con la cabeza por encima del agua¹. A excepción de Corea y Japón que, tras el festival de subidas de la primera mitad de año, cierran el trimestre con caídas del 19% y 4% respectivamente².

Sin embargo, bajo la superficie la historia es bien distinta con una fuerte rotación que ha dado más de un susto a gestores con carteras concentradas: Memorias e IA, tras un

comienzo de año glorioso, llegaron a rozar el drama durante el último trimestre; justo lo contrario que Software, repudiado durante el primer semestre y ahora recuperando con fuerza³. En una realidad paralela sigue el sector energético, que va como una moto con un 44% en lo que va de año⁴.

Este civismo de la renta variable tiene aún más mérito tras ver el descalabro de la renta fija⁵, donde prácticamente todos los índices terminan en negativo tanto en el trimestre como en el acumulado del año.



Pero, como bien sabemos, los mercados no son conocidos por su medida. El civismo de la renta variable ante el repunte histórico de *yields* no responde a buenas intenciones y saber estar, sino que se basa en una fortaleza económica y beneficios empresariales que no tienen precedente. De hecho, en nuestro [último trimestral](#), ya hablábamos de lo reveladora que era una estimación del

¹ Durante el trimestre la renta variable global subió un 1,7%, en EE. UU. un 2% y en Europa cae un 1,1 para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente.

² Korea Stock Exchange Kospi index y Nikkei 225 Index

³ iShares Expanded Tech-Software Sector ETF; Roundhill Memory ETF; Global X Funds Global X Artificial Intelligence & Technology ETF.

⁴ S&P 500 Energy Sector GICS Level 1 Index +44.15% ytd

⁵ Cayeron los bonos soberanos en USD un 3% (ytd -2,8%), un 4,4% en EUR (ytd -3,2%) y en Renminbi subieron un 0,8% (ytd 2,9%). Los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 3,9% (ytd -3,1%) y en Europa un 2,5% (ytd -1,2%). El High Yield perdió en EE. UU. un 1,8% (ytd 0,1%) y en Europa 1,6% (0,2%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 4,2% (ytd -2%) y los emergentes corporativos en dólares un 2,2% (ytd -0,6%) para BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente.

consenso para el S&P500 en 2026 que había empezado el año en un +14,7% y que en junio estaba en +23%. Pero es que ahora es superior al 30%. En el caso europeo se mantiene en 20%, pero en Emergentes acelera en un trimestre de +53% a +74%. Un ritmo pocas veces visto, especialmente teniendo en cuenta que venimos de un año sin recesión.

No estamos de acuerdo con quien defiende que la renta variable y la renta fija están lanzando mensajes contradictorios. Al contrario, creemos que el mensaje es claro y contundente: la economía y los beneficios son fuertes, mientras la estructura de tipos se normaliza dejando atrás la anomalía post-2008 y acercándose a la media histórica de tipos reales del 2,5% e inflación del 3%.



Cuando llevas años acumulando pólvora, discutir qué chispa provocó la explosión puede resultar estéril. Aun así, creemos que esta vez importa entender qué hay detrás del repunte de tipos. No tanto por el nivel alcanzado, todavía asumible por países, consumidores y empresas, sino por la velocidad de la subida. Y si la velocidad es el riesgo, importa entender qué la está alimentando:

- Expectativa sobre tipos de interés. El consenso ha pasado de esperar a principios de año una sostenida e incongruente bajada de tipos a descontar ahora dos subidas en 2026. Detrás del giro están una economía fuerte y, sobre todo, el *shock* energético de corto plazo por la guerra de Irán. Aunque las expectativas de inflación están más ancladas que un político a su escaño (*breakeven inflation* de 2, 5 y 10 años todos alrededor del 2,5%), los banqueros centrales ven el riesgo y, si antes era imprudente bajar tipos, ahora lo sería no adoptar un posicionamiento restrictivo fingiendo que controlan la situación. Estas subidas de tipos provocan que los nominales suban...



- El endeudamiento y los déficits públicos están en máximos en todas las geografías y sin visos de mejora. A nadie parece gustarle la incómoda verdad de que como acreedor tengo que exigir más interés cuanto mayor es el riesgo. Si un país como Estados Unidos tiene un endeudamiento que es el triple que hace 20 años y sigue gastando cada año como un marinero de permiso, pues tiene más riesgo y el coste tendrá que subir. Otro ingrediente para ver nominales altos...

- El proceso de inversión en IA lleva aparejada una pelea a cuchillo por el capital. Goldman estima que sólo hasta agosto se habían emitido cerca de \$500bn de deuda relacionada con IA, un volumen equivalente a una cuarta parte de los \$1,9tn del total de bonos corporativos emitidos en EE.UU. en el mismo periodo⁶. Es decir, emerge un nuevo gran demandante estructural de capital a largo plazo. El inversor elige ahora entre prestar al 5% a un país endeudado hasta las orejas y con un déficit monstruoso, o al 5% a una compañía solvente y con buenas perspectivas. Otra vez, nominales al alza.
- No ayudan las innumerables tonterías que llegan desde instituciones de EE.UU.: Trump prometiendo cinco mil dólares a cada americano si sale elegido (que supondría \$1,2T de deuda adicional); Kevin Warsh diciendo inicialmente que no hacía falta subir tipos porque el mercado ya estaba siendo restrictivo; o Scott Bessent con su ridículo "I'm the house now", amenazando a los inversores con ponerse cortos en la curva americana y anunciando más tarde un esperpéntico programa de \$6B de compras mensuales de Treasuries (para un mercado que negocia unos \$32T al mes).



Todos estos eventos, tras la velocidad del repunte de *yields* en todos los tramos y geografías, provoca que florezcan como setas los tertulianos económicos, los *famosos perma-bears* y *perma-bulls* con nada en juego, que vaticinan ahora el potencial riesgo de ver un cisne negro como consecuencia del repunte de *yields*. A estos les diríamos dos cosas: primero, que cuando ves las nubes negras, oyes los truenos y llegan las primeras gotas, sacar el paraguas no es hacer una predicción meteorológica; y dos, si te acaba cayendo un rayo, no es un cisne negro.

Desde nuestro punto de vista, para evitar ese pseudo cisne negro, la clave de corto plazo es enfriar las expectativas de subidas de tipos. Y, para eso, todo pasa por un acuerdo con Irán, que sin duda supondría un flotador importante. De hecho, parece que se está fiando casi todo a ese acuerdo. Si no, cuesta entender que ni una institución haya intervenido todavía con el diez años en el 5,3%, cuando hace apenas unos meses el 4,5% hacía saltar todas las alarmas. O con el coste de las hipotecas en EE.UU. disparándose al 7,2%⁷.



Todos estos acontecimientos tienen implicaciones en nuestra estrategia de

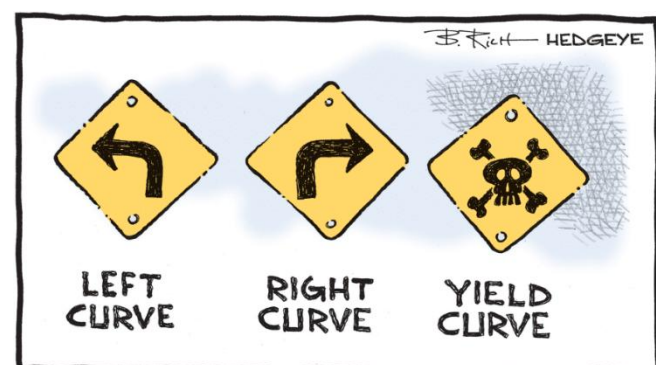
⁶ Estimaciones de SIFMA <https://www.sifma.org/research/statistics/us-corporate-bonds-statistics>

⁷ Bankrate.com US Home Mortgage 30 Year Fixed National Avg

inversión. Cambiamos el paso y por primera vez en muchos años vamos a comprar duración, tanto en la curva americana como en la europea. Como decía recientemente [Jim Reid de Deutsche en el FT](#), por fin los bonos son bonos. Creemos que los tipos altos actuales justifican entrar, y aunque haya repuntes adicionales en yield, el *carry* te da una cobertura natural. Esta cobertura no existía hace apenas cinco años con los tipos al cero. Además, empieza a ser atractivo ante lo que eventualmente pueda sobrevenirse por acercarnos a un final de ciclo.

Este es para nosotros el mensaje principal. Al igual que la oscarizada película que da título a este trimestral, existen multitud de eventos, todos a la vez, mucho ruido y sin aparente conexión cuando, en realidad, lo están. Y en este caso la gran conexión de todo, lo que realmente importa, son los bonos. Seguimos pensando que el bono americano a diez años, por primera vez en mucho tiempo, estaría correctamente valorado en el rango 5% - 5,5% y el alemán en el 4%.

En 2018 tomamos la decisión de no tener bonos de gobiernos ni duración. Durante dos años nos equivocamos porque las *yields* no paraban de bajar (y subir en precio). Pero defendimos entonces que no tenía sentido



patrimonial comprar tipos al cero, aunque fuera tentadora la ganancia de corto plazo. Por el camino hemos tenido alternativas como bonos en renminbis o *ultra short*, evitando lo que finalmente ha sucedido: un inversor en *US Treasuries* de larga duración, desde máximo de verano de 2020, acumula una pérdida durante los últimos seis años del 44%⁸... cupones incluidos.

Nuestra tesis central de este año se basaba en una visión positiva apoyada en tres variables claves: unos estímulos fiscales y monetarios extraordinarios, la carrera inversora en IA y la euforia del consumidor-inversor americano. En paralelo, identificábamos tres riesgos a vigilar durante el año: la inflación, el desempleo y una posible desaceleración brusca del despliegue de la IA. Obviamente, nuestra tesis se está resquebrajando, fundamentalmente por el riesgo de repunte de la inflación en el corto plazo, que pudiera forzar una subida de tipos de interés sostenida cambiando radicalmente el sentido de los estímulos. Esto tendría un efecto grave en el consumo y pondría en riesgo la viabilidad del despliegue en IA.



A pesar de estos riesgos, y de que el margen se estrecha por la velocidad de subida de los

⁸ iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (Bloomberg ticker TLT US Equity)

costes de financiación, somos incapaces de construir una tesis negativa con semejante nivel de beneficios y crecimiento económico.

Recientemente redujimos nuestra sobreponderación en mercados emergentes tras un muy buen comportamiento frente al mundo desarrollado. Lo que todavía no hemos hecho, y esperamos hacer en los próximos días, es la reducción de dólar en nuestras carteras. Desde inicio de año hemos tenido como objetivo el rango 1,10 – 1,15. A niveles medios de ese rango vamos a reducir exposición.

En paralelo, seguimos confiando en crédito corporativo, tanto *Investment Grade* como *High Yield*. A pesar del repunte en los diferenciales a final del mes, estos están todavía por debajo de su media histórica, y nos parece un repunte natural. No creemos que, dado el nivel de fortaleza económica y empresarial, estemos ante un evento que lleve los diferenciales a dispararse.

Vivimos uno de esos momentos en los que parece que la historia ha decidido ahorrar tiempo y precipitar todos los eventos a la vez. Pero mientras en la superficie se acumulan los motivos para el vértigo sin aparente conexión, por debajo la economía y los beneficios continúan firmes, y los bonos vuelven a ser bonos. Seguimos positivos, aunque adaptando las carteras a un mundo que claramente ya no es el de hace unos años. Como hemos dicho en otras ocasiones, no sabemos si es el mejor momento para serlo, pero sí que es un buen momento.

Mucho ánimo a todos con el final de año.

Pelayo Gil-Turner Smith