

INFORME TRIMESTRAL · 3T 2026

La paciencia vuelve a cotizar

Carta a los clientes

01 La paciencia vuelve a cotizar

En la carta anterior terminábamos con una lista: cinco cosas que vigilaríamos durante el verano. La energía, la inflación subyacente, los tipos a largo plazo, los resultados empresariales y el crédito.

Tres meses después, cuatro de las cinco se han movido en la dirección incómoda.

El petróleo volvió a superar los 100 dólares tras la reanudación de los ataques en Oriente Medio a principios de julio. La inflación no cedió y los tipos a largo plazo subieron con fuerza en Estados Unidos, Alemania y Japón. La Reserva Federal subió en septiembre su tipo de referencia hasta el rango del 3,75 %-4 %, con el voto unánime de su comité: era la primera subida desde julio de 2023. El BCE hizo lo mismo por segunda vez este año y llevó la facilidad de depósito al 2,50 %. Y en el crédito privado, algunos de los mayores fondos tuvieron que limitar los reembolsos ante solicitudes que doblaban o triplicaban lo que podían atender.

Solo los resultados aguantaron. Las previsiones de crecimiento de beneficios para el S&P 500 no solo se mantuvieron, sino que mejoraron a lo largo del trimestre.

Hay algo más que conviene reconocer. En la carta del primer trimestre escribimos que el conflicto con Irán podía terminar pronto e incluso dejarnos un petróleo más barato que antes. No ha sido así. La guerra no terminó: se cronificó.

Vistos por separado, estos movimientos parecen noticias distintas. Leídos juntos, cuentan una sola historia: el dinero a largo plazo ha vuelto a tener precio.

Durante más de una década, comprometer capital durante años apenas se pagaba. Los tipos estaban cerca de cero, los bancos centrales compraban la deuda que el mercado no absorbía y la liquidez parecía ilimitada. Ese mundo ha terminado, y este trimestre lo ha hecho evidente.

Hoy compiten por el capital paciente tres grandes demandantes. Los Estados, que financian déficits elevados y tienen que ofrecer más rentabilidad para colocar su deuda a largo plazo. Las grandes tecnológicas, que invertirán este año el equivalente al 38 % de sus ingresos y financian una parte creciente con bonos. Y los fondos de crédito privado, que ofrecieron liquidez periódica sobre activos que tardan años en devolver el dinero.

Los tres están descubriendo lo mismo: la paciencia ajena cuesta, y cada vez más.

El ejemplo más cercano lo tenemos en España. A finales de septiembre, nuestra prima de riesgo frente a Alemania estaba en mínimos de casi dos décadas y, sin embargo, el bono español a 10 años rendía un

4,1 %, el nivel más alto desde 2014. La confianza en España no ha empeorado. Lo que ha subido es el precio de esperar.

Esta historia tiene dos caras. Para quien necesita capital a largo plazo, es una mala noticia. Para quien lo aporta, el ahorrador con horizonte, significa que esperar vuelve a estar remunerado. No sin riesgo, porque una compensación mayor casi siempre refleja un riesgo mayor. Pero sí con una diferencia importante respecto a la última década.

En esta carta recorreremos esas tres historias: por qué prestar a largo plazo vuelve a pagarse y cómo cambia eso el papel de los bonos; cómo la inteligencia artificial ha dejado de pagarse sola y compite ahora por el mismo ahorro que los Estados; y qué ocurre en el crédito privado cuando muchos quieren salir a la vez por una puerta pensada para unos pocos.

Pero ninguna de ellas se entiende sin ver antes cómo se desarrolló el trimestre. Porque durante buena parte del verano, el mercado pareció no darse cuenta de nada.

02 Un índice tranquilo sobre un suelo que se movía

Quien hubiera mirado solo el S&P 500 a finales de septiembre habría concluido que fue un verano tranquilo. El índice cerró el trimestre con una subida del 2,3 % y en agosto marcó máximos históricos.

CIFRAS CLAVE DEL TRIMESTRE

+2,3 %	-0,23 %	1,13 \$	>5 %
S&P 500 EN EL TRIMESTRE	IBEX 35 EN EL TRIMESTRE	EURO (CIERRE DEL TRIMESTRE)	BONO EE. UU. A 10 AÑOS

Pero el índice escondía casi todo lo que estaba pasando.

El trimestre empezó con una tregua que no duró. El 1 de julio, el Brent cotizaba en torno a 72 dólares, su nivel más bajo desde febrero. El 7 de julio se reanudaron los ataques en Oriente Medio y, en poco más de dos semanas, el barril volvió a superar los 100 dólares.

Durante julio y agosto, sin embargo, el mercado decidió mirar hacia otro lado. El petróleo se movió en un rango amplio, entre 79 y 98 dólares, pero sin desbordarse. Los resultados seguían sorprendiendo al alza y la inversión en inteligencia artificial no daba señales de frenarse. En agosto no solo marcaron máximos las grandes compañías estadounidenses: también lo hicieron las pequeñas y el índice que da el mismo peso a todas las empresas. El Ibex rozó los 20.000 puntos.

Septiembre cambió el tono.

El 9 de septiembre, una nueva escalada contra infraestructuras energéticas en Oriente Medio y Rusia devolvió el crudo por encima de los 100 dólares. Esta vez, además, el mercado físico mostró algo más preocupante que el precio. A mediados de mes, mientras los futuros del Brent tocaban 109 dólares, el barril para entrega inmediata llegó a pagarse en torno a 132. Cuando el petróleo que se necesita hoy cuesta mucho más que el que se entregará dentro de unos meses, el mensaje no es especulativo. Es que falta petróleo.

Los bancos centrales respondieron. Ante un encarecimiento del crudo suelen preferir esperar, porque subir tipos no produce más barriles. Que el BCE subiera el 10 de septiembre y la Fed el 16 indica que su preocupación ya no es el petróleo en sí, sino que su efecto se extienda a salarios y servicios. La Fed lo dejó escrito en su comunicado: la inflación sigue siendo elevada.

Los tipos a largo plazo hicieron el resto. El bono estadounidense a 10 años superó el 5 %, un nivel que no se veía desde antes de la crisis financiera de 2008.

Bajo un índice que apenas se movía, el reparto fue muy desigual. Las energéticas subieron un 17,2 % en el trimestre y las tecnológicas un 7,2 %. Las compañías pequeñas cayeron un 7,2 % y las eléctricas un 12,4 %.

TABLA 1 · VARIACIÓN EN EL TRIMESTRE POR SEGMENTO

SEGMENTO	VARIACIÓN 3T (%)
Energéticas	+17,2 %
Tecnológicas	+7,2 %
Compañías pequeñas	-7,2 %
Eléctricas	-12,4 %

En Europa, la lectura fue peor. El Euro Stoxx 50 y el Stoxx 600 cedieron alrededor de un 1 % en el trimestre, con caídas superiores al 2 % en septiembre. El Ibex terminó el trimestre prácticamente plano, con un retroceso del 0,23 %, tras caer un 2,7 % en septiembre. Aun así, mantiene una revalorización superior al 11 % en el año. La mayor dependencia energética europea volvió a pesar.

Para un inversor en euros hubo, además, un efecto menos visible. El euro perdió más de un 2 % frente al dólar en septiembre y cerró el trimestre en torno a 1,13 dólares, su nivel más bajo en más de un año. La subida del dólar amortiguó, en euros, las caídas de los activos estadounidenses. En el peor mes del trimestre, la divisa hizo de colchón.

Y no es un detalle menor, porque el colchón habitual no estuvo. En septiembre, las acciones cayeron, pero los bonos, que en otros episodios de tensión habrían compensado parte de esa caída, cayeron con ellas. Para entender por qué, hay que mirar a lo que el mercado exige hoy por prestar a largo plazo.

03 Prestar a largo plazo vuelve a pagarse

El tercer trimestre fue el peor para la renta fija global desde 2022. Pero lo más llamativo no fue la magnitud de la caída, sino dónde se concentró. El bono estadounidense a 30 años alcanzó su rentabilidad más alta desde 2002. El alemán a 30 años, la más alta desde 2011. El japonés a 10 años, la más alta desde 1996.

No fue un problema de un país. Fue un problema de plazos.

La explicación más inmediata apunta a los bancos centrales, y en parte es correcta. Con la Fed y el BCE subiendo tipos, el mercado ajustó sus expectativas: la rentabilidad del bono estadounidense a dos años subió casi 60 puntos básicos solo en septiembre, su mayor salto mensual desde principios de 2023.

Pero esa explicación deja una pregunta sin responder. Si todo se debiera a lo que harán los bancos centrales en los próximos meses, los bonos más cortos deberían haber sufrido más. Ocurrió lo contrario: los vencimientos más largos fueron los más castigados.

Para entenderlo conviene separar el tipo de interés a largo plazo en sus dos piezas.

La primera es lo que el mercado espera que hagan los bancos centrales durante toda la vida del bono. Si alguien presta a diez años, debería recibir algo parecido a lo que obtendría renovando préstamos a corto plazo durante esos diez años.

La segunda es un extra: la compensación por comprometer el dinero durante tanto tiempo sin saber qué pasará con la inflación, con las cuentas públicas o con la propia economía. Es lo que se conoce como prima por plazo.

Cualquiera que haya contratado una hipoteca en España conoce esta segunda pieza, aunque no la haya llamado así. Una hipoteca fija a 30 años suele costar más que una variable, incluso cuando nadie espera que el Euríbor suba. La diferencia no es una previsión sobre los tipos: es lo que cobra el banco por asumir treinta años de incertidumbre en lugar de trasladarla al cliente.

Con los bonos ocurre lo mismo, solo que en sentido inverso. Cuando el inversor percibe más incertidumbre a largo plazo, exige cobrar más por prestar a ese plazo. Y eso es lo que ha estado ocurriendo.

¿Por qué ahora? Durante más de una década, la prima por plazo prácticamente desapareció e incluso llegó a ser negativa. La razón tenía nombre propio: los bancos centrales. Con sus programas de compra de deuda, la Fed llegó a acumular más de cuatro billones de dólares en bonos del Tesoro. Durante años, el mayor comprador del mercado fue alguien que no preguntaba el precio.

Ese comprador se ha retirado. Al mismo tiempo, los Estados necesitan colocar más deuda que nunca para financiar déficits elevados, y la inflación ha dejado de ser un riesgo teórico. Menos compradores dispuestos a pagar cualquier precio, más deuda que colocar y más incertidumbre sobre el valor futuro del dinero. El resultado es el que cabría esperar: quien presta a largo plazo exige cobrar más.

Este movimiento, además, no ha terminado con el trimestre. En las primeras semanas de octubre, la prima por plazo del bono estadounidense a 10 años alcanzó, según la estimación de la Reserva Federal de Nueva York, su nivel más alto desde 2014.

Conviene evitar una lectura demasiado simple. Es tentador atribuirlo todo al déficit de Estados Unidos, pero hasta principios de septiembre la prima por plazo estadounidense apenas había variado en un año y seguía por debajo de las de Alemania y Japón. Lo que estamos viendo no es una crisis de confianza en un país concreto. Es un cambio global en el precio que el mercado pone al tiempo.

Y eso nos afecta directamente.

En la apertura señalábamos que la prima de riesgo española está en mínimos de casi dos décadas mientras el Tesoro se financia al nivel más alto desde 2014. La aparente contradicción se resuelve al mirar la referencia. La prima de riesgo mide la distancia entre España y Alemania, pero Alemania ya no es el suelo que era. Desde febrero de 2022, la rentabilidad del bono alemán a 10 años ha subido unos 340 puntos básicos y la del español, unos 284. España ha mejorado en términos relativos y, aun así, paga mucho más que antes. La distancia se ha acortado porque la referencia también ha subido.

¿Qué significa todo esto para una cartera?

Durante décadas, la renta fija ha cumplido una función doble: generar rentas y proteger cuando la bolsa cae. La primera función nunca ha estado en duda. La segunda depende de qué tipo de problema tenga la economía.

Cuando el problema es el crecimiento, los bonos protegen. Si la economía se frena, los bancos centrales bajan tipos, los bonos suben y compensan las caídas de la bolsa. Cuando el problema es la inflación, ese mecanismo se rompe: los tipos suben, los bonos caen y la bolsa sufre por el mismo motivo. Es lo que ocurrió en 2022 y lo que volvió a ocurrir en septiembre.

Esto no convierte a los bonos en un mal activo. Al contrario: las mismas subidas de rentabilidad que han castigado sus precios han mejorado su punto de partida, que hoy es el mejor en casi dos décadas. Quien compra ahora recibe una rentabilidad que puede absorber buena parte de los movimientos adversos.

Lo que cambia es que la duración, es decir, cuánto tiempo se presta, ha dejado de ser una protección automática para convertirse en una decisión. Una decisión que depende de qué riesgo pesa más en cada momento: que la economía se frene o que la inflación no ceda.

Queda, sin embargo, una pieza del rompecabezas. Hemos dicho que la prima por plazo sube, en parte, porque hay más deuda que colocar. Pero los Estados no son los únicos que están pidiendo prestado a largo plazo. Este año, un pequeño grupo de empresas se ha convertido en uno de los mayores emisores de deuda del mundo.

04 La IA ya no se paga sola

El 7 de julio, Amazon salió al mercado a pedir prestados 25.000 millones de dólares. Lo hizo en ocho tramos, con vencimientos que van desde tres años hasta 2066. Dicho de otro modo, una empresa tecnológica le pidió a los inversores que le prestaran dinero durante cuarenta años para financiar una tecnología que hace cinco apenas existía como negocio.

No era su primera vez en el año. Amazon ya había colocado alrededor de 54.000 millones en bonos en Estados Unidos y Europa, y otros 10.000 millones en Canadá en junio. La razón está en su presupuesto: prevé invertir unos 200.000 millones de dólares este año, frente a los 131.000 millones de 2025, la mayor parte en centros de datos, chips y equipos.

Amazon no es una excepción. Es el ejemplo más claro de un cambio que afecta a todo el grupo.

Durante los últimos trimestres hemos seguido la inteligencia artificial desde distintos ángulos. A finales de 2025 nos preguntábamos si la enorme inversión comprometida podría obtener una rentabilidad suficiente. En el primer trimestre analizamos a quién podía perjudicar. En el segundo, dónde se estaban acumulando los beneficios. Este trimestre la pregunta es otra: cómo se está pagando.

Y la respuesta ha cambiado.

Durante años, las grandes tecnológicas financiaron su crecimiento con su propia caja. Eran negocios admirados precisamente por eso: crecían rápido sin necesitar grandes inversiones en activos físicos. Esa característica justificaba buena parte de sus valoraciones.

La inteligencia artificial ha alterado ese modelo. Las cinco grandes compañías que construyen la infraestructura de la IA (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y Oracle) invertirán este año unos 750.000 millones de dólares, el equivalente al 38 % de sus ingresos conjuntos. Ninguna caja, por abundante que sea, cubre ese ritmo con comodidad. Hasta agosto, el grupo había emitido unos 220.000 millones de dólares en bonos. Y la deuda, que hace dos años financiaba en torno al 9 % de su inversión, cubre ya cerca de un tercio.

Lo relevante no es solo la cifra, sino quién asume ahora el riesgo. Mientras la inversión se pagaba con caja, el riesgo de que no saliera bien recaía en los accionistas. Al financiarse con deuda, una parte de ese riesgo pasa a los bonistas: a quienes compran esos bonos directamente y a quienes los tienen, a menudo sin saberlo, a través de fondos de renta fija.

De ahí se deriva una consecuencia que conviene tener presente. Estas compañías ya pesan mucho en los índices de renta variable. Si además se convierten en algunos de los mayores emisores de deuda corporativa, la misma concentración que preocupaba en las bolsas empieza a reproducirse en la renta fija. Una cartera que creía diversificar al combinar acciones y bonos puede estar apostando dos veces por las mismas compañías.

Hay, además, una señal que merece atención. Cuando Amazon colocó su mayor emisión de bonos a principios de año, la demanda fue desbordante. En julio, las órdenes llegaron a 62.000 millones, pero se redujeron a unos 41.000 cuando los bancos colocadores ajustaron el precio a la baja: algo más de una vez y media el importe emitido. Es una demanda sólida, pero ya no eufórica. El mercado sigue dispuesto a financiar la IA, pero empieza a fijarse en el precio.

Y aquí enlazamos con lo que veíamos en el capítulo anterior.

El ahorro disponible para prestar a largo plazo no es ilimitado. Durante años, los Estados fueron casi los únicos grandes demandantes de ese ahorro, y los bancos centrales les ayudaban comprando su deuda. Ahora los bancos centrales se han retirado y, al mismo tiempo, ha aparecido un nuevo demandante con un apetito enorme y una excelente calidad crediticia.

Ocurre algo parecido a lo que pasa en el mercado del alquiler cuando llegan a un barrio inquilinos con mucho poder adquisitivo: los precios suben para todos, también para quienes ya vivían allí. En economía, este fenómeno se conoce como efecto expulsión. Cuando grandes demandantes compiten por un mismo recurso escaso, en este caso el capital a largo plazo, encarecen su precio para el resto.

Conviene ser prudentes con esta lectura. Los estudios que han analizado el efecto de las grandes emisiones tecnológicas sobre los tipos no han encontrado un impacto visible operación a operación. Lo

que planteamos no es que una emisión concreta mueva el mercado, sino que la acumulación de demanda de capital a largo plazo, pública y privada, contribuye a explicar por qué quien presta a largo plazo exige hoy cobrar más. Es una interpretación nuestra, no una relación demostrada.

Nada de esto significa que la inversión en IA esté condenada a fracasar. Las previsiones de beneficios para el conjunto del S&P 500 en el tercer trimestre apuntan a un crecimiento cercano al 30 %, y Amazon asegura que la demanda de capacidad de IA supera lo que es capaz de construir. La mayoría de estas compañías tienen balances muy sólidos.

Pero no todas están en la misma posición. Las calificaciones crediticias del grupo van desde la máxima nota de Microsoft hasta el BBB con perspectiva negativa de Oracle. Como ya señalábamos en la carta anterior a propósito de las ventajas competitivas, el mercado empieza a dejar de tratar a todo un grupo como si fuera homogéneo. Lo que era cierto para las acciones empieza a serlo también para los bonos.

La inteligencia artificial ya no se paga sola. Y cuando una inversión empieza a financiarse con deuda, la pregunta deja de ser solo cuánto puede ganar y pasa a ser también quién asume la pérdida si las cosas no salen como se espera.

Quienes compren los bonos de Amazon pueden, al menos, venderlos cualquier día si cambian de opinión. No todo el capital que financia a las empresas tecnológicas tiene esa opción. Una parte importante de los préstamos al sector, especialmente al software, no está en bonos cotizados, sino en fondos de crédito privado. Y allí, este trimestre, salir no ha sido tan sencillo.

05 La liquidez también se paga

En el primer trimestre, el mayor fondo de crédito privado del mundo recibió más solicitudes de reembolso de las que su reglamento le obligaba a atender. Blackstone decidió pagarlas todas: elevó el límite del 5 % al 7 % y puso dinero propio y de sus empleados para cubrir la diferencia.

En el segundo trimestre ya no lo hizo. Atendió aproximadamente la mitad de las solicitudes y dejó 2.300 millones de dólares pendientes.

En el tercero, los inversores pidieron retirar 4.300 millones, en torno al 10 % del fondo. Recibirán la mitad. Buena parte de esas solicitudes eran, además, las mismas que no se habían atendido tres meses antes y que se presentaron de nuevo.

No ha sido un caso aislado. Otro gran fondo del sector, con 31.000 millones de dólares de patrimonio, aplicó por primera vez su límite del 5 % tras recibir solicitudes por el 16 %. Y entre los vehículos que

prestan a empresas medianas en Estados Unidos, la proporción mediana de préstamos que han dejado de pagar intereses alcanzó en el segundo trimestre el 2,8 %, el nivel más alto desde 2017.

Conviene, sin embargo, leer estos datos con cuidado, porque mezclan dos problemas distintos.

El primero es de solvencia: que los préstamos no se devuelvan. Existe, crece y conviene vigilarlo, como ya señalábamos en las cartas anteriores. Pero no explica por sí solo lo que está ocurriendo. En el propio fondo de Blackstone, los beneficios de las empresas financiadas siguen creciendo en torno a un 10 % anual.

El segundo es de liquidez: que muchos inversores quieran su dinero al mismo tiempo. Y este segundo problema tiene una lógica propia, que puede desarrollarse aunque los activos sigan siendo razonablemente buenos.

Los economistas Douglas Diamond y Philip Dybvig la describieron hace más de cuarenta años para explicar los pánicos bancarios, un trabajo que les valió el Premio Nobel en 2022. Su idea central es sencilla: cuando un activo tarda en convertirse en dinero, el mayor riesgo no es siempre lo que vale, sino lo que creen los demás.

Pensemos en la salida de un cine. Si todos los espectadores se levantan con calma al terminar la película, la sala se vacía sin problemas. Pero si alguien cree que hay un incendio y los demás ven que corre, a cada uno le conviene correr también, haya o no fuego. La puerta no ha cambiado de tamaño. Lo que ha cambiado es la prisa de todos por cruzarla a la vez.

Un fondo semilíquido funciona de forma parecida. Sus préstamos tardan años en devolverse, pero sus partícipes pueden pedir el reembolso cada trimestre. Mientras unos pocos quieran salir, el sistema funciona. Si muchos temen que otros salgan antes y se lleven la liquidez disponible, la tentación de adelantarse se extiende.

Los límites de reembolso son, en esta analogía, el personal del cine que ordena la salida. Pueden resultar frustrantes para quien quiere marcharse, pero protegen a quienes se quedan: evitan que el fondo tenga que vender préstamos con descuento para pagar a los primeros en llegar, a costa de los que permanecen. Como ya decíamos en la carta del primer trimestre, el límite no es un síntoma de crisis. Es un mecanismo diseñado precisamente para evitarla.

Pero los límites tienen un efecto secundario. Cuando cada inversor sabe que solo recibirá una parte de lo que pide, tiene incentivos para pedir más de lo que necesita o para volver a pedirlo el trimestre siguiente. Las solicitudes no atendidas no desaparecen; se acumulan. Así, un problema de liquidez puede alimentarse a sí mismo durante varios trimestres, aunque la cartera de préstamos no se haya deteriorado en la misma medida.

A esto se suma lo que analizábamos en el capítulo anterior. Una parte importante de estos fondos financia a empresas de software. En el caso de Blackstone, en torno a una cuarta parte de la cartera. Cada nuevo avance de la inteligencia artificial que pone en duda el futuro de algunas de esas empresas añade incertidumbre sobre lo que vale realmente el préstamo. Y la incertidumbre, en un vehículo con salida limitada, se convierte en prisa.

Nada de esto convierte la inversión en activos ilíquidos en una mala decisión. Durante años, los inversores en estos fondos han obtenido una rentabilidad superior a la de los bonos cotizados de riesgo similar. Esa diferencia no era un regalo. Era, en buena parte, el pago por aceptar que el dinero no siempre estaría disponible cuando se quisiera. Este trimestre ha demostrado que esa condición no era teórica.

El problema no es la iliquidez, sino olvidar que se está cobrando por ella. Por eso, ante cualquier inversión de este tipo, la pregunta relevante no es solo cuánto rinde, sino qué ocurre si necesito salir en el mismo momento en que muchos otros también quieren hacerlo.

Llegados a este punto, las tres historias de esta carta comparten un rasgo. El tiempo tiene precio: quien presta a largo plazo vuelve a exigir una compensación por ello. La liquidez también: quien la cede cobra, y quien la necesita de forma inesperada lo descubre. Y la inteligencia artificial está demostrando que los grandes demandantes de capital pueden mover ambos precios a la vez. Queda por ver qué implica todo esto a la hora de construir una cartera.

06 Qué significa para las carteras

Las tres historias de esta carta llevan a una misma conclusión práctica. Después de más de una década en la que esperar apenas se pagaba, el capital paciente vuelve a recibir una compensación. Eso no cambia los principios con los que construimos una cartera, pero sí la forma de aplicar cada uno de ellos.

En renta fija, el cambio más importante es que hay que separar sus dos funciones. La primera, generar rentas, vuelve a estar plenamente vigente: los cupones actuales permiten obtener una rentabilidad razonable sin depender de que los tipos bajen. La segunda, proteger cuando la bolsa cae, ya no es automática. Los plazos largos protegen ante un frenazo económico, pero sufren cuando el problema es la inflación. Por eso, cuánto tiempo se presta debe responder a una pregunta concreta sobre qué riesgo pesa más, no a la costumbre.

El caso español añade un matiz útil. Con la prima de riesgo en mínimos de casi dos décadas, la compensación por prestar a España en lugar de a Alemania es hoy pequeña. Lo que ha aumentado es la

compensación por prestar a largo plazo. Dicho de otro modo, en la deuda pública europea la rentabilidad adicional está más en el plazo que en el país.

En renta variable, la fortaleza de los beneficios ofrece un apoyo real, y eso no debe minusvalorarse. Pero las acciones ya no compiten con unos bonos que no rinden nada. Cuando un inversor en euros puede obtener rentabilidades positivas sin asumir riesgo bursátil, la bolsa tiene que justificar mejor el riesgo adicional que pide asumir. Las valoraciones exigentes dejan menos margen para la decepción.

Hay además una comprobación que conviene hacer. Como veíamos en el capítulo dedicado a la inteligencia artificial, las mismas compañías que dominan los índices bursátiles son hoy algunos de los mayores emisores de deuda corporativa. Una cartera que combina fondos de renta variable global y fondos de renta fija corporativa puede estar más concentrada de lo que parece. Diversificar exige mirar qué hay dentro de cada fondo, no solo su etiqueta.

En los activos ilíquidos, la lección del trimestre no es que haya que evitarlos, sino que hay que distinguirlos. Un vehículo cerrado, con un horizonte definido desde el principio, no promete una liquidez que sus activos no pueden ofrecer: el inversor sabe desde el primer día cuándo recuperará su dinero. Los vehículos semilíquidos, en cambio, ofrecen salidas periódicas sobre activos que tardan años en devolver el dinero, y es ahí donde aparecen las tensiones que hemos descrito. En cualquier caso, el peso de la parte ilíquida de una cartera debe depender de cuándo podría necesitar el dinero cada inversor, no de la rentabilidad que prometa.

La divisa merece también una reflexión. En septiembre, la subida del dólar amortiguó, para un inversor en euros, las caídas de los activos estadounidenses. No siempre será así: en otros episodios, la divisa ha amplificado las pérdidas en lugar de reducirlas. Cubrir o no el riesgo de divisa es una decisión con consecuencias propias, y conviene tomarla de forma deliberada.

Por último, la diversificación necesita pensarse de una forma más amplia. Combinar acciones y bonos sigue siendo razonable, pero no basta con asumir que siempre se moverán en direcciones opuestas. Lo que protege una cartera es que sus componentes respondan de forma distinta a los distintos tipos de problema: un frenazo del crecimiento, un repunte de la inflación, un shock energético o una tensión de liquidez. En septiembre, cuando el problema fue la inflación, las compañías energéticas fueron de las pocas que ayudaron. En otro escenario, el papel protector lo cumplirán otros activos.

No se trata de anticipar cuál de esos problemas llegará primero, sino de que ninguno de ellos pueda, por sí solo, comprometer los objetivos de cada inversor.

Estos son los principios. Veamos ahora cómo se comportaron nuestros fondos en un trimestre que los puso a prueba.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por GSM&B Agencia de Valores con fines meramente informativos. No constituye una recomendación personalizada de inversión ni una oferta de compra o venta de instrumentos financieros. Las opiniones expresadas reflejan el criterio de GSM&B en la fecha de emisión y pueden cambiar sin previo aviso. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros.