



SILVER ALPHA

ASSET MANAGEMENT

**Carta Trimestral: El coste
de no distinguir**

Primer trimestre 2026



Carta Trimestral – Silver Alpha Vision Equities:

Estimado coinversor,

El inicio de 2026 está poniendo de manifiesto un cambio relevante en la forma en que el mercado asigna capital.

Por un lado, la irrupción de la inteligencia artificial ha obligado a revisar profundamente las expectativas sobre determinados modelos de negocio. Lo que durante años se percibía como crecimiento estructural empieza a analizarse ahora bajo un prisma más exigente: no basta con crecer, es necesario demostrar que ese crecimiento es defendible y sostenible en el tiempo.

Al mismo tiempo, el aumento del ruido geopolítico ha devuelto episodios de volatilidad intensa en los que el mercado, donde en sus primeras fases, tiende a reaccionar de forma indiscriminada, priorizando liquidez frente a análisis.

El resultado es un entorno con mucho movimiento, pero con menor claridad en la discriminación entre modelos de negocio. Y es precisamente en estos momentos cuando más importante resulta distinguir entre lo que cambia... y lo que permanece.

1. Entre la disrupción y la incertidumbre

La irrupción de la inteligencia artificial ha reconfigurado profundamente las expectativas del mercado.

Durante años, determinadas compañías, especialmente en el ámbito del software, fueron percibidas como beneficiarias estructurales de un crecimiento prácticamente incuestionable. Hoy, ese consenso se está revisando. El mercado ya no paga por promesas de disrupción, sino por:

- capacidad real de monetización
- sostenibilidad de márgenes
- durabilidad del modelo de negocio

Este cambio ha generado movimientos intensos, con correcciones relevantes en segmentos que hasta hace poco parecían incuestionables. Pero más allá de la volatilidad, lo relevante es el cambio de criterio: ya no basta con crecer, hay que demostrar que ese crecimiento es defendible.

Como resultado, estamos entrando en una fase donde la dispersión entre compañías será cada vez mayor, y donde la selección vuelve a ser determinante en todas las partes del mercado.

2. Cuando el mercado castiga sin discriminar

A esta reordenación estructural se ha sumado un aumento del ruido geopolítico. Eventos como la inestabilidad en Oriente Próximo han provocado episodios de caídas generalizadas, donde el mercado inicialmente no discrimina entre calidad y no calidad.

En estos escenarios:

- los inversores reducen exposición
- buscan liquidez
- y priorizan activos percibidos como refugio

Este comportamiento no es irracional en su origen, pero sí lo es en su consecuencia. Porque cuando la incertidumbre aumenta de forma abrupta, el mercado deja de analizar y empieza a reaccionar. Los movimientos dejan de responder a cambios en los fundamentales y pasan a estar dominados por el posicionamiento, la gestión del riesgo y la necesidad de liquidez inmediata.

El resultado es conocido: los precios se mueven mucho más rápido que los negocios subyacentes. Y es que, en este tipo de entornos, se produce una doble distorsión:

- En las fases de subida, el mercado tiende a extrapolar escenarios positivos y a concentrar flujos en determinadas temáticas, elevando valoraciones de forma agresiva.
- En las fases de corrección, ese mismo capital se retira sin discriminar, generando caídas igualmente intensas, independientemente de la calidad de los activos.

“Cuando la incertidumbre aumenta de forma abrupta, el mercado deja de analizar y empieza a reaccionar”

Es en estos momentos cuando aparece lo que podríamos denominar una “irracionalidad temporal”, no porque el mercado esté equivocado en su preocupación, sino porque la velocidad del ajuste supera la lógica del análisis, provocando una incorrecta asignación del capital.

Esta dinámica no es nueva. La hemos visto en múltiples ocasiones como tras el estallido de la burbuja tecnológica, durante la crisis financiera global o en los primeros meses del COVID. En todos estos episodios, el patrón se repite:

1. una fase de euforia o concentración de capital
2. seguida de una corrección brusca y poco selectiva
3. que da paso, progresivamente, a un entorno de mayor discriminación

Es precisamente en esa transición donde el mercado comienza a estabilizarse y a “reconstruir” el precio de los activos en función de sus fundamentales. Hoy, muchos de los movimientos que estamos observando encajan en esa lógica.

Las caídas recientes no reflejan un deterioro generalizado de los modelos de negocio, sino una recalibración del riesgo en un entorno más incierto.

Sin embargo, en esa recalibración, compañías con generación de caja recurrente, balances sólidos y barreras de entrada estructurales han sido penalizadas junto con activos de mucha menor calidad.

Para el inversor de largo plazo, esta distorsión es clave. Porque, aunque en el corto plazo el mercado no discrimine, a medida que la volatilidad se reduce y el entorno se consolida, esa diferenciación termina reapareciendo. Y es en ese proceso de normalización, silencioso, gradual y muchas veces contraintuitivo, donde se genera gran parte de la rentabilidad futura.

3. Quality: de ventaja relativa a necesidad estructural

En este contexto, es natural que surja una pregunta: ¿tiene sentido mantener una estrategia cuando no está siendo recompensada en el corto plazo? La respuesta, aunque incómoda, es clara: no todos los años están diseñados para premiar la buena inversión



Existen periodos, como el actual, en los que:

- el posicionamiento pesa más que los fundamentales
- el flujo domina sobre el análisis
- y el corto plazo eclipsa al largo

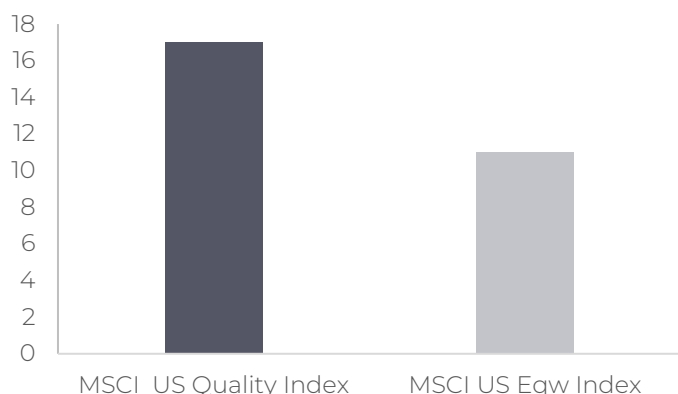
En estos entornos, evaluar una estrategia únicamente por su comportamiento reciente puede llevar a conclusiones erróneas. Invertir bien no siempre coincide con ganar hoy. Pero abandonar un proceso sólido por presión del corto plazo suele ser el error más costoso para el inversor.

Sin embargo, más allá del comportamiento reciente, los datos empiezan a mostrar una realidad distinta.

Tras varios años en los que el factor *quality* cotizaba con una prima significativa frente al mercado, el reciente underperformance ha llevado sus valoraciones a niveles por debajo de su media histórica, situándose aproximadamente una desviación estándar por debajo. Este ajuste no responde a un deterioro de los fundamentales, sino a un cambio temporal en las preferencias del mercado.

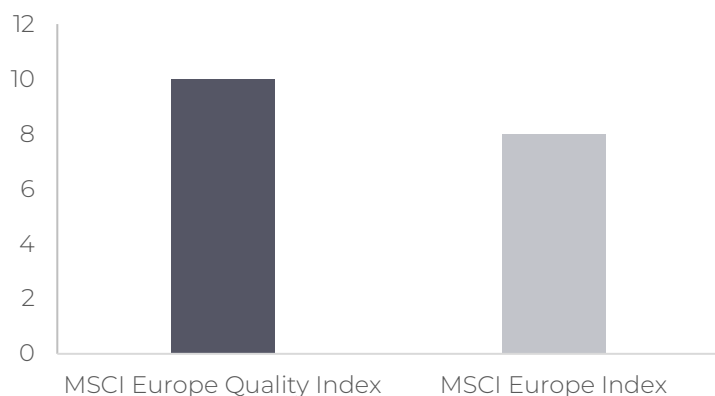
Al mismo tiempo, las expectativas de crecimiento apuntan en la dirección opuesta. Como se observa en el gráfico, las compañías de calidad presentan mayores tasas de crecimiento de beneficios esperadas para 2026 tanto en mercados globales como europeos, superando al conjunto del mercado.

Crecimiento BPA (2026)



Fuente: Datos Bloomberg, Abril 2026

Crecimiento BPA (2026)



Fuente: Morningstar Direct, 30.11.2025

Este desacople, menor valoración relativa y mayor crecimiento esperado, es poco habitual y, en términos históricos, ha sido un punto de partida atractivo para este tipo de estrategias. Lo que estamos observando, por tanto, no es un cuestionamiento de la calidad, sino un entorno en el que su valor ha sido temporalmente eclipsado..

Adicionalmente, cuando analizamos el comportamiento relativo de la estrategia, este entorno refuerza una idea relevante: la disciplina no solo es consistente con el largo plazo, sino que también ha demostrado resiliencia frente a su universo comparable.

Como se observa en los gráficos adjuntos, el fondo ha mostrado una evolución más sólida que estrategias comparables en distintos horizontes temporales. A pesar de operar en un entorno adverso para el estilo, la caída ha sido más contenida y la capacidad de recuperación más consistente.

Evolución a 3 años



Evolución a 4 años



Fuente: Datos Bloomberg, elaboración propia

Este comportamiento no responde a una decisión táctica puntual, sino a la naturaleza del proceso de inversión de evitar modelos de negocio frágiles, limitar la dependencia de expansión de múltiplos, y priorizar compañías con generación de caja y visibilidad de beneficios. En este sentido, incluso en periodos en los que el mercado no discrimina, la calidad de los activos en cartera sí marca una diferencia en términos de comportamiento relativo.

4. Nuestra estrategia: convicción frente a reacción

Ante este tipo de escenarios, nuestra posición es clara: no reaccionar al ruido. Los eventos geopolíticos pueden alterar el sentimiento de mercado, pero rara vez cambian los fundamentales de los negocios en los que invertimos. Del mismo modo, las disrupciones tecnológicas redistribuyen el valor, pero no lo eliminan de forma homogénea.

Nuestra cartera sigue construida sobre principios que no cambian con el ciclo:

- modelos de negocio sólidos
- ventajas competitivas duraderas
- generación de caja
- disciplina en valoración

Esta es, en esencia, la aplicación de una lógica de largo plazo en un entorno dominado por el corto. Los periodos en los que el mercado deja de discriminar suelen ser también aquellos en los que se generan las mejores oportunidades. No porque el entorno sea más sencillo, sino porque la distancia entre precio y valor se amplía.

La historia demuestra que los ciclos de mercado no eliminan la calidad, simplemente la ocultan temporalmente y cuando el mercado vuelve a distinguir, y siempre lo hace, esa diferencia se convierte en rentabilidad.

En Silver Alpha Vision Equities seguimos convencidos de que la verdadera ventaja competitiva no está en anticipar el siguiente movimiento del mercado, sino en mantener una estrategia coherente cuando el entorno invita a hacer lo contrario. Porque invertir bien no siempre coincide con ganar hoy, pero es la única forma de construir valor a largo plazo.

Un saludo

Javier Martín, CFA

CIO



SILVER ALPHA

ASSET MANAGEMENT