

Carta a inversores mayo 2026

Estimados partícipes,

Este primer trimestre ha sido un periodo exigente para los mercados. Lo que comenzó como un arranque de año relativamente tranquilo, con el S&P 500 y los principales mercados ligeramente positivos en enero, fue dando paso progresivamente a un entorno de mayor tensión, marcado por tres factores que han acaparado la atención de los inversores: el conflicto en Irán y su impacto directo tanto en el precio del petróleo como en las expectativas de bajadas de los tipos de interés, la aceleración de la inteligencia artificial y las dudas crecientes que genera sobre sectores enteros de la economía, y las emergentes tensiones en los mercados de capital privado. El resultado fue un trimestre negativo para los principales índices.

En **renta variable**, el S&P 500 obtuvo una rentabilidad del -4,63% en dólares americanos, que, debido a la corrección del euro frente al dólar, se tradujo en una pérdida del -3,13% en nuestra divisa. Por otro lado, el Stoxx 600 obtuvo una rentabilidad del -1,63% en euros.

En **renta fija**, los bonos “High Yield” o de menor calidad crediticia han ofrecido una rentabilidad media del -1,83%¹, mientras que los bonos “Investment Grade” o la deuda gubernamental han tenido rentabilidades en lo que va de año del -0,94%² y del -0,57%³ respectivamente. Beneficiándose aquellos fondos con menor duración y exposición a crédito.

En renta fija, los inversores continúan poniendo en duda la capacidad de los bancos centrales de mantener la inflación bajo control. Es por ello por lo que continúa habiendo una fuerte presión bajista en los bonos gubernamentales a largo plazo.

Durante este periodo, **nuestros fondos** han obtenido las siguientes rentabilidades: Abaco Global Value Opportunities +1,30%⁴, Abaco Renta Fija Mixta Global +1,18%⁴ y Abaco Renta Fija +0,60%⁴.

El conflicto en Irán y el impacto en los mercados

El conflicto en Irán ha sido, sin duda, el detonante más inmediato de la volatilidad del trimestre. El cierre del Estrecho de Ormuz empujó el precio del crudo por encima de los 100 dólares por barril, desde niveles cercanos a los 60 dólares por barril con los que arrancaba el año, reavivando las presiones inflacionistas, impactando directamente al mercado de bonos.

La combinación de precios del petróleo elevados y riesgo de incrementos de tipos de interés supuso una presión excesiva para unos mercados que partían de valoraciones elevadas. Solo el sector energético del S&P 500 terminó el trimestre con una rentabilidad extraordinaria, cercana al +37%.

El sector energético americano tiene un tamaño equivalente al de toda la economía de Arabia Saudí y, sin embargo, representa apenas un 4% del S&P 500, provocando que su impacto positivo en los índices sea limitado. Por otro lado, su efecto sobre la inflación y los tipos de

¹ Media de rentabilidades YTD de ETFs representativos de bonos HY (EUNW, XHYA, EUHI y MSCI HY).

² Media de rentabilidades YTD de ETFs representativos de bonos IG (XBLC, MSCI IG, LECPTREU y I23044EU).

³ Media de rentabilidades YTD de ETFs representativos de bonos gubernamentales (IEGA NA, I02004EU, SOLEUSOV).

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

interés es muy importante.

En conclusión, a pesar del importante tamaño del sector energético en Estados Unidos, su pequeño peso actual dentro de los índices provoca que la situación actual, de persistir durante los próximos meses, sea negativa para estos.

Inteligencia Artificial: transformación real, valoraciones a revisar

La inteligencia artificial sigue siendo el tema dominante en la conversación de los inversores, pero el primer trimestre del año ha introducido matices importantes que conviene analizar.

El impacto más inmediato se ha dejado sentir en el sector del software. Durante décadas, las compañías de software han construido un modelo de negocio extraordinariamente predecible y rentable basado en la suscripción, con un crecimiento sostenido en el número de usuarios y capacidad para subir precios año tras año. Ambas palancas están hoy en entredicho. La inteligencia artificial amenaza con reducir el número de licencias necesarias y, sobre todo, con erosionar el poder de fijación de precios de estas compañías. El mercado ha reaccionado con contundencia: los múltiplos del sector se han comprimido drásticamente y, por primera vez en décadas, las valoraciones de compañías de software cotizan por debajo de la media del mercado. Compañías como Adobe o Salesforce han llegado a caer más de un 30% en el trimestre.

Más allá del impacto en el software, emerge una pregunta más profunda y aún sin respuesta clara: ¿cuántos empleos de oficina será capaz de eliminar la inteligencia artificial y en qué plazo? Los anuncios de despidos vinculados a la IA se han multiplicado en los últimos meses en compañías de muy distintos sectores. Es un fenómeno que seguimos de cerca y que, de consolidarse, tendría implicaciones macroeconómicas de primer orden.

Nuestra visión no ha cambiado: la inteligencia artificial transformará profundamente la economía, pero identificar hoy con certeza quiénes serán sus grandes beneficiados: si las plataformas tecnológicas, las empresas que las aplican o los consumidores finales, es enormemente difícil.

Mercados privados: cuando la opacidad deja de ser una ventaja

El tercer gran tema del trimestre ha sido la creciente tensión en los mercados de capital privado, tanto en *private equity* como en *private credit*, y merece una reflexión más detenida.

Durante años, el capital privado ha crecido de forma espectacular —de 4 billones de dólares en 2016 a cerca de 9 billones en 2025— impulsado en gran parte por un entorno de tipos excepcionalmente bajos que hacía rentable el apalancamiento. Pero coexistía otro factor menos evidente: la opacidad de estos vehículos al no ofrecer una valoración diaria de los activos, reduciendo artificialmente la volatilidad, y atrayendo a inversores institucionales que buscaban mejorar sus ratios de rentabilidad ajustada al riesgo.

Algunos analistas han denominado a este fenómeno "*volatility laundering*", lavado de la volatilidad. El problema es que la ausencia de liquidez diaria no elimina la volatilidad real: simplemente la oculta.

Ahora esa realidad empieza a aflorar. Los fondos de *private equity* y *venture capital* acumulan

posiciones significativas en compañías de software adquiridas entre 2018 y 2022, a precios que hoy resultan difícilmente justificables a la luz de la amenaza de la inteligencia artificial sobre sus modelos de negocio.

Los fondos de *private credit*, que en muchos casos financiaron esas adquisiciones, tienen exposición crediticia a esas mismas compañías. Las solicitudes de reembolso en algunos de los principales fondos de crédito privado han alcanzado niveles sin precedentes en los últimos meses, con peticiones que en algunos casos superan el 20% e incluso el 40% de los activos, muy por encima de los límites de liquidez que los propios fondos pueden atender.

Este ajuste, que en los mercados cotizados se produce de forma rápida y transparente, en los mercados privados avanza de manera más lenta y menos visible. Esa asimetría no reduce el riesgo, simplemente lo difiere. Para aquellos inversores con exposición significativa a estos activos, creemos que es un momento que exige especial atención.

Desde Abaco, nuestra filosofía ha sido siempre invertir en activos que entendemos bien y cuya valoración podemos contrastar con la transparencia que ofrecen los mercados cotizados. Esta disciplina, que en algunos momentos puede parecer una limitación, se convierte en una ventaja precisamente cuando el ciclo se torna más exigente.

Posicionamiento de los fondos

Importancia de una cartera diversificada

En un trimestre como el que acabamos de vivir, marcado por la confluencia de tensiones geopolíticas, dudas sobre el impacto de la inteligencia artificial y turbulencias en los mercados de capital privado, la diversificación ha vuelto a demostrar su valor como pilar fundamental de una gestión prudente.

Nuestras carteras, con una exposición muy limitada al mercado americano, un peso significativo en pequeñas y medianas compañías europeas y de países emergentes, y una posición relevante en compañías productoras de materias primas, han amortiguado el impacto de las caídas en los principales índices y obtenido rentabilidades positivas en un entorno que ha sido negativo para la gran mayoría de los mercados.

No es casualidad, es el resultado de mantener con disciplina y a lo largo del tiempo una estrategia construida precisamente para navegar con solidez diferentes entornos macroeconómicos.

Renta Fija

En renta fija, mantenemos el posicionamiento prudente y defensivo que venimos describiendo en cartas anteriores. La cartera continúa construida sobre una selección rigurosa de deuda corporativa de compañías con estructuras de capital sólidas, activos reales cuyo valor cubre por más de 2,5 veces el valor de su deuda y elevada capacidad de generación de caja. Las carteras tienen una duración reducida de 2,7 años y una rentabilidad a vencimiento del 4,5% en euros.

En un entorno donde los diferenciales de crédito siguen cerca de mínimos históricos y la presión bajista sobre los bonos gubernamentales a largo plazo no remite, consideramos que este posicionamiento ofrece el equilibrio adecuado entre rentabilidad y control del riesgo capturando

un rendimiento atractivo, sin necesidad de asumir ni mayor duración ni mayor riesgo crediticio del que consideramos oportuno.

Durante el trimestre hemos incorporado a la cartera una posición en **bonos ligados a la inflación** de Estados Unidos, una oportunidad que nos parece especialmente atractiva en el contexto actual por varias razones.

En primer lugar, ofrecen una rentabilidad real a vencimiento del 2,5%, un nivel que históricamente ha resultado muy interesante para el inversor paciente.

En segundo lugar, presentan una descorrelación muy elevada respecto al resto de la cartera, lo que refuerza la diversificación del conjunto y reduce la sensibilidad a factores de riesgo concretos.

Y, en tercer lugar, se encuentran en una posición privilegiada para beneficiarse de dos escenarios que, en nuestra opinión, el mercado no está valorando suficientemente: un repunte de las expectativas de inflación futura, impulsado por la persistencia de los déficits fiscales, la desglobalización y el encarecimiento de la energía; o episodios de fuertes inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, algo que la historia reciente nos ha enseñado a no descartar. En ambos escenarios, este tipo de activo actuaría como un amortiguador natural dentro de la cartera, precisamente cuando más se necesita.

Renta Variable

En renta variable, el posicionamiento de la cartera refleja fielmente los principios de inversión que guían nuestra gestión desde inicio. Invertimos exclusivamente en compañías que entendemos bien, con ventajas competitivas sostenibles y difíciles de replicar, capacidad de crecimiento con retornos elevados sobre el capital empleado, y equipos directivos que han demostrado una alineación real con los intereses de los accionistas, priorizando la creación de valor a largo plazo por encima del crecimiento a cualquier coste.

Y lo hacemos únicamente cuando el mercado nos ofrece esas compañías con un descuento significativo sobre su valor intrínseco. La combinación de estos factores es, en nuestra experiencia, la que determina el éxito de cualquier inversión en el medio y largo plazo.

La cartera mantiene una diversificación amplia tanto por geografías como por sectores, con una exposición muy reducida al mercado americano y un peso relevante en Europa, Reino Unido y mercados emergentes; regiones que en nuestra opinión concentran las mejores oportunidades de inversión en el momento actual.

Entre las posiciones más relevantes de la cartera en este momento se encuentran compañías que ilustran bien el tipo de negocios en los que invertimos.

- **International Petroleum y Occidental Petroleum:** son productoras de petróleo y gas con activos de alta calidad, estructuras de costes competitivas y una gestión financiera disciplinada, que se benefician directamente del entorno actual de precios energéticos elevados y que cotizan con un descuento considerable respecto a su valor intrínseco.
- **Cementos Pacasmayo:** es la compañía líder en la producción y distribución de cemento en

el norte de Perú, un negocio con una posición competitiva prácticamente inexpugnable en su región y con un crecimiento estructural apoyado en la demanda de infraestructura y vivienda. Recientemente, Holcim ha adquirido el 50,01% de la compañía a la familia Hochschild, lo que en nuestra opinión hace muy probable que en los próximos meses se lance una OPA sobre el resto del capital a un precio superior al actual, lo que añade un catalizador adicional muy relevante a una inversión que ya de por sí nos parece atractiva.

- **Basic-Fit:** es el mayor operador de gimnasios low-cost de Europa, con una cuota de mercado tres veces superior a la de su siguiente competidor, un modelo de negocio con gran capacidad de expansión y retornos sobre el capital crecientes a medida que madura la red. Actualmente está infravalorado por un mercado que penaliza en exceso su perfil de crecimiento intensivo en capital.
- **Arcos Dorados:** el “*master franchise*” de McDonald's en América Latina, teniendo tanto establecimientos en propiedad como una red de franquiciados, una presencia geográfica muy diversificada en una región con un enorme potencial de crecimiento del consumo per cápita, y una cotización que no recoge, en nuestra opinión, el potencial de generación de caja que el negocio tiene por delante.

Continuamos con una fuerte convicción en el conjunto de la cartera. En un entorno donde la concentración en los grandes índices sigue creciendo y los riesgos asociados a las valoraciones del mercado americano son cada vez más evidentes, disponer de una cartera construida sobre negocios de calidad, bien diversificada y adquirida a precios atractivos es, en nuestra opinión, la mejor forma de proteger y hacer crecer el patrimonio de nuestros partícipes a largo plazo.

Como siempre quedamos a su disposición para cualquier cosa que necesiten y les agradecemos la confianza depositada en nosotros.

El Equipo de Abaco Capital.