



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 1º Trimestre de 2026

31 de mayo de 2026

Estimado partícipe:

Durante **el primer trimestre del año de 2026** el valor liquidativo del fondo ha aumentado un **+2.73%**.

El retorno **acumulado desde que el fondo comenzó** las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 31 de marzo de 2026 es de **-0.92%**, siendo los **retornos mensuales** y anuales como siguen¹:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Annual
2021				2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	1.32%	-1.21%	2.48%	4.01%
2022	-5.27%	-2.44%	-1.17%	-4.63%	-1.65%	-4.94%	3.26%	-4.92%	-6.41%	0.69%	2.94%	-1.63%	-23.71%
2023	4.24%	-4.02%	3.46%	0.02%	-1.91%	-1.45%	1.65%	-1.23%	-4.58%	0.30%	4.87%	4.55%	5.45%
2024	-2.70%	-0.01%	3.92%	-2.94%	0.14%	1.62%	4.85%	1.05%	3.12%	-1.20%	3.26%	-4.81%	5.93%
2025	2.66%	0.87%	-2.71%	0.16%	0.94%	-1.29%	1.25%	0.94%	3.41%	1.96%	1.14%	-0.70%	8.80%
2026	4.37%	6.14%	-7.26%										2.73%

La **volatilidad desde inicio** del fondo queda más alineada con la de los bonos que con la de casi el doble de la bolsa:

Volatilidad Bolsa	Volatilidad Fondo	Volatilidad Bonos
16.00%	8.86%	6.10%

*

La **contribución por tipo de activo**² se expone con frecuencia semestral (en la próxima carta sobre el 2º trimestre) y siempre desde inicio.

¹ En la sección de retornos de la web se pueden seguir los resultados mes a mes: <https://affinium.info/retornos>. También se pueden descargar todas las cartas trimestrales previas en: <https://affinium.info/memos>

² Es importante recordar que la metodología usada para este cálculo consiste en la suma aritmética de la contribución diaria de cada posición en cartera. Esto genera, inevitablemente, discrepancias con el agregado compuesto del retorno de la cartera. Sin embargo, elegimos este método por su tradicional uso y porque conserva el sentido y motivación de analizar, con una visualización clara, el **impacto relativo de cada clase de activo al retorno total de la cartera**.

El primer trimestre de año 2026 en perspectiva

Aunque no somos partidarios de analizar los caóticos movimientos de los mercados en el corto plazo —por considerarlo ruido y ajeno al objetivo de la cartera, que es el de capturar el crecimiento a largo plazo inevitable de los activos en los que invierte—, comentamos a continuación lo ocurrido durante el primer trimestre.

Un primer trimestre del año lleno de contrastes. Con un arranque de año sólido —apoyado en la inercia positiva heredada de un buen 2025— que quedó abruptamente interrumpido en sus últimas semanas por la irrupción del conflicto bélico entre Estados Unidos, Israel e Irán, iniciado el 28 de febrero de 2026. Este acontecimiento geopolítico de primer orden ha actuado como el principal factor perturbador para los mercados en este inicio de año, frenando la progresión favorable que la cartera estaba mostrando en los dos primeros meses del año.

CONTEXTO MACROECONÓMICO Y GEOPOLÍTICO

El primer trimestre de 2026 trajo un repunte acusado de la incertidumbre global, concentrado sobre todo en marzo. El arranque del año, en cambio, había sido prometedor en el plano macroeconómico. La actividad de la zona euro recuperaba tono: el PMI manufacturero volvió a superar el umbral de 50 en febrero, hasta 50.8 puntos, su mejor registro desde junio de 2022, con una industria alemana que daba por fin señales de reactivación tras casi cuatro años de atonía³. Al otro lado del Atlántico, el S&P 500 cerraba la temporada de resultados del cuarto trimestre de 2025 con un crecimiento interanual de los beneficios de doble dígito —el quinto trimestre consecutivo—, y las estimaciones para 2026 apuntaban en la misma dirección.

Ese cuadro se quebró en la madrugada del 28 de febrero. Estados Unidos e Israel lanzaron por sorpresa, en plena negociación nuclear, una ofensiva coordinada contra objetivos estratégicos iraníes. Teherán replicó con ataques contra bases estadounidenses en la región y, sobre todo, con la interrupción del tráfico marítimo por el estrecho de Ormuz. El castigo para los mercados llegó sin demora.

Por Ormuz pasa en torno a una cuarta o quinta parte del crudo que el mundo consume a diario, de manera que su cierre lo situó en el epicentro de la tensión. El tráfico, que al principio se desplomó de forma desordenada, quedó casi sellado cuando la Guardia Revolucionaria declaró el 27 de marzo el bloqueo a todo buque vinculado a Estados Unidos, Israel y sus aliados. El Brent superó los 100 dólares por barril el 8 de marzo —algo que no ocurría desde agosto de 2022— y llegó a tocar los 115 dólares; subiendo alrededor de un 50% en marzo, uno de los mayores saltos mensuales del precio del crudo que se recuerdan. La factura energética elevó las expectativas de inflación en las economías desarrolladas y enfrió las de crecimiento.

El reflejo en los mercados fue un endurecimiento general de las condiciones financieras: subió la aversión al riesgo, se ampliaron las primas exigidas y se esfumó la perspectiva de recortes de tipos de interés, hasta el punto de que algún banco central empezó a sopesar subidas adicionales para contener el rebrote inflacionario de origen energético.

³ Nótese la paradoja de que, mientras la economía alemana seguía inerte, su bolsa ha subido en torno a un 100% en esos mismos cuatro años de atonía.

COMPORTAMIENTO DE LOS ACTIVOS DE LA CARTERA

Resumimos a continuación la evolución trimestral de cada componente del fondo al cierre de marzo de 2026.

Bolsa internacional

La pata de renta variable, repartida a partes iguales entre Estados Unidos, Europa y mercados emergentes, cerró el trimestre con un balance desigual. La bolsa europea fue, con diferencia, el componente más destacado, favorecida por la mejora del ciclo industrial y por unas valoraciones más contenidas que las estadounidenses. La bolsa de Estados Unidos, en cambio, quedó rezagada: pesaron sobre ella la compresión de múltiplos —el S&P 500 cotizaba en torno a 21.5 veces los beneficios esperados, frente a las 22 veces con que cerró 2025—, las dudas sobre la independencia de la Reserva Federal frente a la presión de la administración Trump y, sobre todo, el efecto del conflicto de Irán en las expectativas de inflación y de tipos. Los emergentes lograron una rentabilidad modesta, apoyados en la debilidad del dólar de los dos primeros meses, aunque el shock energético de marzo también enturbió sus perspectivas de crecimiento. En conjunto, la renta variable internacional aportó una contribución positiva, si bien muy inferior a la que le habría correspondido sin la guerra.

Oro

El oro fue, sin discusión, el activo más agitado del trimestre. Tras tres años de rentabilidades excepcionales —un 64% solo en 2025, su mayor alza anual desde 1979—, el metal entró en 2026 con una inercia alcista descomunal: el 28 de enero marcó un máximo histórico de cierre cercano a 5.414 dólares por onza y firmó su mayor subida mensual desde septiembre de 1999. El giro, sin embargo, llegó antes de lo que sugiere el calendario. El 30 de enero el precio se desplomó casi 500 dólares en una sola sesión, y la corrección se prolongó un -20% hasta finales de marzo, en paralelo al estallido de la guerra. El oro retrocedió hasta la zona de los 4.600 dólares y marzo fue su peor mes desde junio de 2013.

Este comportamiento, en apariencia paradójico para un activo considerado valor refugio, tiene varias explicaciones. El metal llegó al episodio bélico tras un rally que lo dejaba en zona de clara sobrecompra; muchos participantes en los mercados aprovecharon para realizar plusvalías; y el shock del petróleo elevó los tipos de interés reales, lo que resta atractivo relativo a un activo que no paga cupón. También hay que tener presente la repentina e inesperada necesidad de liquidez de los países productores de petróleo afectados por la guerra, al verse desprovistos de los flujos de caja habituales por la venta de petróleo y gas, convirtiendo a muchos tenedores a largo plazo de oro de Oriente Medio en fuertes vendedores a corto plazo del metal dorado por una simple necesidad de liquidez —no porque hayan decidido que ha perdido sus propiedades refugio de largo plazo. A ello se añade que, cuando la volatilidad la dirige la energía, el oro puede perder de forma transitoria su correlación defensiva.

Aun así, al cierre de marzo el metal mantenía una rentabilidad positiva en el año en torno al 8%.

Inmobiliario (REITs) estadounidense

Los REITs de Estados Unidos sufrieron el repunte de los tipos de interés y el deterioro del apetito por los activos de larga duración. La perspectiva de subidas por parte de la Reserva Federal, alimentada por la inflación energética, presionó a la baja un segmento muy sensible al coste del dinero por su estructura de financiación y por la forma en que se capitalizan sus

rentas. El sector devolvió parte de las ganancias de trimestres anteriores: con tipos más altos durante más tiempo, su prima de riesgo se amplió y los flujos de capital buscaron otros destinos, provocando ventas. Mientras el conflicto de Irán mantenga la presión sobre los tipos, la recuperación del inmobiliario cotizado seguirá con viento en contra.

Bonos soberanos alemanes

El activo con mayor peso en la cartera, el Bund alemán, vivió un trimestre de fuerte volatilidad. Durante los dos primeros meses actuó como refugio frente a las tensiones previas a la guerra, con la demanda institucional sosteniendo los precios. Marzo lo cambió todo. El repunte inflacionista del shock energético llevó al mercado a descontar subidas de tipos por parte del BCE, y el rendimiento del Bund a diez años escaló hasta su nivel más alto desde mediados de 2011, por encima del 3.1%. Para una posición larga en bonos de larga duración, esa subida de la TIR se traduce en caídas del precio, como explicamos en detalle en las cartas de 2022 disponibles en la web.

Sin la guerra, el Bund habría sido el gran estabilizador de la cartera en un entorno de política monetaria en proceso de normalización. El conflicto ha desactivado de momento su papel amortiguador al dar la vuelta al escenario de tipos esperado: de los recortes que se anticipaban a la posibilidad de subidas aceleradas.

VALORACIÓN GLOBAL DE LA CARTERA

La cartera de cuatro activos clásicos equiponderados cerró el primer trimestre de 2026 con un resultado positivo, aunque escaso, como consecuencia directa del impacto simultáneo de la guerra de Irán sobre casi todos sus componentes. Conviene subrayar que esta situación no obedece a un deterioro de los fundamentales de largo plazo de los activos seleccionados, sino al efecto de un acontecimiento geopolítico extraordinario sobre un horizonte de apenas tres meses. La lógica de diversificación que inspira la construcción de la cartera sigue intacta: en plazos más largos y en un escenario de normalización geopolítica, cada uno de estos activos aporta atributos de rentabilidad y riesgo complementarios que el tiempo tiende a reconocer, como se observa ya en los retornos desde hace tres años.

La trayectoria favorable que los mercados globales y nuestra cartera estaban en condiciones de recorrer —sostenida por unos fundamentales macroeconómicos sólidos, la mejora del ciclo europeo y una dinámica positiva de beneficios— sigue ahí, solo que aplazada por el conflicto. Mientras el estrecho de Ormuz siga bajo tensión, un petróleo caro continuará alimentando la inflación, presionando los tipos y condicionando a los bancos centrales; factores que actúan como freno sobre los cuatro activos de la estrategia. Cuando esa presión ceda, los pilares que justifican la cartera seguirán en su sitio.

PERSPECTIVAS Y POSICIONAMIENTO

Nuestra visión para los próximos trimestres depende en gran medida de la resolución —o al menos estabilización— del conflicto en Oriente Medio. Un escenario de desescalada o acuerdo de alto el fuego liberaría una presión considerable sobre los mercados energéticos, permitiría a los bancos centrales retomar una senda de política monetaria más acomodaticia y devolvería el protagonismo a los fundamentales económicos subyacentes, que continúan siendo sólidos.

En ese contexto de normalización, anticipamos que la renta fija alemana recuperaría su función de ancla defensiva, el oro retornaría a su trayectoria alcista estructural sostenida por

la demanda de bancos centrales y nuevos inversores institucionales, los REITs se beneficiarían del descenso de tipos, y la renta variable internacional —especialmente la europea y los emergentes— podrían liderar la recuperación.

Mientras tanto, mantenemos la asignación estratégica de la cartera sin cambios. La historia demuestra que los inversores que permanecen fieles a una estrategia de largo plazo bien fundamentada y no introducen cambios caprichosos, capturan la mayor parte de la recuperación. Aunque nuestras perspectivas y estimaciones sobre el comportamiento futuro a corto y medio plazo de los activos sean tan útiles y eficaces como la lectura de posos del café o los sesudos análisis de cualquier otro banco de inversión, seguiremos monitorizando la situación de cerca y les mantendremos puntualmente informados ante cualquier cambio relevante en nuestra percepción.

Agradecemos la confianza que continúan depositando en nosotros en momentos de especial complejidad. Nuestra responsabilidad —y nuestro compromiso— es ser honestos sobre el entorno, disciplinados en la estrategia y diligentes en la gestión del riesgo. Permanecemos a su disposición para cualquier consulta adicional.

Muy atentamente,

Marcos Pérez y Sharash Alexander, miembros del comité de inversión
de ENNOS Value EAF, entidad regulada por CNMV y asesora del fondo de
Inversis SGIIC, Affinium Internacional FI

Aviso legal:

Todo el contenido de este documento está protegido por las leyes de Propiedad Intelectual y sujeto a las siguientes condiciones: Ninguna parte total o parcial de este documento podrá ser copiado, reproducido, modificado, publicado de nuevo, cargado, manipulado, transmitido o distribuido de modo alguno, en ningún soporte, total o parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de los representantes de Affinium Internacional FI; salvo una copia de los materiales que usted podrá almacenar en su ordenador personal para uso privado, sin fines comerciales, respetando todos los derechos de propiedad intelectual y cualquier otro derecho que se pudiera mencionar. La reproducción, almacenaje permanente y la difusión de los contenidos o cualquier otro uso que tenga finalidad pública o comercial queda expresamente prohibida sin el consentimiento previo expreso y por escrito.