

Carta a inversores octubre 2026

Estimados partícipes,

Cerramos los nueve primeros meses de 2026 en un entorno que ha seguido dominado por las dos fuerzas que os describíamos en nuestra última carta: la tensión en Oriente Medio, con su impacto sobre la energía y la inflación, y el extraordinario ciclo inversor asociado a la inteligencia artificial. Durante el tercer trimestre, sin embargo, el protagonismo ha pasado a un tercer factor que, en nuestra opinión, tendrá consecuencias mucho más duraderas: el precio del dinero.

Las bajadas de tipos que el mercado esperaba a comienzos de año no han llegado. Al contrario, la Reserva Federal volvió a subir los tipos de interés en septiembre, la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años superó el 5% y la del bono a 30 años alcanzó máximos de casi dos décadas. En renta variable, el liderazgo ha seguido concentrado en las grandes compañías tecnológicas americanas, mientras que buena parte de las pequeñas y medianas compañías han quedado rezagadas. El repunte de los tipos a largo plazo ha hecho especial daño a ciertos sectores, como el inmobiliario y el de consumo, cuyas valoraciones y cuya demanda son más sensibles al coste de la financiación.

En esta carta os explicamos cómo vemos los mercados, por qué la rentabilidad de nuestro fondo de renta variable se ha visto afectada, por qué seguimos teniendo una gran convicción en nuestras inversiones y cuáles son los principios que guían cada una de nuestras decisiones.

Rentabilidades principales índices y fondos

En renta variable, la dispersión de rentabilidades ha sido muy amplia durante los primeros nueve meses del año. El mercado estadounidense, impulsado por las grandes compañías tecnológicas, ha liderado con claridad (S&P 500 +11,8%), mientras que los índices europeos, que comenzaron el año con fuerza y empezaron a atraer de nuevo el interés de los inversores internacionales después de muchos años de salidas netas, han tenido un comportamiento más moderado (Eurostoxx 50 +8,3% y Stoxx 600 +7,2%).

En renta fija, las carteras con menor exposición a duración son las que han obtenido los mejores resultados. El repunte de las rentabilidades de los bonos a largo plazo ha penalizado con fuerza a los bonos de mayor plazo, y la ampliación de los diferenciales de crédito no ha permitido que asumir más riesgo de crédito compensara ese efecto. En este contexto, los bonos “High Yield” o de menor calidad crediticia han ofrecido una rentabilidad media del -0,03%¹, mientras que los bonos “Investment Grade” o la deuda gubernamental han tenido rentabilidades en lo que va de año del -2,50%² y del -3,58%³ respectivamente.

Durante este periodo, nuestros fondos han obtenido las siguientes rentabilidades: Abaco Global Value Opportunities -1,81%, Abaco Renta Fija Mixta Global +0,73% y Abaco Renta Fija +1,65%⁴. Nuestros fondos de renta fija mantienen rentabilidades positivas en un año en el que la mayoría de los índices de renta fija acumulan pérdidas, gracias a su reducida duración y a una selección muy exigente de emisores.

1 Media de rentabilidades YTD de ETFs representativos de bonos HY (HYG, JNK, SPHY, SJNK e IHY).

2 Media de rentabilidades YTD de ETFs representativos de bonos IG (LQD, VCIT, IGIB e IGSB).

3 Media de rentabilidades YTD de ETFs representativos de bonos gub (IBCA, VETY y LYXF).

4 Rentabilidades YTD de Abaco Global Value Opportunities I, Abaco Renta Fija R y Abaco Renta Fija Mixta I.

Las leyes de la economía y el precio del dinero

"Si algo no puede continuar para siempre, se detendrá." Herbert Stein

Los intentos de los gobiernos de derogar las leyes de la economía suelen ser ineficaces y, con frecuencia, perjudiciales. Este verano hemos tenido un buen ejemplo. El 17 de agosto, la rentabilidad del bono estadounidense a 30 años cerró por encima del 5,3%, su nivel más alto en 19 años. El Tesoro respondió duplicando, y en septiembre triplicando, el tamaño de sus recompras de bonos a largo plazo. El efecto apenas duró un día: las rentabilidades volvieron a subir.

Intentar bajar los tipos comprando bonos es, en nuestra opinión, como aplicar una bolsa de hielo a un paciente con fiebre: baja la temperatura, pero no cura la enfermedad. Y las causas de la fiebre son evidentes. La inflación sigue siendo persistente, con la inflación PCE en el 3,7% en julio frente a un objetivo del 2%, y el petróleo encarecido por el conflicto con Irán amenaza con mantenerla elevada. Estados Unidos mantiene un déficit cercano al 6% del PIB en plena expansión económica y con un desempleo del 4%, y su deuda ha alcanzado los 40 billones de dólares, con un pago anual de intereses que supera ya el billón de dólares, más que todo su presupuesto de defensa. Tampoco es un fenómeno exclusivamente americano: en Reino Unido el bono a 30 años se acerca al 6%, su máximo en lo que va de siglo, en Japón la deuda pública cotiza en máximos de 30 años y hasta el bono alemán ha repuntado con fuerza.

Los números del lado de la oferta son elocuentes. El gobierno estadounidense emitirá este año unos 2,1 billones de dólares de deuda neta nueva, y las necesidades de financiación conjuntas de gobierno, empresas y familias rondarán los 4,4 billones en 2027. A ello se suma la inteligencia artificial: las grandes tecnológicas emitieron unos 220.000 millones de dólares en bonos en el primer semestre de este año, el doble que en todo 2025, y la emisión de acciones avanza a un ritmo anualizado cercano a los 1,8 billones de dólares. Mientras tanto, los compradores tradicionales de deuda pública estadounidense, la Reserva Federal y los grandes tenedores extranjeros como Japón y China, han dejado de aumentar sus posiciones o incluso las están reduciendo.

Cuando la oferta de bonos crece más deprisa que su demanda, sus rentabilidades tienden a seguir subiendo. En nuestra opinión, esta presión por parte de la oferta, unida a la falta de demanda de los compradores tradicionales, es precisamente lo que nos ha hecho ser prudentes con la duración y no haber asumido todavía riesgo de duración en nuestras carteras de renta fija.

De todo ello extraemos dos conclusiones. La primera es que la era de los tipos cero ha terminado: el dinero vuelve a tener un precio, y los activos que se valoraron asumiendo lo contrario, desde los bonos de larga duración hasta las compañías cuyo valor depende de beneficios muy lejanos en el tiempo, son los más expuestos. La segunda es que el deterioro fiscal plantea dudas sobre el poder adquisitivo futuro de las principales divisas. Para protegerse de este riesgo, creemos que las mejores alternativas pasan por activos reales como el oro, infraestructuras en regiones de crecimiento y compañías de calidad en otras divisas, siendo conscientes de que cada una de ellas conlleva sus propios riesgos y exige una selección muy cuidadosa. Es una descripción bastante fiel de cómo están construidas nuestras carteras, no como una apuesta macroeconómica, sino como resultado de dónde encontramos hoy los mejores negocios a los mejores precios.

Inteligencia artificial: cuando el precio importa más que la historia

La rentabilidad del S&P 500 en lo que va de año vuelve a esconder una realidad muy concentrada. Históricamente, la capitalización de la mayor compañía del mundo ha oscilado entre el 2% y el 4% del PIB estadounidense; hoy ronda el 15%. Nunca la evolución del mercado había dependido tanto de tan pocas compañías.

No dudamos de que la inteligencia artificial transformará muchas industrias y de que será una herramienta muy poderosa para mejorar la productividad. Lo que cuestionamos es el precio que el mercado está dispuesto a pagar hoy por ello. Una parte sustancial del coste de este ciclo inversor aún no se refleja en las cuentas de resultados, sino que irá apareciendo de forma gradual a través de las amortizaciones de los próximos años, y una parte creciente se está financiando con deuda y ampliaciones de capital, lo que ya está reduciendo el flujo de caja libre de las grandes tecnológicas.

Con tipos del 5%, los beneficios lejanos valen hoy mucho menos que con tipos del 0%. En este entorno, lo que importa vuelve a ser la caja que generan los negocios y no los beneficios contables, que dependen de criterios como el ritmo de amortización o la capitalización de gastos y que, por tanto, pueden ser mucho más fácilmente manipulados. La caja, en cambio, no admite interpretaciones.

Nuestros principios: pescar donde hay peces

"Pesca donde están los peces. [...] Hay que pescar donde están las grandes oportunidades. Así de sencillo." Charlie Munger

En lo que va de año, la rentabilidad de nuestro fondo de renta variable se ha quedado por detrás de la de los principales mercados, tanto americanos como europeos. Queremos explicaros con claridad a qué se debe y por qué seguimos teniendo una gran convicción en nuestras inversiones.

Los sectores que más rentabilidad han restado a las carteras este año han sido el inmobiliario, las infraestructuras como los aeropuertos, y el consumo. Todos ellos tienen algo en común: a corto plazo, su cotización es muy sensible a los movimientos de los tipos de interés a largo plazo. Cuando estos suben, el mercado aplica una tasa de descuento mayor a sus flujos de caja futuros, encarece su financiación y anticipa un consumidor con menos renta disponible, y castiga sus cotizaciones de forma casi automática, sin detenerse a analizar la calidad de cada negocio.

Sin embargo, el valor de estas compañías no ha cambiado en la misma medida que su cotización. Son negocios con ventajas competitivas extraordinarias: aeropuertos con activos prácticamente imposibles de replicar y un crecimiento estructural del tráfico; promotoras y propietarios inmobiliarios en mercados con un déficit estructural de vivienda, con balances muy sólidos; y compañías de consumo líderes en sus mercados, con marcas consolidadas y una demografía que juega a su favor durante décadas. Además, son compañías capaces de trasladar la inflación al precio de sus productos y servicios, lo que nos protege en términos reales a largo plazo, y en la mayoría de los casos cotizan a valoraciones muy cercanas a sus mínimos históricos. Seguimos teniendo una gran convicción en todas ellas.

Los sectores y países que atraen toda la atención concentran la competencia, que termina promediando las rentabilidades; los que el mercado ignora, con muchos menos pescadores, ofrecen las mejores oportunidades. Hoy los pescadores se agolpan en torno a un puñado de grandes tecnológicas americanas. Nosotros preferimos las aguas menos concurridas de Europa, Reino Unido, Asia y Latinoamérica, donde encontramos compañías líderes a valoraciones muy deprimidas. Cuando el capital se concentra en tan pocas compañías, muchos otros negocios excelentes quedan cotizando a precios muy bajos, y es ahí donde, en nuestra experiencia, se

siembran las mejores rentabilidades futuras.

Estos son los principios que guían cada una de nuestras decisiones, y que hoy queremos recordaros:

- Una acción es una participación en un negocio. Comprar una acción es comprar una parte de una empresa, no un papel con el que especular.
- El mercado está para servirnos, no para instruirnos. Sus vaivenes nos ofrecen oportunidades, pero no nos dicen lo que vale un negocio.
- Margen de seguridad. El futuro es impredecible, por lo que solo invertimos con un descuento significativo sobre el valor intrínseco, que nos protege a la baja y mejora el potencial al alza.
- Círculo de competencia. Invertimos solo en lo que entendemos y, sobre todo, procuramos conocer bien sus límites.
- Pescar donde hay peces. Buscamos oportunidades allí donde hay menos competencia y mayores descuentos, aunque eso nos aleje de lo que hace la mayoría.

La paciencia es parte esencial del método. Entre 2000 y 2010, el S&P 500 no generó prácticamente rentabilidad alguna, tras una década en la que parecía imbatible. El mercado puede tardar en reconocer el valor, pero con el tiempo termina haciéndolo, y es entonces cuando la disciplina se ve recompensada.

Posicionamiento de los fondos Renta Fija

En renta fija, el nuevo entorno de tipos tiene dos caras. Para el inversor que busca rentas, los tipos elevados permiten hoy obtener rentabilidades atractivas sin necesidad de asumir duración, una situación muy diferente a la de hace apenas cinco años. Por ello, y por la presión de la oferta que os explicábamos anteriormente, mantenemos una duración reducida, cercana a los dos años, con una rentabilidad media a vencimiento del 4,6% en euros. Este posicionamiento es el que ha permitido a nuestros fondos obtener rentabilidades positivas en un año en el que la deuda pública y los bonos de mayor calidad crediticia acumulan pérdidas.

La otra cara es la carga para los emisores más endeudados. Los tipos altos están erosionando la caja de las compañías más apalancadas: cerca del 10% de los préstamos senior ya no generan caja suficiente para cubrir sus intereses, un problema especialmente agudo en las compras apalancadas cerradas en 2021 y 2022 con tipos mínimos y múltiplos muy elevados. Esperamos una dispersión creciente entre emisores fuertes y débiles, y por eso nuestra cartera se construye sobre compañías con balances sólidos, activos reales que cubren holgadamente su deuda y una elevada generación de caja. Preservar liquidez y flexibilidad nos permitirá aprovechar las oportunidades que esa dispersión termine generando. Mantenemos además nuestra posición en bonos ligados a la inflación de Estados Unidos, una protección valiosa en este entorno.

Renta Variable

En renta variable, nuestras carteras continúan ampliamente diversificadas por geografías y sectores, con una exposición reducida al mercado estadounidense y un peso relevante en Europa, Reino Unido, Asia y Latinoamérica. En un mundo de tipos más altos, preferimos negocios que generen caja hoy y cuyas valoraciones no dependen de un crecimiento extraordinario en un futuro lejano. Estas son nuestras principales áreas de inversión:

– Activos reales. Compañías productoras de petróleo, oro, plata y cobre, con elevada generación de caja y valoraciones atractivas, que además protegen la cartera frente a la tensión geopolítica, la inflación y la pérdida de poder adquisitivo de las divisas.

– Infraestructuras aeroportuarias. Negocios con barreras de entrada extraordinarias, elevados retornos sobre el capital y una gran capacidad de generar caja de forma recurrente, apoyados en el crecimiento estructural del tráfico aéreo. Su cotización se ha visto penalizada por la subida de los tipos, pero la calidad de sus activos y su crecimiento permanecen intactos.

– Consumo en Asia y Latinoamérica. Compañías líderes en sus mercados, con marcas consolidadas y posiciones competitivas difíciles de replicar, en economías con un fuerte crecimiento de la población, una rápida urbanización y un aumento sostenido de la renta disponible.

– Sector inmobiliario europeo. Es donde vemos una de las mayores discrepancias entre precio y valor de todo el mercado. Las principales promotoras residenciales británicas cotizan en torno a 0,6 veces su valor tangible en libros, con balances de caja neta, y están aprovechando estas valoraciones para recomprar acciones. En los países nórdicos, además, comienzan a apreciarse los primeros signos de recuperación.

En conjunto, estimamos que el potencial de revalorización de la cartera supera el 80%. La elevada dispersión de valoraciones entre mercados y sectores nos permite construir hoy una cartera de negocios de gran calidad a precios que consideramos muy atractivos. Continuamos con una fuerte convicción en nuestras inversiones y creemos que, para quienes tengan un horizonte de largo plazo y un poco de paciencia, este es un momento especialmente interesante para estar invertidos.

Como siempre quedamos a vuestra disposición para cualquier cosa que necesitéis y os agradecemos la confianza depositada en nosotros.

El Equipo de Abaco Capital.