Informe temático · Market research · Oro y mineras

Oro: el tipo real lo tira un 21 %, los bancos centrales lo sostienen y las mineras apuestan por 4.470–5.900 dólares

El oro cotiza a US$4.183, un 21 % por debajo del máximo de enero, con el bono real a 10 años en 2,84 %. Los bancos centrales compraron 345 t en el semestre y los ETF han entrado 211 t en el 3T. Medimos qué oro necesitan descontar Newmont y Agnico y cómo se mueven las mineras en tres escenarios a 12 meses.

SDN Research · Informe temático · Datos a cierre del 16-10-2026

PUNTOS CLAVE

- El oro ha caído un 21 % desde enero (máximo de cierre del contrato de futuros) porque el tipo real a 10 años ha subido de 1,8 % a 2,8 % y el dólar se ha apreciado un 6 % [S009][S010]. Los bancos centrales y los ETF no han dejado de comprar: 345 t en el semestre y 211 t de entradas netas en los ETF en el 3T [S002][S008].
- La industria gana mucho: con el oro a US$4.183 y un AISC medio de US$1.785 (1T26, récord) quedan unos US$2.400 por onza [S003][S010]. Pero los costes suben un 16 % al año.
- Newmont cotiza como si el oro valiera ~US$4.470 durante 22 años; Agnico, como si valiera ~US$5.900 durante 17 (cálculo SDN). Con un oro un 6 % más alto en 12 meses, las mineras suben ~10 %; con un oro un 10 % más bajo, caen ~30 %.

Pregunta central. ¿Qué oro tiene que haber para que las mineras justifiquen el precio de hoy? El oro está a US$4.183 [S010] y los tipos reales (2,84 %) se han comido un quinto del metal en nueve meses [S009]. Según el modelo SDN, **Newmont** cotiza como si el oro valiera ~**US$4.470** durante 22 años (+7 %) y **Agnico Eagle** como si valiera ~**US$5.900** durante 17 (+41 %), o como si produjera más. A 12 meses, nuestro rango del oro es **3.756 – 4.450 – 5.003** y el de las mineras, **–30 % / +10 % / +42 %**. Los bancos centrales ponen el suelo; el tipo real, el techo.

DATOS CLAVE

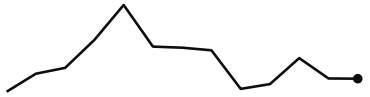
Oro (futuro), 16-10-2026
US$4.183/oz
−21 % desde el máximo de cierre de 5.318 (29-01-2026)

Tipo real a 10 años
2,84 %
Era 1,80 % hace un año; máximo mensual 2,93 % en sep-26

Compras de bancos centrales
345 t en 1S26
2T26: 289 t, récord para un 2T; 2025: 863 t

Oro a 12 meses
3.756 / 4.450 / 5.003
Bear / base / bull · escenarios SDN, no precio objetivo

ORO: CIERRE DE MES DESDE OCT-25



Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT A 16-10-2026: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Oro (futuro continuo)	US$4.183 (16-10-2026) · rango 12 m 3.960–5.318 (cierres) [S010]	A un 21 % del máximo y un 5,6 % sobre el mínimo del 4-11-2025
Tipos reales	TIPS 10 a: 2,84 % (14-10); nominal 5,19 %; inflación implícita 2,32 % [S009]	Todo el repunte del nominal es tipo real, no inflación esperada
Dólar y Fed	Índice dólar 101,8 (mín. 96,2 el 27-01); Fed 3,88 % desde sep-26; IPC sep 3,7 % [S009][S010][S011]	La Fed sube; el mercado da ~50 % a otra subida este mes
Bancos centrales	1S26 345 t · 2T26 289 t · 2025 863 t · media 2010-21 473 t [S002][S006]	Menos que en 2022-24, pero siguen en el doble de la media histórica
ETF	3T26 +211 t y US$31 bn (récord); reservas 4.256 t (récord) [S008]	El oro cae con los ETF comprando: el vendedor no es el inversor occidental
Oferta minera	1S26 1.867 t (+3 %); 2025 3.672 t (récord) [S003][S005]	Producción récord, pero a un coste récord
Mineras (12 m)	NEM +20 % · B +14 % · AEM +1 % · GDX +3 % · oro −3 % [S010]	Han resistido mejor que el metal por márgenes, no por volumen

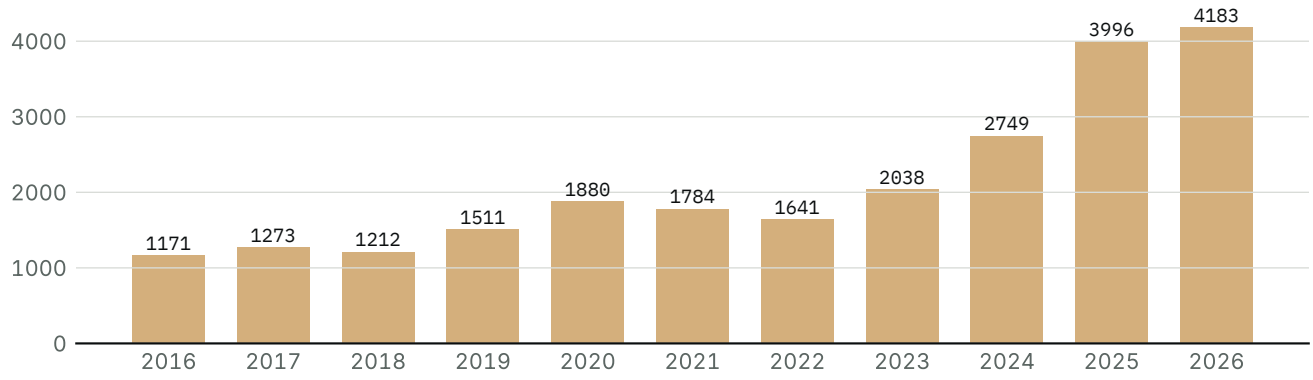
Fuente: SDN con las fuentes indicadas en cada fila. Rentabilidades a 12 m: del 16-10-2025 al 16-10-2026 [S010].

01 El oro triplicó su precio en diez años y ha devuelto una quinta parte en nueve meses

PRECIO E HISTÓRICO

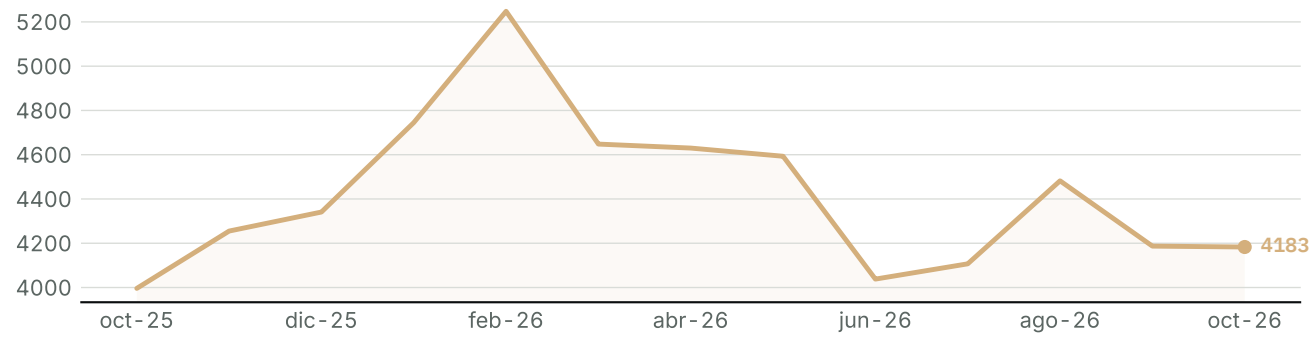
En noviembre de 2016 el contrato de futuros valía US$1.171. Hoy vale **US$4.183**: un 13,6 % anual compuesto durante diez años [S010]. El tramo más fuerte llegó desde 2024: el metal pasó de 2.749 (oct-24) a 3.997 (oct-25) y tocó un máximo de cierre de **US$5.318 el 29-01-2026** [S010]. Desde entonces ha perdido un 21 %. Es una corrección fuerte, pero el precio sigue un 5,6 % por encima del mínimo del último año.

EXHIBIT 1 ORO: PRECIO DEL FUTURO EN OCTUBRE DE CADA AÑO (US$/OZ; 2026 A 16-10)



Fuente: Yahoo Finance, contrato continuo GC=F, cierre mensual [S010].

EXHIBIT 2 ORO: CIERRE DE MES DESDE OCT-25 (US$/OZ; OCT-26 A DÍA 16)



Fuente: Yahoo Finance, GC=F [S010].

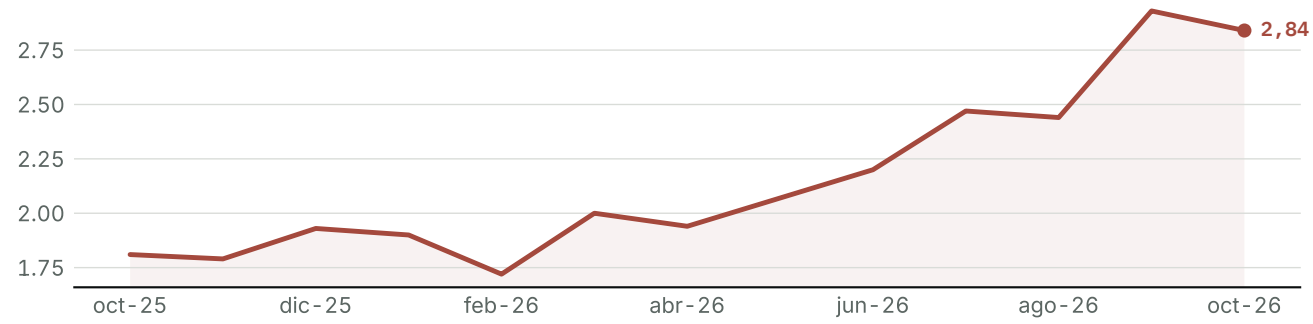
> **DETALLE QUE IMPORTA**
>
> El máximo de cierre (5.318) es del contrato de futuros. Algunas webs citan un récord de spot superior en el mismo día; **no lo hemos podido verificar** en una fuente primaria y no lo usamos. La comparación de este informe es siempre futuro contra futuro.

02 El oro cae por los tipos reales; los bancos centrales lo sostienen, no lo empujan

DRIVERS

Tipos reales y dólar. El oro no paga cupón: cuando el bono ligado a inflación rinde más, sostener oro cuesta más. El TIPS a 10 años pasó de 1,80 % (30-09-2025) a 2,84 % (14-10-2026), con un salto de 2,44 % a 2,93 % solo en septiembre [S009]. La Fed subió el tipo efectivo de 3,63 % a 3,88 % en septiembre y el IPC de septiembre fue 3,7 % [S009][S011]. El índice dólar sube de 96,2 (27-01) a 101,8 (+5,8 %) [S010]. La inflación implícita apenas se mueve (2,32 %): es **tipo real, no inflación**.

EXHIBIT 3 TIPO REAL A 10 AÑOS (TIPS, %; CIERRE DE MES, OCT-26 A 14-10)



Fuente: FRED, serie DFII10 [S009].

EXHIBIT B CUÁNTO SE MUEVE EL ORO POR CADA PUNTO DE TIPO REAL

VENTANA (VARIACIÓN MENSUAL)	MESES	ORO POR +1 PP DE TIPO REAL	CORRELACIÓN	GDX POR +1 % DEL ORO
nov-2016 a oct-2026	102	−7,8 %	−0,42	×1,87
nov-2016 a dic-2021	52	−15,2 %	−0,63	×1,88
ene-2022 a dic-2024	30	−5,2 %	−0,42	×2,08
ene-2025 a oct-2026	18	−15,7 %	−0,45	×1,71

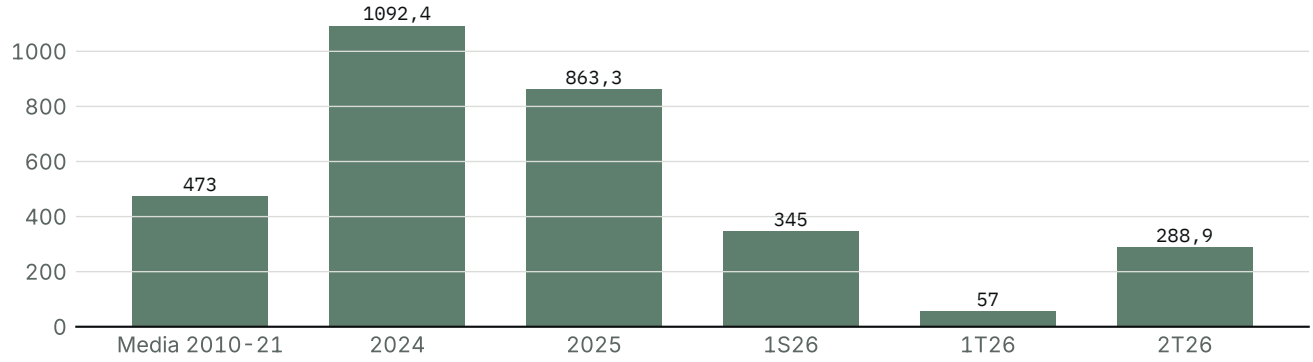
Fuente: Cálculo SDN: regresión de la variación mensual del log del oro sobre la del TIPS a 10 años [S009][S010]. Solo meses con dato en ambas series.

VARIABLE CLAVE

La relación es **real pero floja**: la correlación mensual va de −0,42 a −0,63, así que el tipo real explica solo entre un 18 % y un 40 % de las variaciones. En 2022-24 el oro subió con el tipo real al alza porque los bancos centrales compraban más de 1.000 t al año [S006]. Para los escenarios usamos −12 % por punto, entre la ventana larga y la reciente. Es un supuesto, no una ley.

Bancos centrales: menos que antes, el doble que la media

EXHIBIT 4 COMPRAS NETAS DE ORO DE LOS BANCOS CENTRALES (TONELADAS)

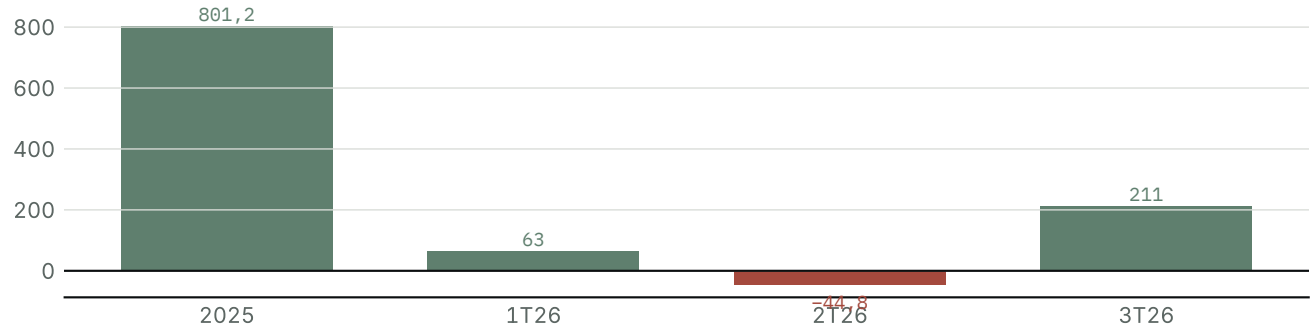


Fuente: World Gold Council [S002][S006]. El 1T26 (57 t) está revisado desde 244 t.

En el 2T26 compraron **289 t**, un 62 % más que un año antes y un récord para un segundo trimestre, con Polonia (+51 t) y China (+33 t, su mayor compra trimestral desde el 4T23) al frente [S002]. En el semestre, 345 t: el mínimo para un primer semestre desde 2022, porque en el 1T Turquía, Rusia y Azerbaiyán vendieron [S002]. La encuesta de 2026 apunta a más: el 89 % espera que las reservas globales suban y un 45 %, récord, prevé subir las suyas [S002]. Las compras *declaradas* hasta julio suman unas 130 t, frente a ~160 t un año antes [S007]; la diferencia con las 345 t del informe trimestral son estimaciones de compras no declaradas.

ETF: entran con el oro a la baja

EXHIBIT 5 FLUJOS DE LOS ETF DE ORO (TONELADAS)



Fuente: WGC [S004][S005][S008]. 1T26 = 1S26 (+18 t) menos 2T26; 3T26 = variación de reservas (+211 t), US$31 bn.

Los ETF perdieron 45 t en el 2T26 (−74 t solo en junio) y recuperaron 211 t en el 3T26 hasta un récord de **4.256 t** [S004][S008]. Septiembre trajo US$10 bn de entradas, con el Reino Unido (US$2,2 bn) y EE. UU. (US$3,8 bn) delante, mientras el oro caía [S008]. El patrimonio, en cambio, bajó un 7 % en el mes a US$574 bn por el precio. La lectura es incómoda para la tesis bajista pura: **hay compradores a la baja**. Goldman cita compras oficiales de ~90 t al mes (más que las 57 t mensuales de 1S26 de la WGC) y mantiene US$5.400 a fin de 2027 [S012].

LEYENDO AL MERCADO

Con el bono real al 2,84 %, mantener oro cuesta ese rendimiento cada año. Que los bancos centrales y los ETF compren igualmente sugiere una demanda de reservas y de cobertura, no de rentabilidad. La geopolítica llega al oro sobre todo a través del crudo (>US$100) y la inflación, y en este tramo no ha compensado el efecto de los tipos [S011].

03 La mina produce más que nunca y le cuesta más que nunca: el suelo del precio sube cada año

OFERTA Y COSTES

EXHIBIT 6 DEMANDA DE ORO EN EL 2T26 POR COMPONENTE (TONELADAS; TOTAL 1.268,9 T)

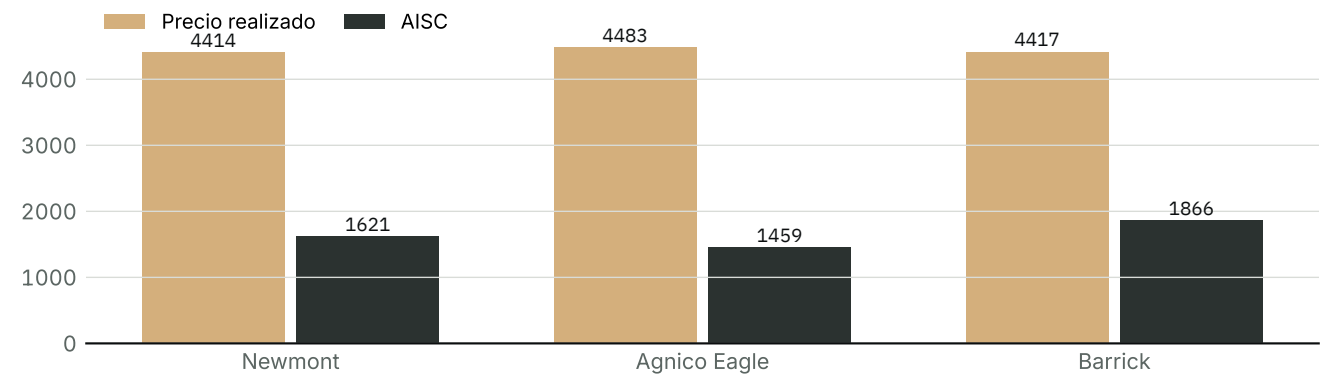


Fuente: WGC [S001]. 'OTC y otros' = total menos los componentes listados: cálculo SDN.

Oferta. La mina aportó 966 t en el 2T26 (+2 %; 1.867 t en el semestre, +3 %) tras un récord de 3.672 t en 2025; el reciclado dio 326 t (−6 %) y los productores siguieron cerrando coberturas, por décimo trimestre seguido [S001][S003][S005]. **Demanda de joyería:** el consumo cayó un 17 % en volumen (278 t, el mínimo desde la pandemia), aunque el gasto subió un 14 % a US$40 bn por el precio [S001]. A US$4.500 la joyería ya no compra el volumen de antes: es la parte elástica.

Costes. El AISC medio de la industria fue de **US$1.785/oz en el 1T26**, un récord, un 5 % más que el trimestre anterior y un 16 % más que un año antes, por regalías (que suben con el precio), costes corporativos y, desde el 2T, por la energía [S003]. A US$4.183 el margen por onza ronda US$2.400 (57 % del precio). El margen es enorme, pero se estrecha: si los costes siguen subiendo un 16 % anual y el oro no sube, el margen cae unos US$290 por onza en un año (cálculo SDN: 1.785 × 16 %).

EXHIBIT 7 PRECIO REALIZADO Y AISC EN EL 2T26 (US$/OZ)



Fuente: Comunicados de resultados del 2T26 [S013][S016][S018]. AISC de Newmont: por subproductos.

NO CONTAR DOS VECES

El AISC de Newmont (1.621) está calculado con los subproductos (cobre, plata) como crédito; con ellos como coproductos sube. Barrick tiene además cobre propio. Comparar AISC entre mineras es útil para ver la tendencia de cada una, no para ordenarlas en una tabla única.

04 Newmont y Agnico convierten dos tercios del precio en margen; Barrick, algo menos y con un problema en Malí

MINERAS

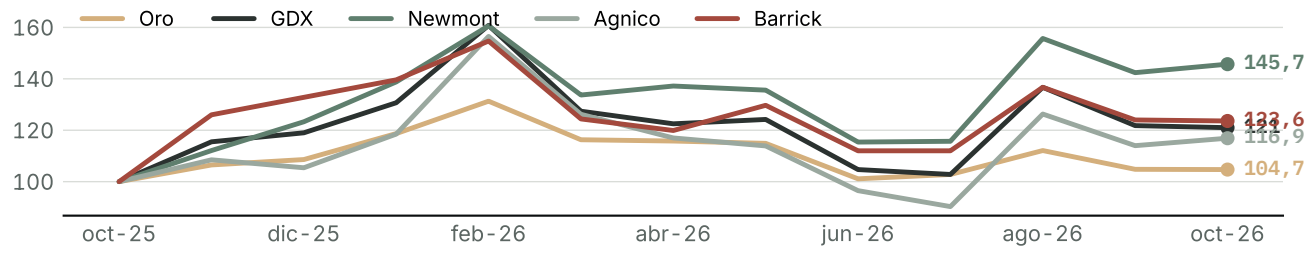
EXHIBIT C RESULTADOS DEL 2T26 Y GUÍA 2026 (US$ MILLONES SALVO INDICACIÓN)

MÉTRICA	NEWMONT	AGNICO EAGLE	BARRICK
Precio realizado del oro (US$/oz)	4.414	4.483	4.417
AISC 2T26 (US$/oz)	1.621	1.459	1.866
Margen por onza / % del precio	2.793 / 63 %	3.024 / 67 %	2.551 / 58 %
EBITDA ajustado 2T26	3.757	2.738	2.545 (atribuible)
Caja operativa 2T26	2.924	2.144	1.704 (1.119 atrib.)
Capex 2T26	719	801	1.189 (978 atrib.)
FCF 2T26 (1S26)	2.205 (5.349)	1.335 (2.067)	515 cons.; 141 atrib. (1.354)
Caja neta 30-06-2026	3.400	3.267	1.245
Guía 2026: oro (Moz) / AISC (US$/oz)	5,26 / 1.680	3,3–3,5 / 1.400–1.550	2,90–3,25 / 1.760–1.950
Reservas de oro (Moz) · vida con la guía	118,2 · 22 años	55,4 · 17 años	85 · 28 años

Fuente: Newmont [S013][S015]; Agnico [S016][S017]; Barrick [S018][S019]. Vida = reservas / producción de la guía: cálculo SDN. Reservas calculadas a US$2.000 (Newmont) y US$1.500 (Barrick).

Newmont generó US$2.205 M de caja libre en el trimestre y US$5.349 M en el semestre, con US$3,4 bn de caja neta y recompras de US$1,7 bn desde la última presentación [S013]. Su AISC fue de 1.321 en el semestre y de 1.621 en el 2T, un trimestre en el que Cadia estuvo suspendida por actividad sísmica desde el 14 de abril [S013][S014]. **Agnico Eagle** es la más rentable por onza (AISC 1.459), pero espera acabar el año cerca del mínimo de su guía de producción (3,3 Moz) y subió su capex a 2.605–2.825 desde 2.200–2.400 [S016]. **Barrick** produce lo mismo que hace un año (796 koz), con un AISC de 1.866 (+11 %) y un FCF atribuible de solo US$141 M: el trimestre incluye US$236 M de otros gastos por royalties y multas retroactivos en Malí, y el acuerdo con Newmont por Nevada aporta US$1.950 M adicionales [S018].

EXHIBIT 8 ORO, GDX Y TRES MINERAS: CIERRE DE MES (ÍNDICE OCT-25 = 100; OCT-26 A 16-10)



Fuente: Yahoo Finance [S010]. Cierre de mes; el último punto es el 16-10-2026.

> **QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS**
>
> El margen por onza es lo que sostiene a las tres, y depende de dos cosas fuera de su control: el precio del oro y el coste de la energía. Los impuestos y regalías también (Malí en Barrick; cash tax de US$3.400–3.600 M en la guía de Agnico [S016]). Una onza más cara no es una onza más rentable si la mitad del aumento se la queda el Estado.

05 Newmont cotiza a 8x EBITDA con un 7 % de rentabilidad de caja; Agnico cobra una prima por crecer

MÚLTIPLOS Y GDX

EXHIBIT D MÚLTIPLOS A 16-10-2026 (2T26 ANUALIZADO, ORO REALIZADO ~4.400–4.480)

MÉTRICA	NEWMONT	AGNICO EAGLE	BARRICK	GDX
Precio (US$, 16-10-2026)	117,94	187,97	40,56	87,16
Capitalización (GDX: patrimonio, jul-26) (US$ bn)	124,3	94,4	67,6	22,7
Valor de empresa (US$ bn)	120,9	91,1	66,3 (1)	—
EV / EBITDA aj. (2T26 × 4)	8,0x	8,3x	6,5x (2)	SIN VERIFICAR
PER ajustado (BPA 2T26 × 4)	14,0x	15,3x	12,4x	SIN VERIFICAR
Rentab. de caja libre (FCF × 4 / cap.)	7,1 %	5,7 %	4,0 % (3)	—
EV / FCF a oro spot (modelo SDN)	15,0x	20,7x	—	—
Dividendo anual / rentabilidad	1,04 / 0,9 %	1,80 / 1,0 %	0,70 / 1,7 %	—

Fuente: SDN con [S010][S013][S014][S016][S018][S020]. (1) Caja neta consolidada; sin ajustar por minoritarios. (2) EBITDA atribuible. (3) FCF atribuible 1S26 × 2. Acciones de Agnico (~502 M) derivadas de FCF/FCF por acción; las de Barrick son la media diluida del 2T26 (1.666 M). GDX: múltiplos agregados SIN VERIFICAR.

El 2T26 se cobró a ~US$4.400–4.480 por onza; el oro está hoy un 5–7 % por debajo. A precio spot, nuestro modelo da a Newmont un FCF de **US$8.079 M** (EV/FCF de 15,0x, rentabilidad del 6,7 %) y a Agnico, **US$4.408 M** (20,7x; 4,8 %): Agnico es la más cara cuando se descuenta el esfuerzo inversor (capex de 2.605–2.825 más 290–330 de exploración [S016]).

GDX: tres nombres, un 29 % del fondo

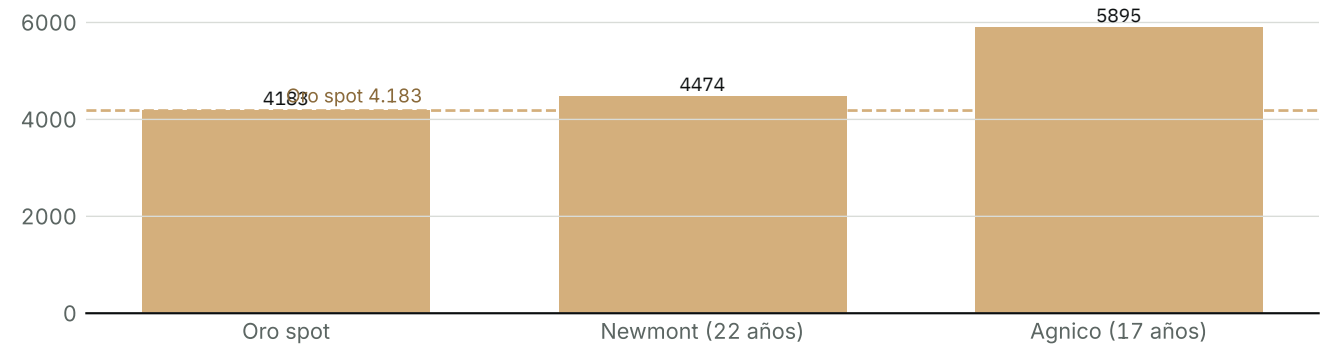
El VanEck Gold Miners ETF (GDX) cobra un 0,51 %, gestiona US$22,65 bn y tenía 66 posiciones a 31-07-2026; Newmont (10,6 %), Agnico (10,1 %) y Barrick (8,1 %) suman el **28,8 %** [S020]. Cotiza a US$87,16: un 25 % por debajo de su máximo de cierre de 115,84 (27-02-2026), frente al −21 % del oro, y un 28 % sobre el mínimo del 4-11-2025 (68,28) [S010]. Su beta mensual frente al oro es de **1,87** (correlación 0,85 desde 2016, tabla B). El resto del fondo son medianas y pequeñas con más riesgo de ejecución.

06 Newmont pide un oro de US$4.470 durante 22 años; Agnico pide US$5.900 durante 17

LO QUE PIDE EL PRECIO

Resolvemos qué precio constante del oro (real) hace que el valor actual de los flujos de caja libre de la mina, durante la vida de sus reservas, iguale al valor de empresa. **Fórmula:** FCF(P) = onzas × (P − AISC) × (1 − impuestos) − otras inversiones; EV = FCF × factor de anualidad (5 % real, N años). Newmont: 5,26 Moz, AISC 1.680, impuestos 28 %, otras inversiones 1.400 (capital de desarrollo de la guía). Agnico: 3,3 Moz, AISC 1.475, impuestos 35 %, otras inversiones 1.400 (calibrado al 2T26: el modelo da 1.333 frente a 1.335 reales). Los costes no se actualizan con la inflación, lo cual favorece a las mineras.

EXHIBIT 9 ORO IMPLÍCITO EN EL PRECIO DE CADA MINERA (US$/OZ; 5 % REAL, VIDA DE RESERVAS)



Fuente: Cálculo SDN con datos de [S010][S013][S015][S016][S017]; ver Exhibit E.

EXHIBIT E ORO IMPLÍCITO SEGÚN TIPO DE DESCUENTO REAL Y AÑOS DE VIDA (US$/OZ)

TIPO REAL	NEM 15 A	NEM 20 A	NEM 25 A	AEM 15 A	AEM 20 A	AEM 25 A
4 %	4.920	4.398	4.093	5.947	5.253	4.846
5 %	5.125	4.611	4.314	6.219	5.535	5.141
6 %	5.336	4.832	4.546	6.500	5.830	5.450

Fuente: Cálculo SDN. Oro spot 16-10-2026: US$4.183 [S010]. Base del informe: 5 % y vida de reservas (NEM 22, AEM 17).

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

Newmont: con el oro quieto en US$4.183 el FCF de 8.079 M justifica el valor de empresa solo si dura **28 años** a un 5 % real, más que su vida de reservas (22). Hace falta un oro de ~US$4.470 (+7 %) o más reservas. **Agnico:** incluso eterno el FCF de US$4.408 M a 5 % real vale US$88 bn, por debajo de sus US$91 bn de EV. El precio exige un oro de ~US$5.900 (+41 %), **o** más producción y reservas de las actuales. Es una empresa premium: el mercado paga el crecimiento (Odyssey, Marban, 55,4 Moz [S017]).

07 Un oro entre 3.760 y 5.000 mueve a las mineras entre −30 % y +43 %

ESCENARIOS A 12 MESES

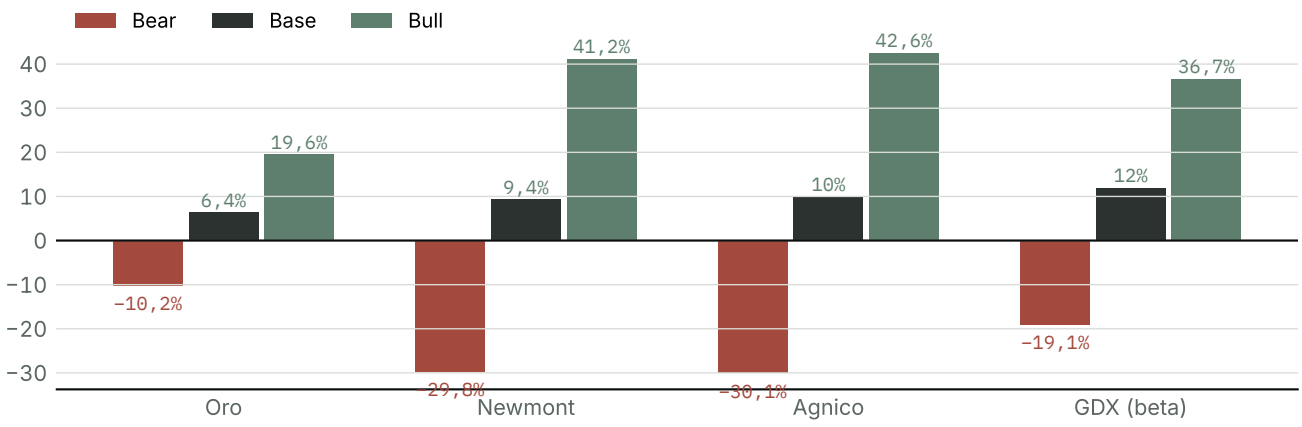
Mecánica del oro. Oro a 12 meses = oro hoy × (1 − 0,12 × Δ tipo real a 10 años en puntos porcentuales + prima de flujos). La prima de flujos resume compras oficiales y de ETF (bear −3 %, base +4 %, bull +10 %). **Mecánica de las mineras.** Se recalcula el FCF con el oro del escenario y un AISC un 4 % más alto, y se multiplica por el EV/FCF actual ajustado por reevaluación (×0,90 / ×1,00 / ×1,05); se suma la caja neta y se divide entre las acciones actuales. Sin dividendos ni recompras.

EXHIBIT F ESCENARIOS DEL ORO Y LAS MINERAS A 16-10-2027 (CÁLCULO SDN; NO SON PRECIOS OBJETIVO)

VARIABLE	BEAR	BASE	BULL
Δ tipo real a 10 años	+0,6 pp (3,4 %)	−0,2 pp (2,6 %)	−0,8 pp (2,0 %)
Flujos (oficiales + ETF)	−3 %: ETF salen, bancos <500 t	+4 %: 600–700 t y ETF planos	+10 %: 900 t y ETF entran
Oro a 12 m (variación)	3.756 (−10,2 %)	4.450 (+6,4 %)	5.003 (+19,6 %)
Newmont: FCF / EV·FCF	6.208 / 13.5x	8.838 / 15.0x	10.929 / 15.8x
Newmont (US$ por acción)	82,8 (−29,8 %)	129,0 (+9,4 %)	166,6 (+41,2 %)
Agnico Eagle: FCF / EV·FCF	3.367 / 18.6x	4.856 / 20.7x	6.040 / 21.7x
Agnico Eagle (US$ por acción)	131,4 (−30,1 %)	206,7 (+10,0 %)	268,0 (+42,6 %)
GDX (beta 1,87 × oro)	−19,1 %	+12,0 %	+36,7 %

Fuente: Modelo SDN con [S009][S010][S013][S016]. La beta del GDX no incluye el efecto de reevaluación ni del coste: es una referencia por arriba en bear (−19 % frente al −30 % de las dos grandes). Referencia: Goldman, US$4.650 a fin de 2026 y 5.400 a fin de 2027 [S012].

EXHIBIT 10 VARIACIÓN A 12 MESES POR ESCENARIO (%)



Fuente: Modelo SDN (Exhibit F). Sin dividendos.

ASIMETRÍA

La horquilla de las mineras es unas 2 o 3 veces la del oro: **−10 % de oro se convierte en −30 % de acciones** (el FCF cae un 23 % por el coste fijo y la reevaluación resta otro 10 %), y **+20 % se convierte en +41 % / +43 %**. Por cada 1 % de oro, Newmont se mueve ~2,9 % a la baja y ~2,1 % al alza; Agnico, ~2,9 % y ~2,2 %. Agnico, con un múltiplo ya alto, depende más de que el mercado siga pagando su crecimiento.

EXHIBIT G **QUÉ INVALIDARÍA CADA ESCENARIO**

ESCENARIO	SE INVALIDA SI…	SEÑAL
Bear (oro 3.756)	El tipo real a 10 años cae por debajo de 2,3 % o la Fed da por acabadas las subidas	TIPS <2,3 %; ETF vuelven a salir <−50 t/mes si se cumple
Base (oro 4.450)	Los bancos centrales compran menos de 500 t anualizadas o los ETF pierden >100 t en un trimestre	WGC 3T26 (a finales de octubre) por debajo de 150 t oficiales
Bull (oro 5.003)	El tipo real sube por encima de 3,2 % o el dólar supera 105	TIPS >3,2 %; DXY >105; AISC >US$1.900

Fuente: Cálculo SDN con [S002][S008][S009][S010]. Los umbrales son nuestros, no de las fuentes.

08 Octubre y noviembre concentran la Fed, los resultados del 3T y los datos del WGC

CATALIZADORES Y RIESGOS

- **Fed y IPC.** El mercado asigna ~50 % a otra subida este mes; una subida con el IPC en 3,7 % empuja el tipo real hacia 3 % [S011]. Si el tipo real baja de 2,3 %, cambia el escenario [S009].
- **World Gold Council, Gold Demand Trends 3T26.** Se publica normalmente a finales de octubre (fecha no verificada): compras oficiales (¿>150 t?) y ETF (+211 t de reservas) [S008].
- **Resultados del 3T de Newmont, Agnico y Barrick** (fechas no verificadas): AISC con energía más cara; Cadia en Newmont; Mali en Barrick; guía de Agnico en el mínimo [S013][S016][S018].
- **Salida a bolsa de los activos norteamericanos de Barrick**, prevista a fin de 2026 si el mercado acompaña, incluye Nevada Gold Mines y Fourmile [S018].
- **Bancos centrales.** Datos mensuales del WGC (julio: 23 t; China 20 t) y Polonia (632 t frente a un objetivo de 700 t) [S002][S007].

> QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS
>
> Tres riesgos: **(1)** una Fed más dura que la descontada, que lleva el tipo real a 3,5 % o más (escenario bear ampliado: un −15 % extra de oro); **(2)** un freno de los bancos centrales, con Rusia y Turquía vendiendo reservas (85 y 50 t en lo que va de año [S007]); **(3)** la inflación de costes: si el AISC sigue +16 % al año, las mineras ganan menos con el mismo oro.

09 Qué hemos medido, qué hemos supuesto y qué no hemos podido comprobar

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Datos de mercado: precios de Yahoo Finance a las 19:09–19:19 UTC del 16-10-2026, retrasados, sin cierre oficial; el oro es el contrato continuo de futuros, no el spot. El tipo real, el nominal y la Fed son de FRED con último dato del 14-10 (inflación implícita del 15-10) [S009][S010]. **Resultados:** comunicados del 2T26 de las tres empresas; el 3T26 no está publicado. **Mini-modelo de FCF (CÁLCULO):** onzas de la guía × (precio − AISC) × (1 − impuestos) − otras inversiones; calibrado al 2T26 (Newmont 2.250 frente a 2.205 reales; Agnico 1.333 frente a 1.335). No hemos modelado el cobre de Barrick; por eso no le damos oro implícito. **Regresión del oro:** variaciones mensuales, solo meses con dato en ambas series (103 de 120) [S009][S010].

DETALLE QUE IMPORTA

SIN VERIFICAR **y fuera de la valoración:** acciones en circulación de Agnico (derivadas de FCF/FCF por acción: ~502 M); minoritarios de Newmont y Barrick; ventas de Agnico del 2T26; AISC de la industria del 2T26; PER y EV/EBITDA agregados del GDX; récord intradía del spot (5.589 en una web, no verificado); previsión de JPMorgan; fechas de resultados del 3T de las tres mineras y del WGC; fecha de la reunión de la Fed. La previsión de Goldman procede de una nota de prensa, no del informe original.

Decisiones de criterio. (1) El tipo real de cada escenario es un supuesto nuestro; no usamos una previsión propia de la Fed. (2) Usamos 5 % real como tipo de descuento de minería de oro; el cuadro E muestra 4 % y 6 %. (3) Los costes se mantienen constantes en el cálculo del oro implícito para no mezclar inflación; en los escenarios a 12 meses suben un 4 %. (4) Barrick queda fuera del oro implícito y de los escenarios por cobre, Malí y los minoritarios de Nevada. (5) La vida de las reservas es la de la reserva probada y probable a los precios de cada empresa (US$1.500–2.000), que es conservadora: los recursos no se incluyen.

Limitaciones. Un escenario no es un precio objetivo ni un pronóstico: las probabilidades no están asignadas. La beta de −12 % por punto de tipo real explica menos de la mitad de la varianza. El cálculo del GDX por beta ignora los costes. Las rentabilidades pasadas no garantizan las futuras.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.