



---

CARTA TRIMESTRAL  
1T2026

---

**GSM&B** Agencia  
de Valores

Cuando cerramos el año y preparamos la carta trimestral del último trimestre de 2025, lo hicimos con una mezcla de incredulidad —por lo bien que seguía resistiendo la economía— y escepticismo, por las elevadas expectativas depositadas en un sector muy concreto: la inteligencia artificial.

Todas las miradas estaban puestas en las dudas crecientes sobre la capacidad de esta tecnología para generar retornos suficientes para los inversores y, más aún, sobre la rentabilidad que podrían obtener las empresas que están comprometiendo cientos de miles de millones de dólares en futuras inversiones.

Paralelamente, seguía presente el problema de la deuda de Estados Unidos. El muro de vencimientos al que se enfrenta el Tesoro americano es cada vez mayor y, dado que la Fed se sigue negando a bajar los tipos todo lo que a Trump le gustaría, el Gobierno no encuentra un momento cómodo para refinanciar esa deuda a largo plazo sin que esto afecte a su solvencia percibida.

Esta “cabezonería” de Powell no es caprichosa, sino que se explica precisamente porque la inflación se resiste a bajar al ritmo que la Fed desearía. También hemos visto cómo mantenerse fiel a esa postura le está costando muy caro a Powell.

En Europa, en cambio, los mercados estaban viendo un escenario distinto. Las principales economías, como Alemania y Francia, seguían mostrando crecimientos muy bajos, pero al menos parecía que lo peor había quedado atrás. Mientras tanto, países como España, Italia, Portugal o Grecia estaban teniendo un desempeño económico muy positivo.

Además, lo estaban consiguiendo con una inflación en niveles razonables. Esto había permitido al BCE adelantarse a la Fed en la carrera de bajadas de tipos e incluso encontrar una postura con la que tanto el banco central como los gobiernos se sentían relativamente cómodos.

Todo ello nos llevó a pensar que, al menos durante el primer trimestre del año, las bolsas europeas deberían hacerlo mejor, en términos relativos, que las estadounidenses. Y así fue durante dos meses, hasta que Trump decidió, sorprendiendo a todo el mundo, llevar a cabo una operación que descabezó en cuestión de días al régimen iraní.

A partir de ese momento se inició una guerra que actualmente parece estar llegando a su fin —aunque todavía quedan muchas cosas por aclarar— y todo ese razonamiento se vino abajo.

No ha sido lo único relevante del trimestre. Hay dos problemas que ya estaban presentes en los mercados y que se han agravado durante estos meses. El primero es la fuerte tendencia bajista que están experimentando las empresas de software ante la amenaza de una IA cada vez más agéntica.

Empresas como Adobe, Wolters Kluwer, Salesforce o ServiceNow, entre muchas otras cuyo negocio consiste en ofrecer software a cambio de una cuota recurrente, están sufriendo ante el temor de que los nuevos procesos con IA las reemplacen o, simplemente, deterioren su negocio: menos clientes, menos licencias, mayor presión competitiva en precios, etc.

El segundo problema afecta de forma específica al mercado de capital privado, aunque también al conjunto de los mercados privados. La propia naturaleza de estos activos permite que no sean tan transparentes y honestos como nos gustaría. A finales del año pasado, sin ir más lejos, vimos cómo dos grandes prestatarios privados colapsaron por fraudes contables y duplicación de garantías. Aquello encendió la mecha de las dudas sobre el crédito privado, una preocupación que hoy sigue expandiéndose.

Todo esto será lo que abordemos a lo largo de esta carta trimestral. Esperamos que sea de tu agrado e interés.

## La guerra en Irán

Aunque este episodio ocurrió prácticamente al final del trimestre, ha sido el que más ha afectado a los mercados. Por ello, como ya imaginarás, será el eje central a partir del cual girará buena parte de esta carta.

Antes de que Trump decidiera lanzar ese ataque, el 28 de febrero de 2026, Israel —con quien Estados Unidos se ha alineado completamente en esta ofensiva— ya había iniciado un intercambio de ataques con Irán.

El motivo era que, al parecer, Irán se estaba negando a frenar su desarrollo nuclear, lo que suponía una amenaza directa para Israel y para el resto del mundo. Y esto no es nuevo: en junio del año pasado, Estados Unidos llevó a cabo la operación Martillo de Medianoche.

En aquella operación, llevada a cabo con el más absoluto secretismo, Estados Unidos consiguió destruir la planta de enriquecimiento de uranio de Fordow, la instalación nuclear de Natanz y el Centro de Investigación y Tecnología Nuclear de Isfahán mediante un ataque coordinado con bombarderos y submarinos.

Ese ataque ya había sido impulsado por Israel, que previamente se había reunido con Estados Unidos para advertir de que Irán estaba peligrosamente cerca de hacerse con armas nucleares.

Ahora, la historia parece girar en torno al mismo asunto. Uno de los motivos por los que Estados Unidos decidió asesinar al Líder Supremo fue, precisamente, intentar provocar un cambio de régimen en el país.

El momento era muy oportuno: la economía estaba muy debilitada, enfrentándose a una combinación de hiperinflación, depresión y sequía que llevaba meses disparando los niveles de pobreza. El descontento con el régimen también era cada vez mayor por la agresividad con la que respondía a las manifestaciones.

Desde finales de 2025 se han producido protestas de forma constante y la represión de las autoridades habría dejado, según distintas fuentes, entre 3.000 y 5.000 fallecidos.

Esta combinación de problemas económicos y conflictos internos era el caldo de cultivo perfecto para que Estados Unidos intentara dar lo que consideraba un golpe de gracia capaz de cambiar definitivamente el régimen iraní.

No obstante, aunque el momento fuera oportuno, muchos consideran que el ataque no estaba justificado, ni siquiera por esas posibles amenazas nucleares. Aquí hay una teoría que nos puede ayudar a entender bien cómo podría cambiar todo si Irán llegara a tener armas nucleares: el equilibrio de Nash, dentro de la teoría de juegos.

La teoría de juegos, aunque proviene de las matemáticas, se ha utilizado mucho para comprender e incluso predecir comportamientos humanos. Esto se debe a que el resultado que recibe cada actor depende de lo que hagan los demás.

El ejemplo más claro es el dilema del prisionero, en el que dos prisioneros deben decidir si cooperar —no confesar ninguno y confiar en que el otro tampoco lo haga— o traicionar —confesar y esperar que el otro no confiese—. Para tomar esa decisión, se plantean distintas penas posibles: la pena si ninguno confiesa, la pena si ambos confiesan y la pena si uno confiesa y el otro no.

Matemáticamente, se puede estimar cuál será el escenario más probable a largo plazo. A ese resultado se le llama equilibrio de Nash, en honor a su formulador, John Nash.

Precisamente este matemático tuvo un papel fundamental durante la Guerra Fría, ya que su equilibrio ayudó a entender por qué Estados Unidos y Rusia no debían atacarse: un ataque implicaría la destrucción mutua asegurada. Los dos perdían si uno de los dos lanzaba el primer golpe.

Esto funcionó porque era razonable pensar que ninguno de los dos Estados querría tomar una decisión que implicara su propia destrucción. Además, ambos tenían una capacidad de destrucción relativamente equivalente.

Sin embargo, esta hipótesis se tambalea si Irán entra en el juego. Los objetivos ideológicos del Estado iraní pueden romper esa racionalidad de los jugadores. En ese caso, sí sería posible que uno de los actores estuviera dispuesto a atacar incluso aunque ello supusiera su propia autodestrucción.

El problema del equilibrio de Nash es que no indica el mejor escenario, sino el más probable. En el caso del dilema del prisionero, por ejemplo, el equilibrio es que ambos confiesen, a pesar de que lo mejor para los dos sería cooperar y que ninguno confesara.

Esto podría suponer un peligro evidente. Aunque todavía queda por confirmar hasta qué punto era cierto que Irán estuviera tan cerca como afirmaba Israel de hacerse con armas nucleares, resulta comprensible que esta posibilidad generase una reacción.

A partir de ahí, las cosas se complicaron muy rápido. Irán, lejos de rendirse, reorganizó rápidamente el régimen, colocó a nuevos dirigentes en los puestos de mando y decidió atacar a aliados cercanos de Estados Unidos, como Qatar, Arabia Saudí o Emiratos Árabes Unidos.

Desde entonces, los bombardeos son diarios en la zona del mar Rojo y el estrecho de Ormuz ha quedado bloqueado. Esto ha afectado a infraestructuras de producción energética y ha neutralizado una ruta por la que pasa aproximadamente el 20% del petróleo mundial.

La reacción de los mercados, aunque brusca, no puede considerarse exagerada. El petróleo ha sido el activo que más ha notado los efectos, con una subida de más del 60% en marzo, su mayor repunte mensual en más de 40 años.

La amenaza no era menor. De la noche a la mañana se estaba bloqueando el tráfico de una quinta parte del petróleo mundial, con el cuello de botella que eso podía suponer. Sin embargo, como veremos más adelante, la realidad es que el efecto no ha sido tan grave como inicialmente se temía.

Más allá del petróleo, los mercados de renta variable cayeron, como era de esperar, y las bolsas europeas fueron las que más sufrieron por su mayor dependencia energética exterior. Los tipos también subieron, al descontarse un escenario en el que los bancos centrales, que ya tenían dudas antes de este episodio, encontrarían aún menos razones para seguir bajando tipos.

El escenario hacia el que podríamos habernos dirigido, si la situación no se hubiera estabilizado, era el temido escenario de estanflación. Normalmente, crecimiento e inflación se mueven en direcciones opuestas: si el crecimiento se resiente, la inflación también suele hacerlo y los tipos bajan. En ese contexto, los bonos investment grade a largo plazo deberían ofrecer una buena cobertura e incluso rentabilidades positivas, compensando posibles caídas en la renta variable. Por otro lado, si el crecimiento se acelera, los beneficios empresariales crecen y la renta variable suele comportarse mejor.

Sin embargo, cuando hay estanflación, el crecimiento cae al mismo tiempo que la inflación sube. En ese escenario se resiente tanto la parte de riesgo como la parte defensiva de las carteras. Literalmente, es un entorno en el que no hay cobertura fácil.

Por suerte, parece que, por ahora, ese escenario no va a materializarse. Después de que Donald Trump anunciara un alto el fuego de dos semanas para iniciar negociaciones, el precio del petróleo cayó un 15% en un solo día y llegó a situarse cerca de un 10% por debajo de sus máximos de marzo.

Esto alivió puntualmente al mercado de renta fija: los tipos de interés cayeron al mismo tiempo que las acciones subieron con fuerza, con avances superiores al 5% en las bolsas europeas.

Desde entonces, los mercados parecen estar más tranquilos, pero lo cierto es que las tensiones y la incertidumbre siguen ahí. Lo último que ha ocurrido es que, si antes era Irán quien mantenía cerrado el estrecho de Ormuz, ahora es Estados Unidos quien no permite el paso de buques que vayan o vengan de puertos iraníes.

Supuestamente, se trata de una medida cautelar porque Irán está chantajeando a Estados Unidos. Sin embargo, hoy sabemos que esta situación no está afectando tanto a Estados Unidos como muchos piensan y que, de hecho, está perjudicando especialmente a su mayor rival comercial: China.

Desde hace años, Irán sufre un bloqueo internacional. El primero en sancionar la importación de petróleo iraní fue Estados Unidos, en 1979. La Unión Europea se sumó en 2011 y justificó esas sanciones como respuesta a las graves violaciones de derechos humanos del país.

Sea como fuere, lo cierto es que Irán lo tiene muy complicado para vender su petróleo, ya que prácticamente nadie se atreve a comprárselo. Nadie salvo China, que, a través de una ingeniosa estructura de empresas, lleva años comprando cerca del 90% del petróleo iraní con un descuento importante respecto al precio de mercado.

Por eso, cuando todo esto empezó, el primero en sufrir las consecuencias fue China, a quien se le cortó directamente el suministro de petróleo iraní. Además, aunque la subida del crudo nos afectó a todos, a China le afectó especialmente, porque el incremento respecto al precio con descuento que venía pagando era mucho mayor.

Como anticipaba, Estados Unidos no está en una posición tan incómoda como muchos piensan. Recordemos que es uno de los mayores productores de petróleo del mundo —el mayor, si comparamos solo países—, lo que lo ha convertido en el proveedor de emergencia en esta situación. De hecho, sale

claramente beneficiado: vende más petróleo que antes y lo vende más caro por la subida de precios.

Sin querer sonar conspiranoico, no es descabellado pensar que Estados Unidos podría estar forzando esta situación no solo como respuesta a ese supuesto chantaje, sino también para estrangular aún más a Irán y empujarlo hacia un acuerdo más favorable; presionar a China para que “ayude” a que Irán acepte ese acuerdo; y, al mismo tiempo, aumentar sus ingresos fiscales derivados de una mayor venta de petróleo a un precio más alto.

Visto de otro modo, Donald Trump ha vuelto a poner sobre la mesa un escenario en el que todos salimos perjudicados, pero en el que quien menos sufre es Estados Unidos. Esto es lo que viene haciendo desde que, a principios del año pasado, anunció el famoso Día de la Liberación, cuando colocó a todo el mundo en una situación dolorosa, incluso para la propia economía estadounidense.

Tal y como ya abordamos en anteriores cartas trimestrales, esta estrategia le había salido muy bien a Trump hasta ahora, y parece que esta vez podría volver a ocurrir. Si le damos la vuelta y lo vemos desde el punto de vista de Irán, hay poco que pueda hacer para igualar las condiciones. Estados Unidos está claramente en una posición dominante y, con este bloqueo del estrecho, le ha puesto un cronómetro encima: cuanto más tarde en llegar a un acuerdo, más sufrirá económicamente el país.

Por tanto, todo apunta a que este conflicto podría terminar pronto y, si me permites el optimismo, incluso podría hacerlo con una situación mejor que la que teníamos antes.

Uno de los puntos que se estaban negociando entre Irán y Estados Unidos era la retirada de todas las sanciones al petróleo iraní. Si Irán acaba accediendo a las exigencias de Estados Unidos, probablemente lo consiga. Eso supondría que el estrecho de Ormuz no solo volvería a funcionar con normalidad, sino que la oferta mundial de petróleo aumentaría y, por tanto, el precio podría caer.

En conclusión, pese a cómo están las cosas ahora mismo, esta situación podría desembocar en un escenario con un petróleo más barato que antes y, por tanto, con un coste energético menor. Esto ayudaría a recuperar las tendencias que veíamos antes de que todo estallase.

Con este tema más o menos encauzado, podemos pasar a otro de los problemas que, aunque ya veníamos observando desde mediados del año pasado, se ha agravado durante los últimos meses y todo apunta a que seguirá **haciéndolo**.

## SaaSocalipsis

Los avances en inteligencia artificial generativa están suponiendo un terremoto para muchos sectores. Nos encontramos con empresas como OpenAI o Anthropic, que han pasado de prácticamente nada a valer cientos de miles de millones de dólares en apenas cinco años. También vemos cambios de negocio drásticos, como el que ha realizado con éxito Nvidia, al pasar de ser un proveedor de tarjetas gráficas para videojuegos a convertirse en un actor clave de la industria de la IA. Y, por supuesto, tenemos a los gigantes tecnológicos, que se han unido a la carrera y están comprometiendo centenares de miles de millones en inversiones para los próximos años.

Sobre la posibilidad de monetizar exitosamente todo esto ya hablamos en el informe anterior. Dado que no ha cambiado demasiado, vamos a centrarnos en algo que sí ha cambiado, pero a peor.

Hay un sector que se ve cada vez más amenazado a medida que salen nuevos modelos: el software as a service, o software como servicio. Desde que la IA empezó a mostrar su capacidad para realizar tareas complejas, muchas empresas comenzaron a sufrir en sus cotizaciones por las posibles disrupciones a las que podrían enfrentarse.

**Comentado [SS1]:** En lo fundamental estoy de acuerdo, yo creo que si finalmente se llega a un acuerdo y se retiran las sanciones a Iran, la principal fuente de conflictos geoestratégicos en esa zona se eliminaría y tanto por esa menor prima geopolítica como por la entrada en el mercado del petróleo iraní en el largo plazo sería bueno para unos menores precios energéticos. Pero recalcaría que en el corto plazo es cierto que la normalidad tardará 3-6 meses mínimo en restaurarse por que hay que demorar el estrecho y por las infraestructuras que se han destruido. Lo digo porque parece que dejas un mensaje quizás muy optimista en el corto plazo

Sin embargo, desde que Anthropic lanzó las capacidades agénticas de sus modelos a mediados del año pasado, las empresas de software aceleraron unas caídas que se han prolongado durante este primer trimestre de 2026, especialmente tras la salida de modelos más potentes.

Estos modelos han demostrado que, con un simple prompt, se pueden hacer tareas que antes podían requerir horas de trabajo al usuario. Estas capacidades se vuelven aún más poderosas cuando se optimizan los prompts —es decir, los mensajes o instrucciones que se envían a los modelos de IA—.

Para muchos, se está acabando la era de las aplicaciones y empieza la era de los agentes. Básicamente, todo apunta a un futuro en el que ya no tendremos que saber usar Excel, PowerPoint o cualquier otro software de trabajo. Simplemente pediremos a nuestros agentes lo que queramos y serán ellos quienes utilicen esas herramientas por nosotros.

Esto supone muchos problemas potenciales para estas empresas, que hasta ahora ofrecían aplicaciones a personas y, por tanto, tenían que cuidar mucho la parte visual y la experiencia de usuario. Precisamente ahí estaba buena parte de sus barreras de entrada: combinar la complejidad de la tarea programada con una interfaz amigable y no demasiado compleja.

Veamos un ejemplo. Uno de los programas más utilizados por arquitectos es AutoCAD. Se trata de una herramienta de diseño y dibujo asistido por ordenador cuya función es permitir la creación de diseños técnicos precisos en 2D y modelos complejos en 3D. Estos modelos sirven después como base para la construcción, fabricación y planificación de proyectos.

La principal ventaja competitiva de AutoCAD era que, al ser un estándar del sector, ingenieros y arquitectos habían aprendido a usarlo durante su formación. Si querías sacar al mercado un software que compitiera con AutoCAD, te encontrabas con un problema claro: los usuarios no sabían

utilizarlo y aprenderlo resultaba complejo. Eso generaba costes de cambio muy altos para ingenieros y arquitectos.

Sin embargo, ahora esos competidores pueden dotar a su software de un agente que sepa perfectamente cómo funciona y permitir que el ingeniero o arquitecto simplemente le pida el trabajo, del mismo modo que un jefe se lo pediría a un becario. Esto abre la puerta a que nuevos competidores presionen los precios a la baja.

Otro problema al que se enfrentan las empresas de software es el aumento de productividad que supone la irrupción de estos modelos de IA. Si antes una persona podía llevar dos proyectos al mismo tiempo y ahora, con IA, puede llevar diez, una sola persona puede hacer el trabajo de cinco. Esto tenderá a reducir la demanda de licencias, porque también tenderá a haber menos personas haciendo ese trabajo.

La amenaza, como vemos, no es menor. Las empresas de software se enfrentan al mismo tiempo a una posible contracción de márgenes y a una caída de clientes. Ante esto, la reacción del mercado está siendo implacable. Desde máximos —septiembre de 2025—, el sector del software acumula una caída de más del 30%, pero, si miramos nombres concretos, la situación es aún más dura.

ServiceNow acumula una caída cercana al 60% desde finales de 2024; Adobe presenta una caída similar; Salesforce ronda el 50%; y Figma, que salió a bolsa en agosto de 2025, acumula desde entonces una caída de más del 80%, entre otros ejemplos.

Salvo Figma, hablamos de empresas más que consolidadas, con elevados márgenes, retornos y crecimientos. Además, aunque la inteligencia artificial lleva años amenazando con mostrar los efectos de este tsunami, lo cierto es que el impacto en sus fundamentales todavía no se ha visto de forma clara.

Esto ha hecho que, en términos relativos, estas empresas estén cotizando a niveles nunca vistos. Para nosotros, el caso más notable es Adobe: una empresa que tradicionalmente ha cotizado a múltiplos altísimos, de 40 o 50 veces beneficios, y que ahora cotiza a apenas 13 veces. Esto se debe a la combinación de un precio a la baja y unos beneficios al alza.

La lectura que hacemos de todo esto es, como siempre, intermedia. Los riesgos que están sufriendo estas empresas no son menores. Les están obligando a cambiar su modelo de negocio, adaptarse a estas nuevas tecnologías y, al mismo tiempo, intentar mantener intactas sus ventajas competitivas.

Decíamos que estas nuevas tecnologías han abierto una brecha en las barreras de entrada que existían y que esa brecha ya se está empezando a aprovechar. Además, la tendencia es clara: cuanto más avanzan los modelos de IA, más grande se hace esa brecha y más se agrava el problema.

Muchas empresas no podrán sobrevivir a esta ruptura de las barreras de entrada. Para entenderlo, podemos imaginar el sector del software como un castillo en el que viven las empresas que operan dentro de él.

El software es un sector muy atractivo porque ofrece ventajas que otros sectores no tienen. Por eso, las empresas que ya operaban en él han disfrutado durante años de amplios márgenes de beneficio y elevadas tasas de crecimiento.

Aunque la protección del castillo —es decir, del sector— la disfrutaban todos sus habitantes, no todos viven igual de bien. Hay empresas como Adobe que están en lo alto del castillo, en zonas a las que solo se llega atravesando muchas barreras y capas de seguridad. Y hay otras empresas más pequeñas que viven prácticamente en la muralla y que, por tanto, perderán sus privilegios en cuanto esa muralla caiga.

Hay sectores que, por su propia naturaleza, acaban deteriorándose porque hay empresas fuera que quieren entrar. Sin embargo, sectores como el software tienen murallas tan grandes y resistentes que la competencia por sí sola no basta. Hace falta algo más para que se tambaleen los cimientos: la innovación.

En teoría económica existe un concepto llamado proceso de destrucción creativa, que explica muy bien los efectos positivos y negativos de la innovación.

Para Schumpeter, padre de este concepto, la innovación no es un proceso gradual que simplemente modifica procesos y estructuras económicas. La innovación es un proceso disruptivo que revoluciona la economía desde dentro. Las personas o empresas que innovan buscan precisamente eso: cambiar la forma de hacer las cosas para hacerlas mejor o de manera más eficiente.

Cuando esto se consigue, comienza un proceso de destrucción de aquellas empresas cuyos procedimientos han quedado anticuados y se abre paso a otras nuevas —o a las mismas, si saben adaptarse— que implementan esas nuevas formas de trabajo.

Volviendo a nuestra metáfora del castillo, sería como si las empresas de fuera hubieran encontrado una nueva forma de atacar la muralla que protege el castillo. Hasta ahora intentaban romperla con piedras y palos; ahora tienen explosivos.

Por tanto, no debemos caer en la tentación de pensar que las empresas de software están baratas y que, por ello, estamos automáticamente ante una oportunidad de inversión. La realidad es que el sector atraviesa un proceso de destrucción creativa y ahora queda por ver qué empresas caen, qué nuevas empresas surgen y qué empresas permanecen, y en qué condiciones.

Esto tampoco quiere decir que no haya oportunidades en el sector. Cuando un evento así sacude una industria, las ventas lo arrasan todo, sin discriminar lo justo de lo injusto. Será cuando pase la tormenta y se normalice la situación

cuando el mercado se detenga a analizar con qué empresas se ha pasado y con cuáles no.

Nosotros no tenemos por qué esperar a que eso ocurra, porque probablemente entonces ya será tarde. Hay una forma de separar el grano de la paja. Lo primero que queremos descartar es si una empresa determinada puede desaparecer — o verse seriamente afectada— por esta innovación. Para ello, debemos analizar si existe algo más, además de las ventajas competitivas propias del sector, que le permita mantener una posición competitiva suficiente como para resistir la embestida.

En el caso de Adobe, por ejemplo, hay otra ventaja competitiva muy clara: el coste de cambio de sus clientes. Adobe no solo ofrece una interfaz usable y estándar en su sector que permite a los profesionales hacer su trabajo. Si solo ofreciera eso, su negocio estaría claramente en peligro. Adobe ofrece todo un ecosistema cerrado y mutuamente dependiente.

Si eres usuario de varias de sus aplicaciones y las usas de forma secuencial — necesitas el trabajo realizado en una para integrarlo en otra—, las sinergias de hacerlo dentro del ecosistema de Adobe son muy grandes. Tanto, que muchos clientes necesitan permanecer dentro de ese ecosistema para poder seguir operando con normalidad, porque cambiarlo supondría cambiarlo todo. Para la mayoría, ese coste no compensaría.

No es lo único que permite a Adobe defenderse y, aunque no queremos convertir esto en una tesis de inversión sobre la compañía, sí queremos mostrar cómo realizamos nuestros análisis.

El segundo factor que debemos analizar es si, incluso en el caso de que esta disrupción no vaya a acabar con el negocio de la empresa, la calidad que tenía antes —es decir, su posición competitiva— puede mantenerse intacta. Esto no depende solo de lo disruptiva que sea la innovación, sino también de la actitud de la empresa frente a ella.

Una empresa que se niega a aceptar el cambio o actúa con retraso tiene muchas probabilidades de que el mercado le coma terreno y de perder posición competitiva. En cambio, si la empresa considera este cambio no tanto como una amenaza, sino como una oportunidad, y tiene la flexibilidad suficiente para adaptarse al nuevo entorno, podría incluso mejorar su posición competitiva y convertirse en una empresa de mayor calidad.

Ya ocurrió con Adobe hace 20 años, cuando el modelo de licencias de pago único empezó a tambalearse y fue sustituido por un modelo de suscripción. En aquel momento, la empresa apostó por adaptarse a un nuevo entorno y, gracias a ello, consiguió mejorar su posición competitiva.

Ahora el reto es similar, aunque mayor por la velocidad a la que se está desarrollando la tecnología. Aun así, ya se empieza a ver cómo la empresa intenta ponerse al día y adaptar su oferta de servicios a estas nuevas herramientas, no solo con la intención de mantener su posición, sino de mejorarla de nuevo.

Insisto en que esto es solo un ejemplo de cómo analizamos este tipo de situaciones. No supone, en ningún caso, una recomendación de inversión.

Al fin y al cabo, aunque creemos en la eficiencia de los mercados, estos no son siempre eficientes y, ni mucho menos, deberíamos limitarnos a gestionar nuestras inversiones de forma pasiva.

La eficiencia de los mercados solo te dice que el precio refleja adecuadamente el riesgo. Si los nuevos modelos de IA acaban arrasando los modelos de negocio de las grandes empresas tecnológicas y sus cotizaciones lo reflejan mediante fuertes caídas, el S&P 500 caerá y esa caída será justa.

¿Nos quedamos entonces invertidos en un fondo indexado al S&P 500 porque el mercado es eficiente? ¿O buscamos otro lugar donde el binomio rentabilidad/riesgo sea más apropiado?

El problema de la teoría de los mercados eficientes es que suele ir de la mano de enfoques que entienden los mercados como entes estáticos que tienden al equilibrio. Lo cierto es que, como ya hemos comentado en cartas trimestrales anteriores, los mercados son sistemas complejos adaptativos en constante evolución.

En los mercados, como en la naturaleza, no sobrevive necesariamente el más fuerte, ni el más listo, ni el más grande, sino aquel que mejor se adapta al entorno. Y quedarse invertido en un fondo indexado está muy lejos de lo que significa adaptarse.

Esto tampoco quiere decir que haya que sumarse a la tendencia de la que todo el mundo habla. La base sigue siendo analizar rentabilidad y riesgo, y asumir riesgos solo cuando la rentabilidad esperada es suficiente.

Creo que la mejor forma de entenderlo es pasar al siguiente y último punto de esta carta trimestral: el problema del crédito privado.

## El problema de los fondos de crédito privado

Los fondos de crédito privado se volvieron especialmente populares a raíz de la última crisis. Las políticas monetarias excesivamente expansivas mantuvieron durante mucho tiempo los tipos de interés muy cerca del 0%, reduciendo drásticamente la rentabilidad esperada de las carteras de perfil conservador.

Al mismo tiempo, tras el trauma de todo lo ocurrido en los mercados financieros, los reguladores pusieron en marcha normas y restricciones para la emisión de títulos de deuda que, en la práctica, hicieron imposible que muchas empresas pudieran solicitar financiación por las vías tradicionales.

Se generó así una fuerte demanda de inversiones en deuda con rentabilidades atractivas, al mismo tiempo que aparecía una elevada demanda de financiación por parte de empresas dispuestas a pagar costes de financiación altos. El

resultado es un mercado que ya representa el 7% de la deuda corporativa en Estados Unidos y el 2% en Europa, donde llegó más tarde, pero crece aproximadamente al 17% anual.

Sin embargo, el mercado de crédito privado esconde riesgos que, a medida que ha pasado el tiempo y todo ha ido saliendo bien, el mercado ha terminado menospreciando.

Al tratarse de inversiones sin mercado cotizado, las valoraciones las realizan las propias gestoras mediante modelos internos. Esto puede hacer que pérdidas que serían visibles en un mercado cotizado aquí no se perciban, ofreciendo un valor de referencia que podría estar subestimando el riesgo y, por tanto, sobrevalorando el activo.

Esto, inevitablemente, genera vulnerabilidades y dependencia de la confianza. Y esa confianza, con el tiempo, acaba poniéndose a prueba. Ya lo dice la ley de Murphy: si algo puede pasar, pasará. Y, en este caso, ha pasado —y puede seguir pasando—.

Para entender por qué esto se ha vuelto especialmente relevante en los últimos años, es importante comprender la naturaleza de este tipo de préstamos y las condiciones bajo las que se realizan.

Uno de los aspectos más positivos del modelo de crédito privado —al menos para los inversores— es que, muy a menudo, un solo fondo posee el 100% de la deuda de una empresa. Esto se diferencia del modelo típico de financiación de las grandes compañías, donde suele existir una gran dispersión entre acreedores, bancos y tenedores de bonos.

Esto es positivo porque la empresa solo tiene que negociar con un único acreedor y, por tanto, queda más alineada con los intereses de ese acreedor y de sus inversores. O, al menos, eso parecería a primera vista.

En realidad, la relación principal de la empresa es con el fondo, que pertenece a la gestora, ya que es esta quien decide dónde y cuánto invertir. Los inversores tienen una relación completamente fiduciaria —basada en la confianza— con el gestor del fondo, pero muchas veces los intereses pueden desalinearse.

Pongamos el caso de una empresa que está teniendo problemas de liquidez. Tiene el compromiso de devolvernos el principal el año que viene, pero el banco ya le ha comunicado que no le concederá la financiación con la que contaba para poder devolvernos el préstamo.

Ante esta situación, la empresa se reúne con el equipo gestor del fondo para explicarle las circunstancias. Si la empresa tuviera bonos emitidos en mercado, esta información debería hacerse pública y los acreedores —principalmente los tenedores de bonos— deberían reconocer esta nueva realidad a través del tipo de interés de mercado. En una situación así, lo habitual sería que el precio del bono cayera con fuerza y, por tanto, que su rentabilidad esperada subiera.

En pocas palabras, los inversores experimentarían una pérdida temporal en sus inversiones porque el precio de mercado de esa deuda sería menor ante los nuevos riesgos.

Sin embargo, si el fondo es el único acreedor, también es el único inversor y, por tanto, tiene otras opciones además de comunicar la noticia a sus partícipes y ajustar la valoración del activo, lo que supondría reconocer pérdidas.

Una de esas opciones es renegociar las condiciones y, por ejemplo, alargar el plazo de devolución del préstamo. Si el problema era que la empresa no disponía de liquidez suficiente para afrontar la devolución del principal, la solución aparente es aplazar esa devolución.

Ahora bien, eso no quiere decir que la valoración de ese préstamo no deba ajustarse. Independientemente de las medidas que el fondo adopte para navegar la situación, tiene la obligación de informar a sus inversores y realizar

la correspondiente provisión de valoración para reflejar de la forma más fiel posible el valor intrínseco del activo.

Y aquí es donde pueden dividirse los intereses entre el gestor del fondo y los inversores. El inversor quiere conocer el valor real de sus inversiones para poder juzgar la calidad de la gestión, mientras que la gestora quiere ofrecer la mejor imagen posible del comportamiento de su fondo para captar más capital.

Tenemos aquí, por tanto, un foco evidente de potenciales conflictos de interés.

Por otro lado, este tipo de créditos suelen ser de tipo variable. Es decir, el interés acostumbra a estar ligado a un tipo de referencia al que se aplica un margen, de forma similar a lo que ocurre con las hipotecas variables.

Esto implica que, mientras los tipos no subieran demasiado y no hubiera problemas económicos, las probabilidades de que estas empresas se volvieran ilíquidas para pagar sus compromisos eran bajas.

Sin embargo, a partir de 2022, cuando la inflación alcanzó máximos de más de 40 años y los bancos centrales subieron tipos de forma agresiva, estas empresas también vieron aumentar sus costes de financiación.

Esa era la verdadera prueba para saber si estos fondos, que ofrecían rentabilidades claramente superiores incluso a las de los bonos high yield, estaban asumiendo o no riesgos excesivos.

Además, era una prueba cada vez más importante. Históricamente, este tipo de vehículos han sido completamente cerrados, con duraciones de 8 a 10 años. Esto significa que, una vez invertías, no podías reembolsar tu dinero hasta el vencimiento del fondo.

La ventaja para el fondo era que podía navegar este tipo de situaciones con mucha más flexibilidad, ya que lo único que debía garantizar era que todo

saliera razonablemente bien al vencimiento. Lo que ocurriera por el camino era menos relevante, porque no existían necesidades inmediatas de liquidez.

Sin embargo, a medida que estos vehículos ganaron popularidad, también se fueron acercando más a los inversores particulares, quienes suelen requerir algo más de flexibilidad. Ante esa necesidad, era cuestión de tiempo que empezaran a surgir los llamados fondos semilíquidos, que ofrecen ventanas de reembolso mensual, trimestral, semestral o anual.

Lo que no esperábamos era que llegaran vehículos que invierten en mercados privados, pero que ofrecen liquidez y valoración diaria, como ocurre con los BDCs en Estados Unidos.

Aquí surge un problema potencial: el descalce de plazos. Cuando has realizado inversiones a largo plazo, como pueden ser los créditos privados, y tienes compromisos de devolución también a largo plazo, el problema no existe porque los plazos de inversión y de compromiso coinciden.

El problema aparece cuando tienes inversiones a largo plazo, pero compromisos de liquidez a corto plazo. Ante esto, este tipo de productos establece ciertos límites, como, por ejemplo, que no pueda reembolsarse más de un 5% del patrimonio del fondo cada trimestre. Gracias a ello, el gestor no se ve obligado a malvender sus posiciones para atender necesidades de liquidez.

Pero hay otro problema que el gestor no puede resolver del todo: al ofrecer la posibilidad de reembolsos periódicos, también se ve obligado a realizar una valoración periódica del fondo. Y ahí es donde salen a la luz las discrepancias de intereses que mencionábamos antes.

Para hacer esta valoración, las gestoras cuentan con modelos propios llamados mark-to-model, que pretenden estimar el valor razonable. En circunstancias normales, los créditos no tienen por qué variar demasiado de valoración y el

patrimonio se va revalorizando a medida que se cobran los cupones. Esto provoca que la volatilidad aparente de estos fondos sea muy baja.

Comercialmente, esta baja volatilidad se ha presentado como una ventaja, dando a entender en algunos casos que el riesgo también es menor. Es cierto que la baja volatilidad es una característica de este tipo de fondos, pero no significa que tengan menos riesgo. Tampoco quiere decir que el riesgo sea elevado en todos los casos: puede haber fondos de crédito privado que inviertan en empresas que, si acudieran a los mercados cotizados, podrían obtener un rating investment grade. Simplemente, no podemos asumir que, por tener baja volatilidad, el riesgo de los activos subyacentes sea bajo.

De hecho, los problemas que vemos ahora han aparecido precisamente porque muchos fondos grandes han tenido dificultades con sus activos subyacentes. En concreto, han sufrido por su exposición excesiva al sector tecnológico.

Si agregamos las carteras de préstamos privados a nivel global, nos encontramos con que aproximadamente el 40% está concentrado en tecnología, seguido del sector salud, con un 15%, y del consumo, con un 12%. Dentro de ese 40% tecnológico hay muchas empresas de software que, como hemos visto en esta carta, están claramente amenazadas por la IA.

Esto ha puesto nerviosos a muchos inversores, que, igual que han hecho con las acciones del sector software, han empezado a vender este tipo de fondos por su elevada exposición al sector.

Y aquí es donde terminó de formarse el cóctel molotov que está a punto de explotar. Tenemos un tipo de instrumento cuya naturaleza es, por defecto, ilíquida, pero que, dada su popularidad y la falta de alternativas con suficiente rentabilidad en el mercado, ha empezado a ofrecerse en vehículos semilíquidos.

Esta mayor liquidez no debería generar, en principio, un descalce grave de plazos gracias a los distintos cortafuegos que existen para evitarlo. No

obstante, obliga al fondo a ofrecer una valoración periódica y coloca al gestor en una situación incómoda: mantenerse honesto e intentar reflejar fielmente la evolución del fondo o, por el contrario, prolongar el reconocimiento de los problemas todo lo posible.

Por último, tenemos un exceso de concentración en un sector que, debido a la irrupción de los modelos de lenguaje natural, se está viendo amenazado, y unos inversores que empiezan a ponerse nerviosos.

Es en esta situación donde se está destapando todo lo que se ha ido gestando durante los últimos 15 años. El mayor problema viene del retraso en reconocer pérdidas. No es lo mismo que el inversor vea cómo el valor liquidativo se va deteriorando mes a mes o trimestre a trimestre, conforme se reconocen los problemas, que encontrarse de un valor liquidativo al siguiente con un recorte del 20%. Esto genera desconfianza en el equipo gestor y puede provocar un aumento de las ventas.

Además, sabemos que, durante los últimos años, las tasas de default han sido mayores de lo declarado. Un default es cualquier incumplimiento del acuerdo de pago. Si habíamos acordado que te iba a pagar 100 y finalmente te pago 50, eso también computa como default.

Sin embargo, esto no siempre se ha reconocido como tal. S&P alertó en 2024 de que, si se consideraban estos impagos encubiertos, la tasa de default superaba en una proporción de 5 a 1 la tasa oficialmente reconocida. Y Fitch estimó que la tasa de impago real en préstamos privados en Estados Unidos alcanzó el 5,5% a mediados de 2025, el nivel más alto desde la pandemia.

Esta es la situación que tenemos hoy, pero falta averiguar hacia dónde vamos. Los medios están llenos, como siempre, de titulares con un punto sensacionalista. Muchos afirman directamente que esto nos llevará a una situación como la vivida en 2008 con las hipotecas subprime, pero ¿hasta qué punto es cierto?

El escenario base sería uno en el que la situación sigue deteriorándose, pero sin llegar a provocar una recesión profunda. La tasa de default del crédito privado subiría gradualmente hasta el 5% —desde el 2% actual—, concentrada especialmente en los sectores más amenazados y con recoveries del 60% o 70%, es decir, defaults no totales.

En este escenario, las tensiones de liquidez en los fondos podrían continuar, pero cabe esperar que se estabilicen y que no generen un pánico capaz de acelerar todavía más las ventas.

En la economía real, esto se traduciría en un crédito más caro para las empresas que suelen solicitar financiación privada y, sobre todo, en una mayor selección entre proyectos. Sin embargo, no cabría esperar un evento de crédito generalizado que terminara trasladándose a la economía en forma de quiebras y despidos masivos. Seguiría habiendo liquidez procedente de este tipo de vehículos, pero sería menor.

El escenario más negativo sería uno en el que la disrupción de la IA acabara provocando una recesión. En ese caso, las tasas de default subirían hasta el 10% o 15%, superando incluso los máximos posteriores a 2008. Muchas empresas zombie —que viven de la refinanciación constante— acabarían cerrando y provocarían que la tasa de recuperación bajara al 50%.

En ese escenario, los fondos se verían obligados a suspender reembolsos, aunque algunos probablemente tendrían que vender préstamos con descuento para hacer frente a sus necesidades de liquidez. Todo ello provocaría que muchas gestoras fueran incapaces de lanzar nuevos fondos y se vieran obligadas a cerrar o fusionarse. Habría, por tanto, un proceso de concentración sectorial.

Por supuesto, en un escenario así, los bancos sufrirían por el enfriamiento económico, que reduciría la demanda de crédito al mismo tiempo que elevaría las primas de riesgo. El contagio a la economía real sería muy probable, porque

las empresas que suelen solicitar financiación a estos fondos dejarían de recibirla y los bancos también empezarían a recortar crédito. Esto forzaría más despidos, cancelación de inversiones y agravaría la recesión.

Sin embargo, las probabilidades de que esto acabe convirtiéndose en una depresión como la vivida en 2008 son muy bajas, simplemente porque los niveles de endeudamiento son mucho menores que entonces.

Por tanto, aunque la situación es complicada, no parece tan apocalíptica como muchos expertos están haciendo creer. No obstante, es importante que aprendamos de lo ocurrido, porque nos deja una lección que tendemos a olvidar: no existen los almuerzos gratis. Es decir, toda rentabilidad va de la mano de un riesgo.

En este caso, además, se trata de un riesgo que muchos inversores no están acostumbrados a soportar: el riesgo de liquidez. No todo consiste en saber cuánto puede caer una inversión; a veces, lo más importante es saber cuánto tiempo tendremos que esperar para recuperar nuestro dinero y recoger los frutos de la inversión.

## Conclusión

En definitiva, este trimestre nos deja una idea bastante clara: los mercados siguen siendo capaces de convivir con la incertidumbre, pero no de ignorarla indefinidamente. Durante buena parte de los últimos años, los inversores han aprendido a asumir que cualquier tensión —geopolítica, monetaria, energética o financiera— acabaría siendo absorbida por unos bancos centrales dispuestos a intervenir, por unas economías más resistentes de lo esperado o por unos beneficios empresariales capaces de seguir creciendo. Sin embargo, lo que hemos visto en este primer trimestre es que esa confianza tiene límites.

El conflicto con Irán ha vuelto a recordarnos hasta qué punto la geopolítica puede alterar, en cuestión de días, cualquier escenario macroeconómico aparentemente razonable. Antes de que estallara esta crisis, el mercado empezaba a construir una narrativa relativamente cómoda: Europa podía hacerlo mejor que Estados Unidos en términos relativos, los bancos centrales tenían cierto margen para seguir relajando su política monetaria y el crecimiento, aunque desigual, parecía suficiente para sostener los activos de riesgo. La guerra cambió esa lectura de forma abrupta.

La subida del petróleo, el bloqueo parcial de rutas energéticas clave y el riesgo de una nueva presión inflacionista devolvieron al mercado un temor que parecía haber quedado atrás: la estanflación. Ese es, probablemente, el escenario más incómodo para cualquier cartera, porque deteriora al mismo tiempo la parte de crecimiento y la parte defensiva. Si la inflación repunta por un shock energético, los bancos centrales tienen menos margen para bajar tipos; si, además, ese shock reduce la actividad económica, la renta variable también sufre por la expectativa de menores beneficios. No obstante, también hemos visto que los mercados reaccionan con rapidez cuando perciben que el peor escenario empieza a alejarse. La caída posterior del petróleo y la recuperación de las bolsas tras los primeros indicios de negociación muestran que, por ahora, el mercado sigue dispuesto a mirar más allá del ruido siempre que no se rompa por completo el equilibrio macroeconómico.

El segundo gran mensaje del trimestre viene de la inteligencia artificial. Hasta ahora, buena parte del debate se había centrado en quién se beneficiaría de esta nueva ola tecnológica: fabricantes de chips, grandes plataformas tecnológicas, proveedores de infraestructura, modelos fundacionales o empresas capaces de integrar la IA en sus procesos. Sin embargo, cada vez es más evidente que esta revolución no solo crea ganadores, sino que también amenaza modelos de negocio que hasta hace poco parecían prácticamente intocables.

El sector del software es el ejemplo más claro. Durante años, estas compañías han disfrutado de algunas de las mejores características que puede tener un negocio: ingresos recurrentes, márgenes elevados, costes de cambio altos, escalabilidad y una relación muy favorable entre crecimiento y capital empleado. El mercado, lógicamente, premiaba esas características con múltiplos exigentes. Pero la aparición de modelos cada vez más capaces, y especialmente de agentes que pueden ejecutar tareas de forma autónoma, ha puesto en duda una parte de esas ventajas competitivas. La pregunta ya no es únicamente cuánto crecen estas empresas, sino cuánto de ese crecimiento será defendible en un mundo en el que el usuario quizá deje de interactuar directamente con muchas aplicaciones.

Esto no significa que todas las compañías de software estén condenadas, ni mucho menos. La destrucción creativa no elimina necesariamente a todos los actores existentes; muchas veces obliga a separar con más claridad entre quienes tenían una ventaja competitiva real y quienes simplemente se beneficiaban de estar dentro de un sector protegido. Empresas con ecosistemas sólidos, costes de cambio elevados, marcas muy asentadas o capacidad de integrar la IA en su propia propuesta de valor pueden incluso salir reforzadas. Pero otras, especialmente aquellas cuya ventaja dependía más de la complejidad de uso, de la falta de alternativas o de una barrera de entrada artificial, pueden ver cómo su posición se deteriora con mucha rapidez.

El tercer foco de preocupación está en el crédito privado. Aquí la lección es distinta, pero igual de importante: la ausencia de volatilidad no equivale a ausencia de riesgo. Durante años, muchos inversores han interpretado la estabilidad de estos vehículos como una señal de seguridad, cuando en realidad parte de esa estabilidad se explicaba por la propia naturaleza ilíquida del activo y por modelos de valoración internos que suavizan el reconocimiento de pérdidas. El problema no es necesariamente que el crédito privado sea un mal activo. El problema aparece cuando se confunde baja volatilidad con bajo

riesgo, liquidez limitada con seguridad y rentabilidad superior con eficiencia gratuita.

A medida que el ciclo se vuelve más exigente, empiezan a aparecer tensiones que probablemente estaban ahí desde hace tiempo. La subida de tipos, el encarecimiento de la financiación, la concentración en sectores más expuestos a la disrupción tecnológica y la aparición de vehículos semilíquidos han creado un entorno mucho más delicado. Cuando un activo es ilíquido, pero el inversor puede solicitar reembolsos periódicos, la confianza se convierte en una pieza central del sistema. Y cuando esa confianza se deteriora, el problema deja de ser solo financiero y pasa a ser también psicológico: los inversores ya no se preguntan únicamente cuánto vale el activo, sino si el valor que se les está mostrando refleja realmente lo que ocurre debajo.

Por tanto, más que un trimestre de conclusiones definitivas, ha sido un trimestre de confirmaciones. Se confirma que la geopolítica vuelve a tener un peso determinante en los mercados; que la inteligencia artificial no es solo una oportunidad, sino también una amenaza real para muchos modelos de negocio; y que la búsqueda de rentabilidad sin entender bien el riesgo asumido acaba pasando factura. En el fondo, los tres temas tratados en esta carta tienen algo en común: todos obligan al inversor a cuestionar supuestos que durante un tiempo parecían cómodos. La energía barata no está garantizada. Los márgenes elevados no son eternos. La liquidez no siempre está disponible cuando más se necesita. Y las valoraciones, por muy razonables que parezcan, solo tienen sentido si el análisis del riesgo que las acompaña es correcto.

De cara al segundo trimestre, lo más probable es que los mercados sigan moviéndose entre dos fuerzas opuestas. Por un lado, si el conflicto en Oriente Medio continúa desescalando y el precio del petróleo se estabiliza o incluso retrocede, el mercado podría recuperar parte del optimismo perdido. Esto aliviaría las expectativas de inflación, daría más margen a los bancos centrales

para mantener o retomar una senda de bajadas de tipos y favorecería especialmente a aquellos activos más sensibles a los tipos de interés: renta variable de crecimiento, compañías de calidad con duraciones largas y bonos de mayor vencimiento.

Por otro lado, si las tensiones vuelven a intensificarse, el segundo trimestre podría estar marcado por una rotación defensiva. En ese escenario, el petróleo volvería a actuar como termómetro principal del riesgo. Una nueva subida sostenida del crudo complicaría la labor de los bancos centrales, presionaría los márgenes empresariales y afectaría más a Europa que a Estados Unidos por su mayor dependencia energética. La renta variable europea, que había empezado el año con una mejor posición relativa, podría perder parte de esa ventaja si el mercado vuelve a descontar un shock energético persistente.

En Estados Unidos, la lectura será algo más compleja. Por un lado, el país puede verse relativamente menos perjudicado por una subida del petróleo gracias a su posición como gran productor energético. Por otro, sigue enfrentándose a un problema estructural de deuda, a unos tipos que no bajan tan rápido como al Gobierno le gustaría y a una concentración muy elevada de sus índices en compañías tecnológicas. Si el mercado empieza a discriminar con más dureza entre ganadores y perdedores de la inteligencia artificial, podríamos ver una dispersión mucho mayor dentro de los propios índices: no bastará con estar expuesto a tecnología, sino que será clave distinguir qué empresas monetizan la IA, cuáles la sufren y cuáles simplemente se han beneficiado de una narrativa favorable.

En el crédito privado, el segundo trimestre puede ser especialmente relevante. No porque necesariamente vayamos a ver una crisis inmediata, sino porque el mercado empezará a exigir más transparencia. Si continúan las dudas sobre valoraciones, defaults encubiertos o concentración sectorial, es razonable esperar más presión sobre los fondos con activos de peor calidad o estructuras

de liquidez más agresivas. En cambio, aquellos vehículos con carteras más prudentes, menor apalancamiento, mejores garantías y una valoración más conservadora podrían salir reforzados. Como suele ocurrir cuando cambia el ciclo, el mercado dejará de tratar a toda una categoría de activo como si fuera homogénea.

Nuestra lectura sigue siendo la misma: no se trata de evitar todos los riesgos, porque eso es imposible, sino de asumir solo aquellos que estén suficientemente compensados. En un mercado que cambia cada vez más rápido, la clave no está en aferrarse a una etiqueta —renta variable, renta fija, indexación, alternativos o mercados privados—, sino en entender qué se posee, por qué se posee y qué puede salir mal. La rentabilidad futura no dependerá únicamente de acertar con el escenario macroeconómico, sino de construir carteras capaces de resistir escenarios distintos al previsto.

El segundo trimestre, por tanto, puede ser un periodo de transición importante. Si el petróleo se modera, la inflación no repunta y los bancos centrales mantienen el tono acomodaticio, los mercados podrían recuperar el impulso y volver a premiar el riesgo. Pero si la geopolítica se complica, la inflación energética reaparece o el crédito privado empieza a mostrar grietas más visibles, el mercado podría entrar en una fase de mayor aversión al riesgo, con caídas más concentradas en los activos más caros, más ilíquidos o más dependientes de narrativas optimistas.

Al final, invertir sigue siendo un ejercicio de adaptación. Y en un entorno como el actual, adaptarse no significa reaccionar a cada titular, sino mantener la disciplina suficiente para distinguir entre ruido, riesgo real y oportunidad. El mercado seguirá ofreciendo oportunidades, pero probablemente será menos indulgente con los errores. El segundo trimestre puede servir precisamente para eso: para comprobar qué activos estaban sostenidos por fundamentales

sólidos y cuáles dependían demasiado de un entorno de estabilidad que, como hemos visto, puede cambiar de un día para otro.

## Comportamiento de los fondos

Como hemos podido ver, primer trimestre de 2026 ha sido exigente para los activos de riesgo. En este contexto, el comportamiento de nuestros vehículos ha sido coherente con su perfil de riesgo: las estrategias con mayor exposición a renta variable sufrieron más, mientras que los perfiles moderados y de renta fija amortiguaron mejor la volatilidad.

Gesem Cygnus PP fue el vehículo con mejor comportamiento del trimestre, con una rentabilidad del +2,11%, apoyado por un inicio de año muy positivo y pese a la corrección de marzo. Su posicionamiento, con predominio de renta fija y una exposición moderada a renta variable, permitió cerrar el periodo en positivo.

Entre los fondos más defensivos, Gesem Moderado Flexible cerró el trimestre con un -0,84%, mostrando una buena capacidad de contención gracias a su elevada exposición a renta fija y su menor peso en renta variable. Gesem Gestión Flexible terminó en -1,66%, afectado por la corrección de marzo, aunque con una caída moderada gracias a su diversificación entre renta fija, renta variable, fondos y liquidez.

En renta fija de mayor riesgo, Gesem Faro Global High Yield retrocedió un -1,87%. El fondo acusó el tensionamiento del crédito en marzo, aunque su duración media contenida, de 1,85 años, y una cartera con rating medio BB ayudaron a limitar el impacto. Bankinter Tactical Allocation, con un perfil mixto conservador y una exposición del 17% a renta variable, cerró el trimestre en -2,29%.

Las estrategias con mayor sensibilidad a renta variable fueron las más penalizadas. Bankinter Global Moderate habría cerrado el trimestre en torno al

-2,56%, mientras que Gesem Agresivo Flexible terminó en -4,00%, arrastrado por la corrección de marzo pese a mantener una cartera diversificada con renta variable, liquidez, fondos y renta fija. Gesem W-Health & Sports fue el fondo más afectado, con un -7,58%, debido a su elevada exposición a renta variable global y a su sesgo temático hacia salud, deporte, consumo e innovación.

En conjunto, el trimestre deja una lectura clara: la volatilidad volvió a penalizar a las carteras con mayor beta, pero los fondos de perfil moderado y flexible cumplieron su función de amortiguación. Además, tras el cierre de marzo, la recuperación parcial de los mercados ya se ha reflejado en varias estrategias, mostrando rentabilidades anuales positivas en abril para Gesem Agresivo Flexible, Gesem Gestión Flexible, Gesem Moderado Flexible, Gesem Faro Global High Yield, Bankinter Tactical Allocation, Bankinter Global Moderate y Gesem Cygnus.