

INVERTOPIA DINÁMICA SICAV
(antes GLOVERIA DINÁMICA SICAV)

COMENTARIO ASESOR SEPTIEMBRE 2026

Estimado accionista,

Cerramos septiembre con un **-1,54%** en el mes.

La **tormenta en el mercado de bonos** ha perjudicado mucho la evolución de la cartera este mes, aunque las pérdidas se han limitado en parte, gracias a la fuerte bajada del euro frente al dólar. Teniendo en cuenta que la divisa no está cubierta, este tipo de movimientos beneficia a la SICAV.

Hartnett, de Bank of America, un analista con mucho ojo clínico dedica buena parte de su último informe a los bonos y en su opinión es que a pesar de todos los problemas que tiene este mercado de los que hablo más abajo, estamos empezando a tener un **buen punto de compra**. Ahora mismo, los bonos del Tesoro acumulan la peor rentabilidad a largo plazo de los últimos cien años, y las grandes rentabilidades negativas a largo plazo han sido históricamente grandes puntos de entrada en cualquier mercado comenta este analista. Por ejemplo, una situación así en bolsa ocurrió en 1939, 1974 y 2009. En materias primas en 1933 y 2018. Comenta que por ello él está empezando a comprar algunos bonos.

Hay además un dato que considero especialmente relevante y es el posicionamiento. Los grandes gestores a nivel mundial están muy largos de bolsa y muy cortos de bonos. Por **ley de sentimiento contrario** cuando todo el mundo está en el mismo lado, lo que suele pasar es justo lo contrario, ya saben cómo va esto.

Pero además hay otro dato muy importante bajo mi punto de vista. Los bonos a largo plazo de los **hiperescaladores** pagan ya cupones casi de rentabilidad promedio de bolsa y si no vean: Oracle el 8,4 %, Meta el 7,5 %, Google el 6,9 %.

A pesar de todo lo que están sufriendo los bonos, en la última semana de septiembre los **flujos hacia renta fija** llegaron a 18.800 millones de dólares, por encima de los 15.800 millones que entraron en bolsa, que no está nada mal. La mano fuerte está entrando precisamente ahora, con las rentabilidades en niveles elevados.

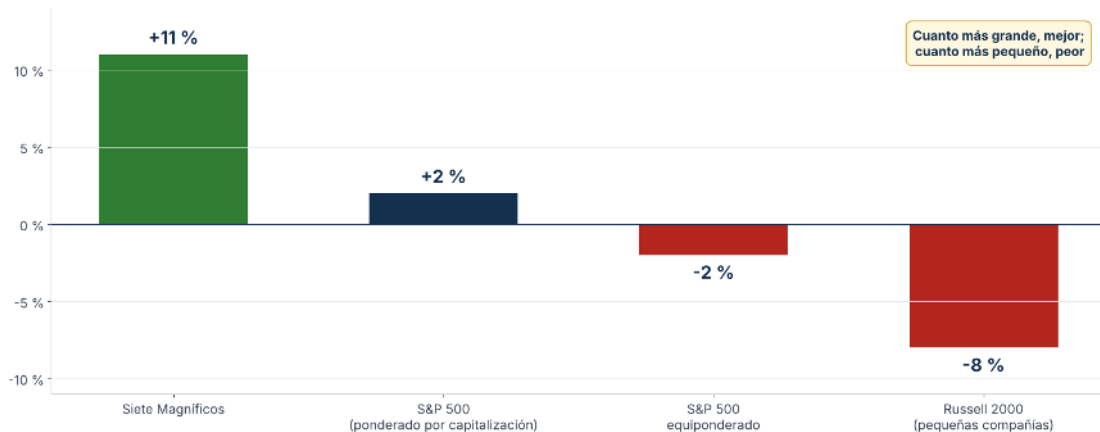
Dice Hartnett que para que se viera una **caída de 100 o 200 puntos básicos en las rentabilidades** que nos vendría muy bien haría falta un evento de crédito o una recesión, y ninguno de los dos escenarios puede descartarse con un MOVE por encima de 100 y una prima de riesgo francesa cercana a la que tenía en la crisis de 201. No hay que olvidar, el cupón que devengamos cada día.

SITUACIÓN DEL MERCADO

El tercer trimestre ha sido raro, y lo más importante que es el S&P500 ha dejado de ser el mercado, ahora es otra cosa, pero no el mercado. Según datos de Tony Pasquariello, de Goldman, los **siete magníficos** han subido un 11 %, mientras que el S&P 500 normal ha subido un 2 %, pero el S&P 500 con todos los valores de igual ponderación ha bajado un 2 %, ya ven, y el Russell 2000 ha bajado un 8 %. Lo único que sube son los siete magníficos y unas pocas compañías más y esto distorsiona por completo al S&P500 y al Nasdaq.

El 3T en una imagen: Siete Magníficos +11 %, S&P 500 +2 %, equiponderado -2 %, Russell 2000 -8 %

Rentabilidad en el 3T 2026 (jul-sep). Mientras tanto, el bono USA a 10 años subió 82 puntos básicos



Fuente: Goldman Sachs, Tony Pasquariello («Markets and Macro», 2-oct-2026), Bloomberg

José Luis Cárpatos

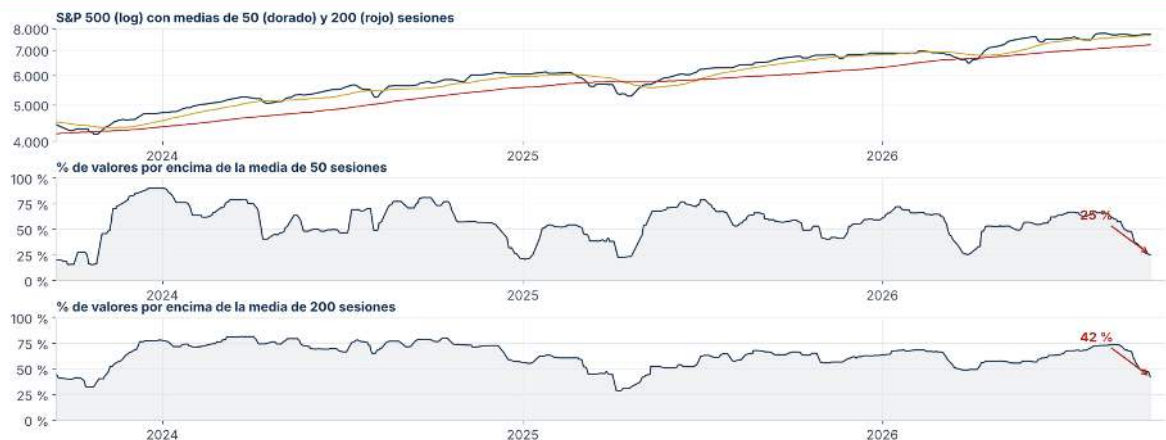
El equiponderado cae un 6 % desde los máximos de agosto y encadena siete semanas consecutivas en rojo, algo que solo se había visto en 2002 y en 2022, y en ninguna de las dos ocasiones le fue bien a la bolsa que digamos. Por si fuera poco, solo el 25 % de los valores del S&P 500 está por encima de su media de 50 sesiones y solo el 42 % por encima de la de 200, lo cual con el índice casi en máximos es rarito, muy rarito.

Por sectores, tecnología y salud son los únicos que aguantan el tirón, en financieras solo el 4 % de los valores está sobre la media de 50, en utilities el 3 % y en inmobiliario ninguno. Esto es así, porque precisamente estos sectores son los que más sufren con los tipos. El S&P 500 lleva además catorce semanas seguidas con más nuevos mínimos que nuevos máximos, y eso solo se ha visto en tendencias bajistas.

Ese es el mercado de verdad, un mercado que está sufriendo mucho con todos los **problemas macro**, que tenemos encima de la mesa, al final el S&P500 ya no es representativo de nada, es un índice sostenido por diez empresas con una acción media en mercado bajista por culpa de un bono a 10 años al 5,3 %.

Participación cada vez más débil: índice en máximos, pero solo el 25 % de los valores sobre la media de 50

S&P 500 (escala logarítmica) y porcentaje de componentes por encima de sus medias de 50 y 200 sesiones



Fuente: Raymond James Investment Management (Weekly Market Guide, 30-sep-2026), Bloomberg, FactSet. Series reconstruidas a partir del gráfico original.

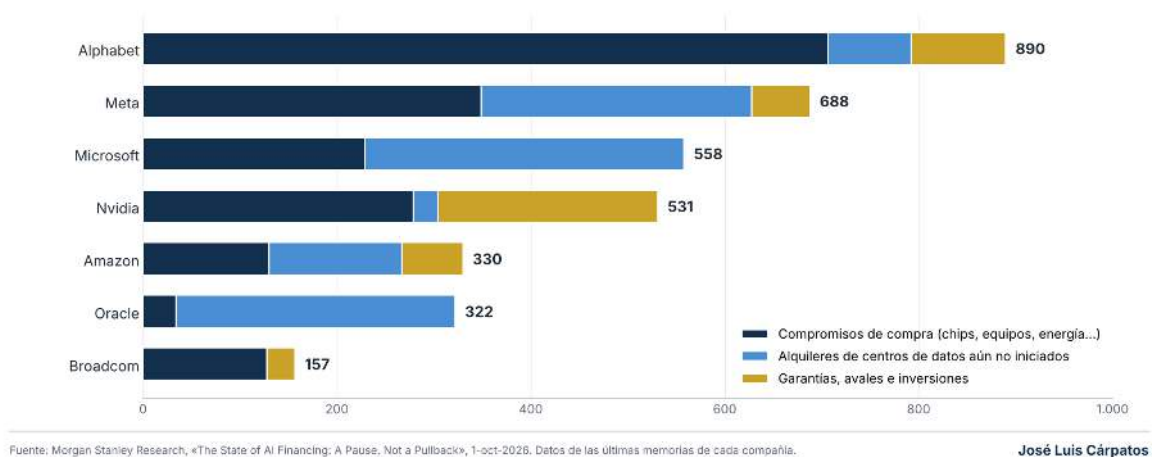
José Luis Cárpatos

El problema de fondo sigue siendo el mismo, el **machaque de los bonos** día sí y día también. Y es que el bono americano a 10 años en el 5,27 %, el de 30 años en el 5,62 % camino del 6 % y el de 2 años en el 4,83 %. Y la gran sorpresa fue que recientemente, tras un dato de empleo muy débil, con 29.000 empleos frente a los 90.000 esperados y unos ingresos por hora más bajos de lo previsto, los bonos han seguido sin levantar cabeza. ¿Y esto por qué?

Pues hay varias razones que les están perjudicando. Durante el trimestre, los **hiperescaladores** han emitido 700.000 millones de dólares en deuda fuera de balance, mediante vehículos especiales y figuras similares, más otros 250.000 millones en bonos de grado de inversión. Todo ese dinero es un 25 % más de lo que ha emitido el Tesoro americano en el mismo periodo, ya se pueden hacer con esto una idea de la cifra de la que estamos hablando. La competencia que le hacen al Tesoro es impresionante, y como el mercado los ve más arriesgados y pagan más cupón, el inversor prefiere esos bonos. Meta tiene cerca de 600.000 millones fuera de balance y muy pocos análisis lo tienen en cuenta en sus valoraciones, que no deberían ser tan buenas francamente.

La deuda que no sale en el balance: más de 3,4 billones de dólares

Compromisos fuera de balance declarados (miles de millones \$): compras, alquileres aún no iniciados y garantías

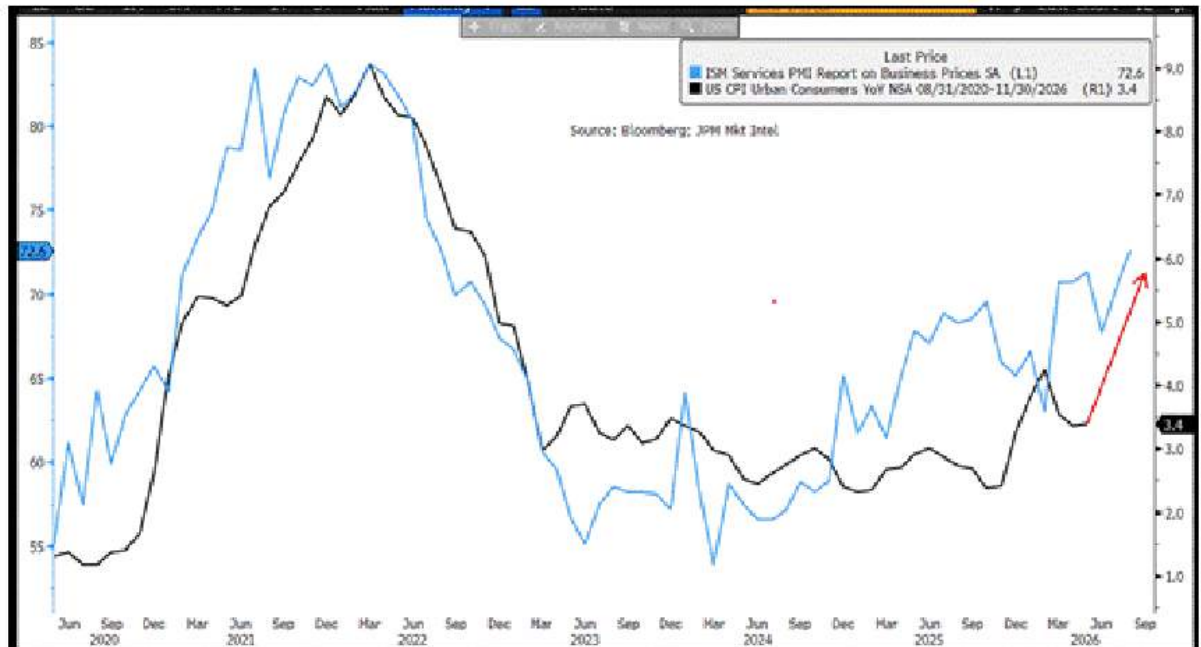


Añadan a esto el **déficit descontrolado de Estados Unidos**, el **desmontaje del carry trade en yenes**, que se está trasladando en parte al franco suizo, y una **inflación** que no está tan controlada como nos la quieren vender. El PCE salió bajo recientemente porque se ha cambiado la metodología de cálculo, no porque haya mejorado, que no es lo mismo, cuidado con esto. Siempre que se cambia la metodología sale el indicador de inflación más bajo y esto es así desde la época de Clinton. La partida de precios pagados del ISM de manufacturas salió en 77,9 frente a 72,3 esperado, y Deutsche Bank muestra que la de servicios anticipa en unos tres meses lo que hace el IPC, que apunta claramente al alza.

Mientras tanto, el **índice MOVE de volatilidad de los bonos**, anda muy pero que muy nervioso, muy por encima del nivel de 98 que ha acompañado todas las explosiones del VIX. No garantiza nada, pero da más posibilidades a un episodio de volatilidad en bolsa.

Aquí tienen la altísima **correlación** entre la subpartida de precios del ISM de servicios y lo que pasa al cabo de 2 a 3 meses con el IPC.

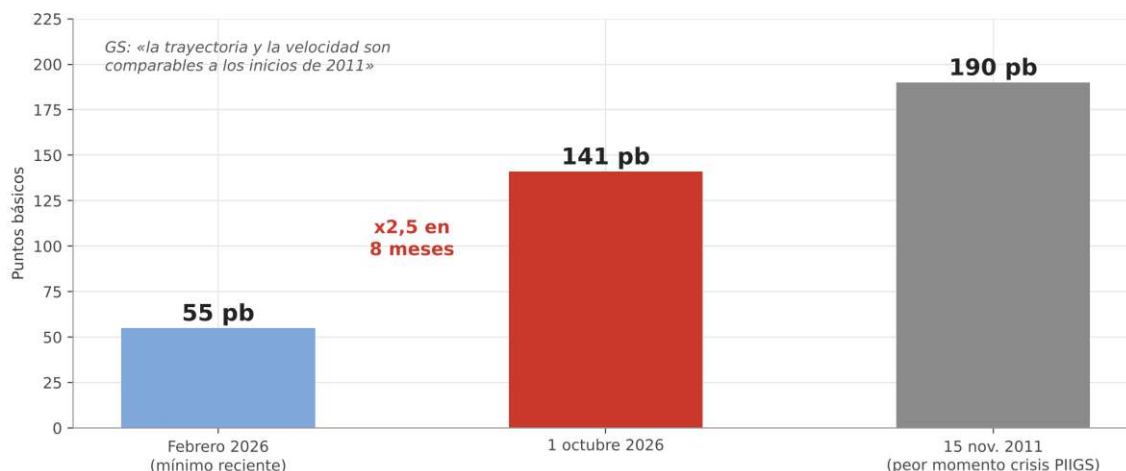
ISM-SRVCS PRICES PAID vs. HEADLINE CPI [3M LAGGED]



Y por si fuera poco, ojo a la **zona euro** que vuelve a estar en una crisis, para variar que, como siempre, empieza por la deuda, siempre se descose la UE por el mismo sitio, como en 2011. El diferencial entre el bono francés y el alemán ronda los 150 puntos básicos, a apenas diez puntos de lo que alcanzó en la gran crisis de 2011, y ya se contagia a Italia y a España. El euro está en mínimos desde marzo de 2025 contra el dólar y tontea con la media de 200 semanas; la última vez que la perdió cayó desde 1,30 hasta prácticamente la paridad. Para quien tiene su base en euros y activos en dólares, la caída del euro le beneficia si no está cubierto.

Francia, en el epicentro: la prima de riesgo mira a 2011

Diferencial entre el bono francés (OAT) y el alemán (Bund) a 10 años, en puntos básicos



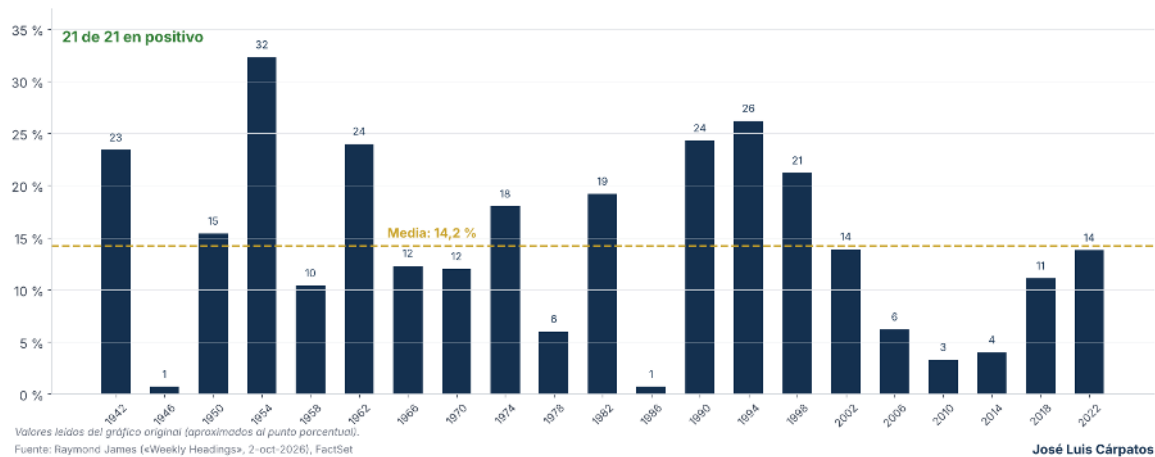
Fuente: Goldman Sachs FICC & Equities (J. Narain, 4 oct 2026) y GS Global Investment Research. Elaboración: José Luis Cárpatos

Y de nuevo entramos en temporada de **resultados**. Según Goldman, las diez principales compañías del S&P 500 ellas solitas, van a aportar el 68 % de todo el crecimiento del beneficio por acción, con Micron y Nvidia a la cabeza, ahí es nada, es una concentración demasiado exagerada me parece a mí. La semana clave será la última de octubre en la cual publica el 44 % de las compañías, y claro con todo ello hasta primeros de noviembre seguiremos en pleno blackout de recompras. Y esto supone que el mercado se va a quedar cerca de un mes sin uno de sus principales factores alcistas.

Las **elecciones de medio término** del 3 de noviembre no pintan bien para el partido en el poder ahora mismo y eso se ve por ejemplo en la confianza del consumidor del Conference Board que está en 81,9, la más baja desde 2014, y por primera vez desde 2022 hay más gente que describe su situación financiera como mala que como buena. Algunos analistas piensan que, si ganan unos u otros la bolsa reaccionará, pero la historia demuestra que luego el mercado casi nunca cumple estas previsiones preelectorales, mi experiencia también es esa. Pero también hay una parte buena y es que desde 1942, el S&P 500 ha subido en los doce meses posteriores a las 21 elecciones de mitad de mandato en todas las ocasiones, ni una fallada, con una media del 14,2 %. Octubre es además el tercer mejor mes del año desde 1990 y noviembre el mejor con mucha diferencia. Y las autoridades no pueden permitirse un susto en bolsa antes de las elecciones las cosas como son.

Desde 1942, el S&P 500 ha subido en los 12 meses posteriores a las 21 elecciones de mitad de mandato

Rentabilidad del S&P 500 en los 12 meses siguientes a cada elección legislativa de EE. UU. (las próximas, el 3 de noviembre de 2026)



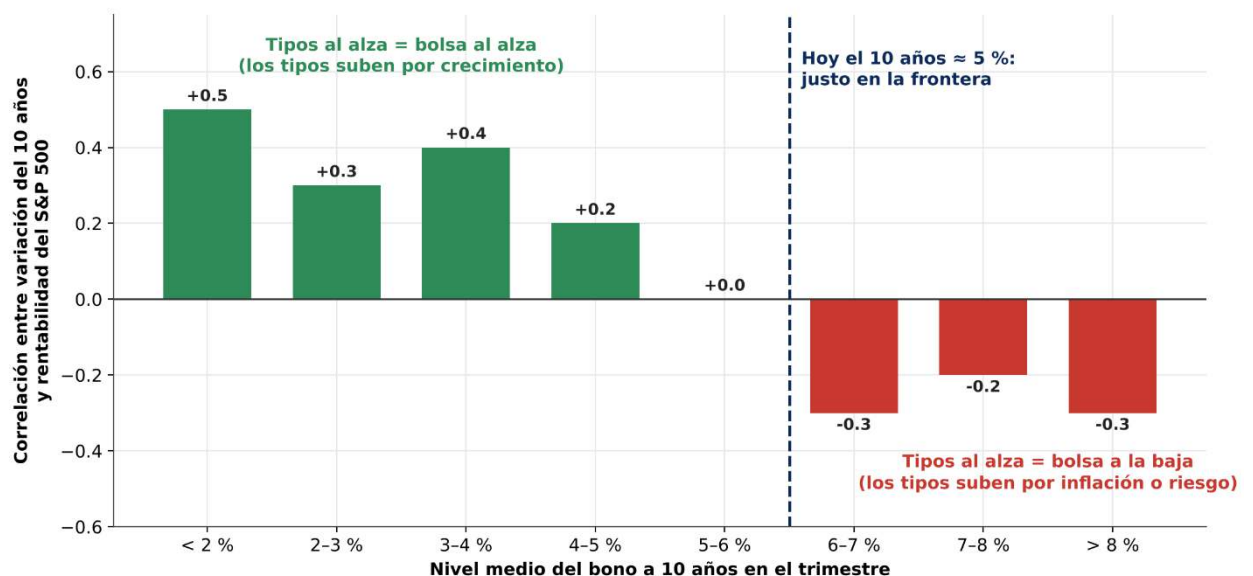
Hartnett explica muy bien el momento que estamos pasando y comenta que cree que el mercado está convencido de que los valores que están basados en la IA son inmunes a los tipos. No es así, pero es lo que el mercado piensa. Hartnett comenta que todo esto se parece mucho a lo que ocurrió entre septiembre de 1999 y marzo de 2000, cuando solo tiraban tecnología y telecos y que no hace falta recordarles como terminó.

Como siempre, los bonos mandan. Seguiremos muy pendientes del 10 años americano y del MOVE, con las **coberturas preparadas** para un octubre que, por estacionalidad, es el mes más volátil del año.

Los estudios históricos son claros, la bolsa empieza a torcerse con el bono americano a 10 por encima del 5,5% y ya se complica todo mucho por encima del 6%. No andamos muy lejos de esa zona.

Con el bono a 10 años por encima del 6 %, las subidas de tipos castigan a la bolsa

Correlación trimestral entre los cambios diarios del Treasury a 10 años y el S&P 500, por tramo de rentabilidad (2T 1962-2T 2026)



Fuente: Bloomberg, BofA US Equity & Quant Strategy (Exhibit 11, tabla de correlaciones desde 1962) · Adaptación y traducción: José Luis Cárpatos



Gracias por su atención y confianza,

FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

INVERTOPIA DINÁMICA SICAV
(Antes GLOVERSLIA DINÁMICA SICAV)

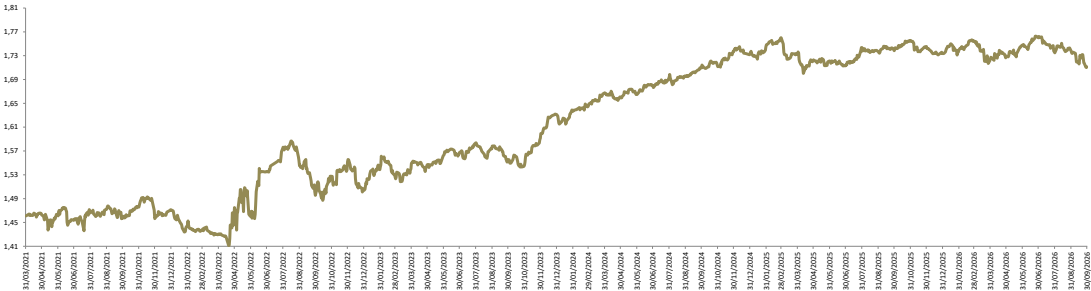
Aplica una política de inversión clásica global, que se podría clasificar dentro de una categoría de mixto flexible, que puede llegar a invertir en cualquier activo aptos y proporción. Aunque se asimila más a la clásica cartera 60/40, 60% en renta variable y 40% en bonos. Las grandes familias de activos 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.

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%	-1,54%				-1,31%

Comienzo de la nueva gestión 01/04/2021



CARTERA

Renta fija	91,78%
Liquidez	3,34%
Renta variable	2,52%
Materias primas	2,37%

VOLATILIDAD

Histórica	4,92%
-----------	-------

Patrimonio	9.153.168
Accionistas	202

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.