

INVERTOPIA DINÁMICA SICAV
(antes GLOVERIA DINÁMICA SICAV)

COMENTARIO ASESOR AGOSTO 2026

Estimado accionista,

El mes ha terminado con una ganancia de **0,17%** y en el año se sube +0,23%.

Las fuertes tensiones en los **bonos** durante todo el año nos sigue perjudicando bastante. Cualquier subida del **euro** igualmente perjudica, aunque parece que se ha frenado en seco ante el difícil nivel de resistencia de la media de 200.

Hay además un dato que considero especialmente relevante: en la última semana de agosto los **flujos hacia renta fija** ascendieron a 17.700 millones de dólares, la mayor entrada de la semana y por encima de la registrada en renta variable. El dinero institucional está entrando precisamente ahora, con las rentabilidades en niveles elevados, y conviene no perder de vista ese comportamiento.

Si **Warsh** logra transmitir con claridad que la Reserva Federal no va a tolerar la inflación, el tramo largo de la curva sería el gran beneficiado a medio plazo, puesto que lo que más penaliza a los bonos de larga duración son las expectativas de inflación, más que las subidas de tipos en sí mismas.

Y si la Reserva Federal se excediera y frenase la economía más de lo deseable, el bono volvería a ejercer su papel tradicional de refugio. En cualquiera de los dos escenarios, la adquisición de bonos a los precios actuales ha resultado históricamente una **decisión acertada** para el inversor que ha sabido mantener la paciencia.

MERCADO

Todo el mundo está muy preocupado por los **bonos**, y con razón. Pero creo que el verdadero problema está en un sitio donde no estamos mirando: la **demografía**. El comprador estructural de bonos a largo plazo se está jubilando. La cohorte ahorradora, la de 40 a 60 años, que es la franja donde más se ahorra, empezó a reducirse en 2016 frente a la de mayores de 65, y desde entonces no ha parado.

La generación del baby boom, a la que pertenezco, era una generación de comprar bonos y letras del tesoro. Las que vienen detrás tienen otras costumbres inversoras, ni buenas ni malas, pero entre ellas no está comprar los bonos de unos gobiernos que están llenando de deuda todo. Cuando compran renta fija, prefieren los bonos corporativos de los hiperescaladores, que encima pagan cupones más altos.

El comprador estructural de bonos largos se está jubilando

Peso de la cohorte ahorradora (40-60 años) menos la de jubilados (65+) en OCDE y China, frente al bono estadounidense a 10 años. El eje izquierdo está invertido para que ambas series se muevan juntas.



Fuente: Macrobond y Nordea — «Could bond yields be reflecting fundamentals?», 28/08/2026, pág. 4 (Exhibit «Super savers vs super consumers and long end yields»).

Reconstrucción propia por lectura del gráfico original; los niveles son aproximados. Los datos posteriores a 2026 son proyección demográfica.

Gráfico: José Luis Cárpato

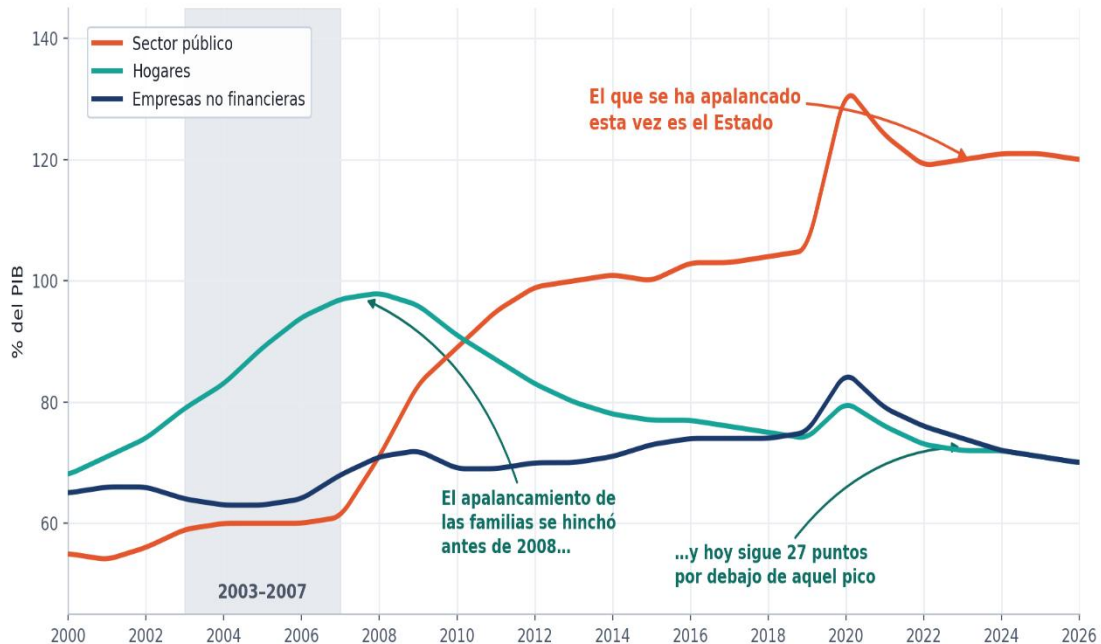
¿Casualidad que justo desde 2016 las **rentabilidades de los bonos suban** como no lo hacían desde principios de los 2000? Yo creo que es una de las causas principales, y si lo es, mal asunto por delante, porque esto va a seguir así.

Además, esta vez el **endeudamiento está muy centrado en los gobiernos**. En el ciclo 2003-2007, con los tipos al mismo nivel que ahora, se endeudaban los hogares, las empresas y los estados. Ahora los hogares y las empresas llevan años reduciendo deuda y son los estados los que gastan como si no hubiera un mañana. Y la curva americana entonces se aplanaba con exceso de ahorro; ahora se empina.

Estamos en un mecanismo totalmente diferente y hay que tomárselo muy en serio. Morgan Stanley publicó esta semana un gráfico basado en los **ciclos de Kondratiev** que especula con un ciclo largo de rentabilidades al alza tras 39 años de bajadas entre 1981 y 2021. Es una especulación, pero enlaza muy bien con lo anterior:

Esta vez el que va cargado de deuda no es el hogar

Deuda sobre PIB en Estados Unidos por sectores. La diferencia clave frente al ciclo 2003-2007: entonces el desequilibrio estaba en las familias, ahora está en el balance público.



Fuente: Nordea Markets y Macrobond — «Could bond yields be reflecting fundamentals?», 28/08/2026, pág. 3 (Exhibit «US debt to GDP»).
Reconstrucción propia por lectura del gráfico original; los niveles son aproximados.

Gráfico: José Luis Cárpatos

Warsh cambia el guion

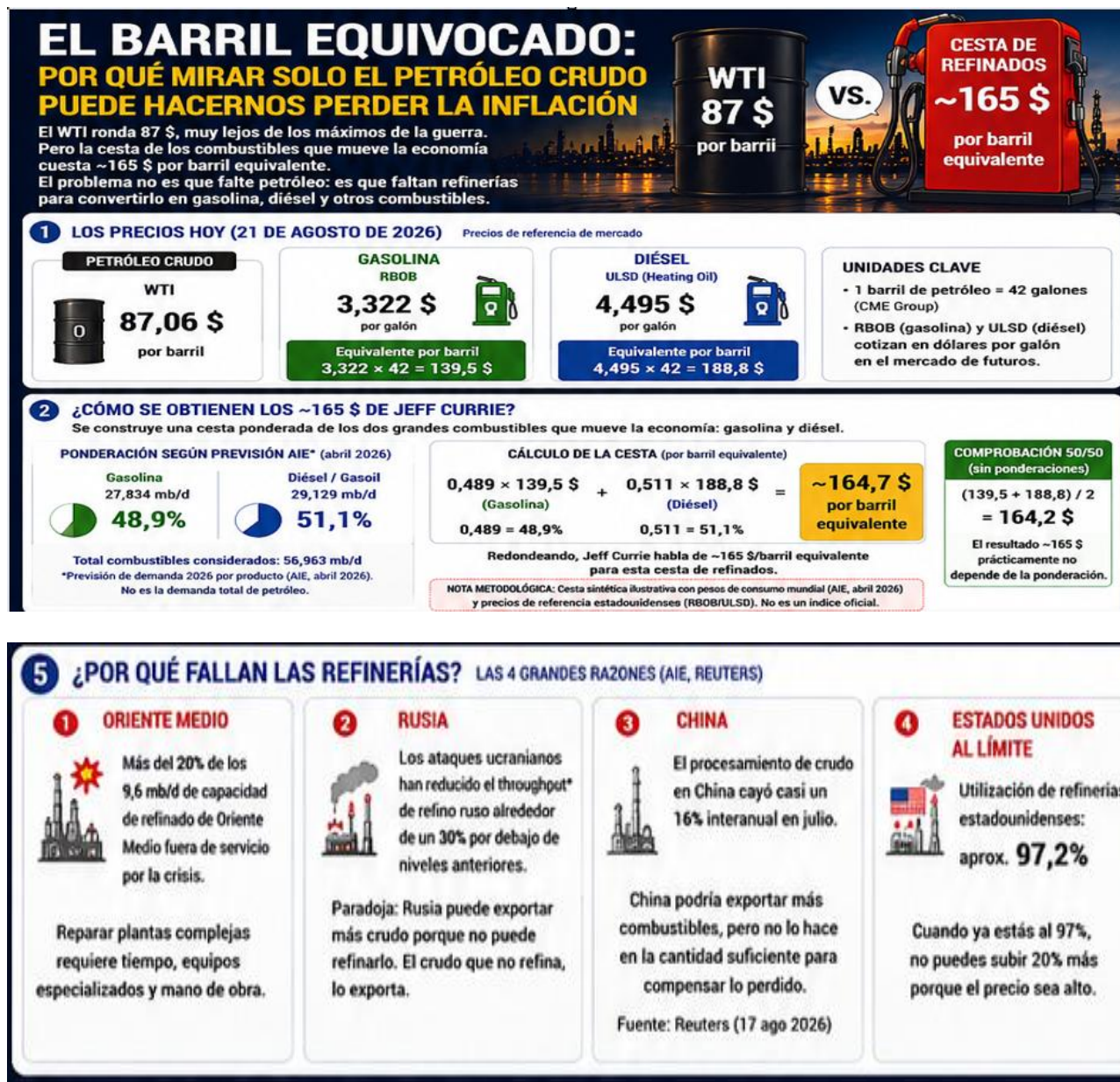
Todo el mundo pensaba que Warsh iba de marioneta de Trump y en Jackson Hole no lo pareció. Dijo que la inflación sigue muy por encima del 2 %, y es que es verdad, el PCE a 12 meses está en el 3,7 % y a 6 meses en el 4,1 %. Y añadió un dato que me parece clave: el 54 % de las partidas del PCE suben más de un 3 %, cuando la media de los veinte años anteriores al COVID era del 32 %. Eso ya es un daño estructural de la inflación. Dejó claro que **el foco vuelve a la inflación y no al empleo**, y que las condiciones financieras actuales no le parecen restrictivas.

El resultado es que la probabilidad de subida de tipos en septiembre pasó del 33 % a entre el 52 % y el 60 % según el derivado que se mire, y el bono a 2 años tuvo, según JP Morgan, la **mayor reacción alcista en rentabilidad tras un Jackson Hole en lo que va de siglo**. Hay un antes y un después. Barclays espera dos subidas; Goldman ninguna. Como Warsh no da pistas, llegaremos a la reunión del 16 de septiembre sin nada descontado, y la reacción puede ser brutal en cualquiera de los dos sentidos. Estamos preparados para un episodio de volatilidad.

Petróleo: el problema está en las refinerías

El crudo cerró la semana bajando en torno a un 5 %. Goldman calcula, con fuentes privadas, que por **Ormuz** ya pasan 15-16 millones de barriles diarios frente a los 10 de marzo, gracias al corredor escoltado por la marina estadounidense. Pero la economía paga los destilados, y una cesta de gasolina y diésel sigue costando el equivalente a 164 dólares por barril. Oriente Medio ha perdido un 20 % de capacidad de refino, Rusia un 30 % por los ataques ucranianos, China procesa un 16 % menos y las refinerías americanas están al 97 % de uso.

Esto va más lento pero es mucho más pegajoso, y por eso creo que el mercado está siendo **demasiado optimista con la inflación**. El acuerdo de Trump con Venezuela suena muy bien en reservas, pero una cosa es el petróleo que hay bajo el suelo y otra el que sale por la tubería. Lo relevante a corto plazo sería que Venezuela saliera de la OPEP y se abriera una guerra de precios



Nvidia, la IA y la fontanería de mercado

Los **resultados de Nvidia** fueron bestiales, pero el margen bruto guiado se quedó en el 72-73 % por el subidón de la memoria. Jensen Huang lo arregló en la rueda de prensa hablando de un crecimiento del 70 % para 2028, cuando el consenso esperaba un 44 %. Eso ha tranquilizado al mercado sobre el capex.

LA GUÍA: CRECIMIENTO DE INGRESOS EN 2027

70%
crecimiento previsto

Goldman Sachs esperaba **55%**
El consenso esperaba **44%**
Demanda sin restricciones **>100%**

Guía del 3T
108 mil M \$
Rubin: ~20% del total

EL PUNTO DÉBIL: EL MARGEN BRUTO BAJA

72-73%

margen bruto guiado para 2027

El consenso esperaba 75,1%

Suelo en el 4T: **71-72%**

Causa: coste de la memoria HBM

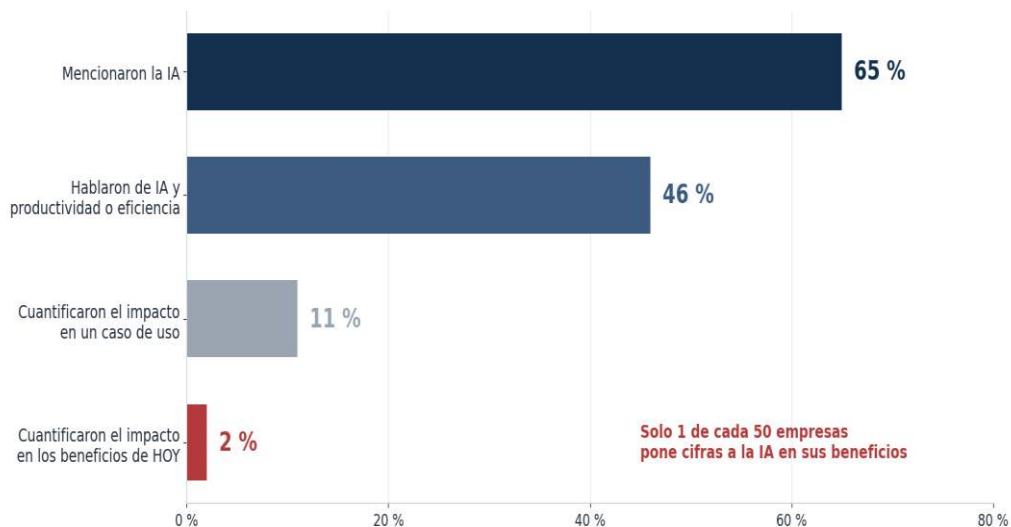
Nvidia ha subido precios para compensarlo.



Yo sigo remitiéndome a los hechos: el 65 % de las compañías hablaron de **IA** en la temporada de resultados, pero solo el 2 % cuantificó el impacto en sus beneficios. Una de cada cincuenta.

El embudo de la IA: mucho hablar, poco demostrar

Porcentaje de empresas del S&P 500 según lo que dijeron de la IA en las conferencias de resultados del 2T 2026



Fuente: Goldman Sachs FICC and Equities / GIR, nota de Tony Pasquariello «Markets & Macro», 26-ago-2026 (gráfico 2, pág. 2). Elaboración propia.

José Luis Cárpatos

La **amplitud sigue siendo estrecha**, tanto en Estados Unidos como en Europa, según el indicador de Goldman que compara la distancia del índice a máximos de 52 semanas con la de su acción mediana. El mercado sube apoyado en su núcleo habitual.

Hartnett señala además que **el 82 % de los índices globales está en sobrecompra** y que su señal de venta salta en el 88 %; la última vez que saltó, el 28 de enero, el S&P 500 cayó un 9,5 %. Y los flujos hacia oro y criptos han sido los mayores desde octubre de 2025, como si el dinero buscara activos fuera del control de los gobiernos.



Lo que viene

Técnicamente el **S&P 500** ha hecho un pullback hasta el antiguo techo del lateral. Si rompe máximos, la señal sería muy potente; si vuelve a meterse dentro, muy negativa. Y no olvidemos la estacionalidad: hasta seis casas distintas, algunas con datos desde 1938, muestran que los doce meses posteriores a las elecciones de medio término han sido positivos siempre, con ganancias medias del 13-18 %. Este año podría romper la pauta, pero por probabilidades es una de las mejores que conozco. Es **muy mala idea ponerse corto a partir de noviembre**.

Como siempre, los **bonos mandan sobre la burbuja y no al revés**. Seguiremos vigilando el 30 años americano: por debajo del 5 % el escenario es alcista; por encima, hay que ir con cuidado.

Gracias por su atención y confianza,

FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

Aplica una política de inversión clásica global, que se podría clasificar dentro de una categoría de mixto flexible, que puede llegar a invertir en cualquier activo aptos y proporción. Aunque se asimila más a la clásica cartera 60/40, 60% en renta variable y 40% en bonos. Las grandes familias de activos invertibles son la renta variable, renta fija, materias primas y puntualmente derivados, utilizando ETFs, fondos de inversión, bonos y derivados directos. Su principal objetivo es la preservación del capital, pero sin renunciar a rentabilidades atractivas y no habiendo perdido nunca desde que en 2021 se empezó la nueva gestión, ni incluso en el mal año 2022. Se rota poco la cartera, minimizando los costes operativos.

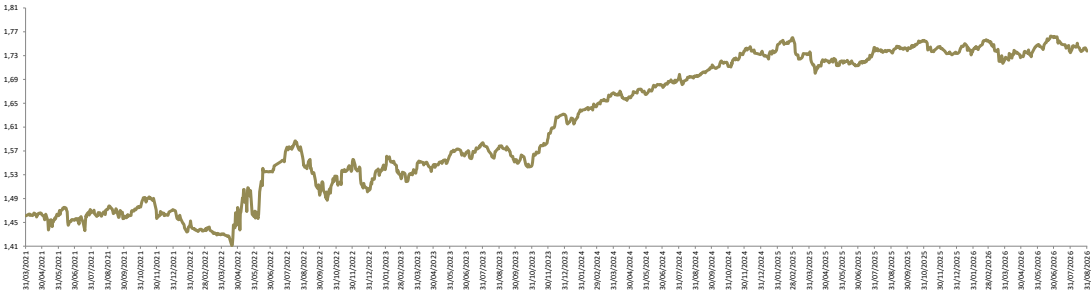
INVERTOPIA DINÁMICA SICAV
(Antes GLOVERSIA DINÁMICA SICAV)

ISIN	ES0169268036
POLÍTICA DE INVERSIÓN	Global – Vía ETFs, IICs, bonos, renta variable, opciones y futuros
COMISIÓN GESTIÓN FIJA	1,35%
COMISIÓN GESTIÓN VARIABLE	9% de los beneficios
COMISIÓN DEPOSITARIA	0,10%
GESTORA	Renta 4 Gestora SGIIC
DEPOSITARIO	Renta 4 Banco
ASESOR	Shappire Capital EAF
MERCADO DONDE COTIZAN	BME Growth
CÁLCULO VALOR LIQUIDATIVO Y LIQUIDEZ	Diario
COMPRA	Aportar a nuestro banco nombre de la SICAV y código ISIN, orden a valor liquidativo

RENTABILIDAD

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Total
2021				0,10%	-0,09%	-0,51%	0,85%	0,42%	-1,03%	1,29%	-1,31%	1,00%	0,69%
2022	-1,76%	-0,51%	-0,49%	3,09%	0,20%	4,91%	2,69%	-1,95%	-3,23%	2,13%	1,62%	-3,13%	2,22%
2023	2,59%	-1,03%	1,48%	-0,15%	1,03%	0,30%	1,04%	-0,35%	-1,43%	0,14%	3,07%	2,48%	8,48%
2024	0,34%	0,58%	1,31%	-0,52%	0,34%	0,90%	0,84%	0,13%	0,78%	0,14%	1,49%	-0,23%	6,26%
2025	0,88%	0,68%	-1,60%	-0,51%	-0,12%	-0,47%	1,78%	-0,39%	0,10%	1,00%	-0,58%	-0,67%	0,03%
2026	0,39%	0,81%	-1,71%	0,28%	0,12%	0,80%	-1,43%	0,17%					0,23%

Comienzo de la nueva gestión 01/04/2021



CARTERA

Renta fija	91,88%
Liquidez	3,15%
Renta variable	2,50%
Materias primas	2,47%

VOLATILIDAD

Histórica	4,94%
-----------	-------

Patrimonio	9.323.887
Accionistas	213

Perfil de riesgo

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

DISCLAIMER: Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Sapphire Capital EAF (en adelante “Sapphire”), con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y están sujetos a cambio sin previo aviso. Sapphire no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Sapphire considera que la información y/o las interpretaciones, estimaciones y/u opiniones relacionadas con los instrumentos financieros y/o emisores de los cuales trata este documento, están basados en fuentes que se consideran fiables y de reconocido prestigio, disponibles para el público en general. Sapphire no garantiza la precisión, integridad, corrección o el carácter completo de dichas fuentes, al no haber sido objeto de verificación independiente por parte de Sapphire y, en cualquier caso, los receptores de este documento no deberán confiar exclusivamente en el mismo, antes de llevar a cabo una decisión de inversión. Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los comentarios que figuran en este documento tienen una finalidad meramente divulgativa y no pretenden ser, no son y no pueden considerarse en ningún caso asesoramiento en materia de inversión ni ningún otro tipo de asesoramiento. Sapphire no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Sapphire, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Sapphire pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Sapphire puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de Sapphire Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.