

Estimados clientes,

Ruego me disculpéis porque hace mucho tiempo que no os escribo.

A pesar de que el mundo está en constante cambio tampoco ha habido grandes novedades que debían ser explicadas más allá de los acontecimientos geopolíticos por todos conocidos. La mayoría ya sabéis que con paciencia y abnegación salvamos perfectamente estos sustos. Incluso solemos disfrutar nuestro paso por aguas turbulentas ya que con ellas llegan las rebajas que nos permiten comprar.

Quiero transmitir os unas reflexiones que pueden ayudar a conocer mejor nuestra cartera de fondos y la toma de decisiones que la guía. He dividido en dos esta comunicación para facilitar su lectura. Aquí tenéis la primera parte, la semana que viene mandaré la segunda.

## **1. Los fundamentales de nuestra cartera.**

Cuando un cliente decide abrir cuenta le explico que son los fondos de inversión y cómo los diferenciamos y calificamos de varias formas: por método de inversión, por el tamaño de las compañías en las que invierte, indexados, o si son fondos de los llamados de autor etc...

Le explico que el objetivo que tiene la estrategia es diversificar en 3 grandes áreas geográficas (Europa, China-Emergentes y EE.UU) siempre y cuando los activos que compremos estén baratos y podamos mantenerlos a precio razonable. No queremos estar en el "lado caro" del mercado.

Lo difícil en este asunto es saber cuándo está caro o barato un activo y es aquí donde nacen miles de teorías, métodos, estrategias y costumbres diferentes que tratan de dotar de racionalidad algo altamente subjetivo como el hecho de "comprar bien".

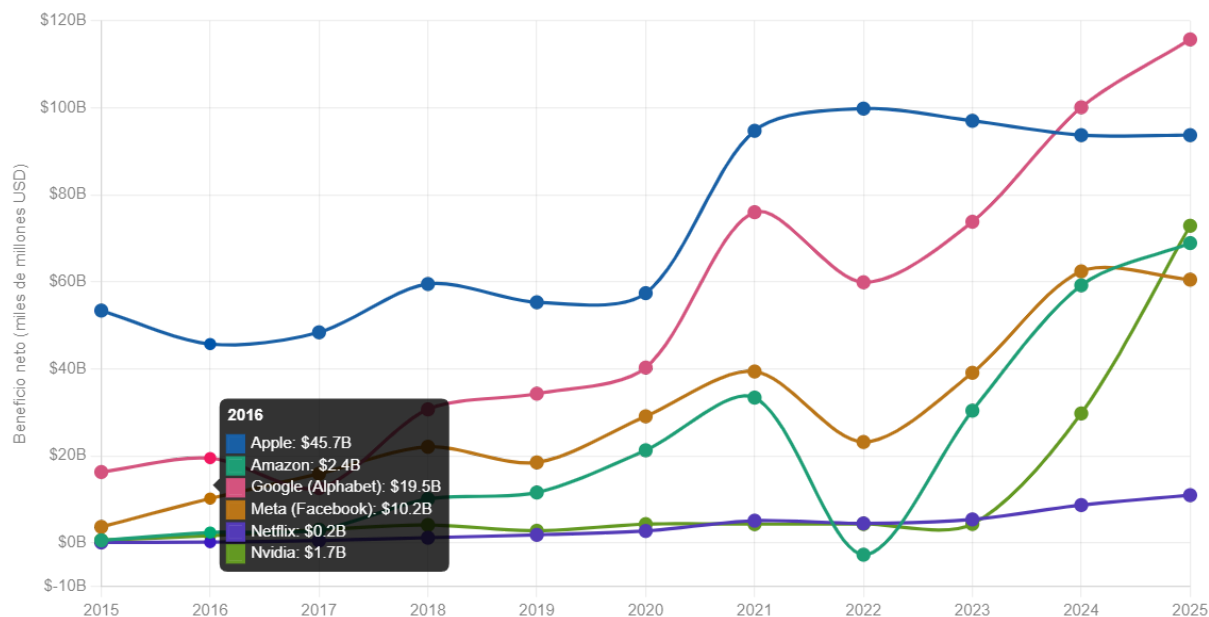
## **2. Nuestra cartera no tiene tecnológicas americanas.**

Desde hace 6 o 7 años he tenido el convencimiento que la bolsa americana estaba cara y que los retornos futuros serían bajos. No lo han sido.

Estos últimos años las grandes tecnológicas han subido tanto que el peso de la bolsa USA ha pasado del 55 % de la capitalización mundial en 2015 al casi 68% actual. Dos de cada tres dólares invertidos en la bolsa en el mundo están ahora invertidos en USA.

¿Por qué no ha caído la bolsa USA en todo este tiempo?

Básicamente porque estas empresas no han parado de ganar más y más y, de esta forma, han justificado su precio. Aquí veis un gráfico con los beneficios de estas compañías los últimos 10 años.



Pensé que las tecnológicas no lo lograrían, que en algún punto dejarían de crecer, pero han seguido generando caja de forma ascendente.

La semana pasada publicaron resultados todas ellas, y los beneficios de los que informaron son IMPRESIONANTES, le pedí a la IA China DeepSeek que nos preparara un pequeño resumen: (señalo en amarillo el crecimiento de beneficios)

### Resultados financieros clave (primer trimestre de 2026)

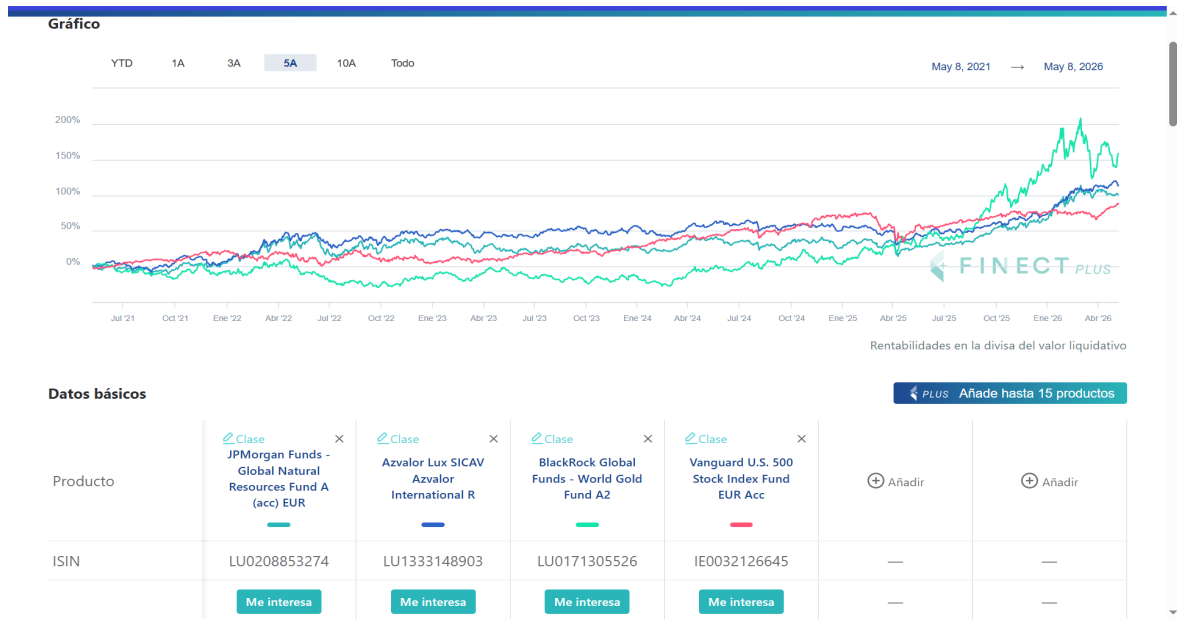
| Empresa   | Ingresos (anual) | Beneficio Neto (anual) | BPA (anual)   | Hecho destacado                                                                                        |
|-----------|------------------|------------------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Apple     | \$111.2 B (+17%) | \$29.6 B               | \$2.01 (+22%) | Récord de ingresos para un trimestre de marzo, a pesar de los problemas de suministro de componentes . |
| Microsoft | \$82.9 B (+18%)  | \$31.8 B (+23%)        | \$4.27 (+23%) | Su negocio de IA supera los \$37,000 M de ingresos anuales recurrentes .                               |
| Alphabet  | \$109.9 B (+22%) | \$62.6 B (+81%)        | \$5.11 (+82%) | Google Cloud se dispara un 63%, aunque el gran salto del beneficio incluye plusvalías de inversiones . |

|        |                   |                  |                 |                                                                                                                          |
|--------|-------------------|------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Amazon | \$181.5 B (+17%)  | \$30.3 B (+77%)  | \$2.78          | El crecimiento de AWS alcanza su nivel más alto en 15 trimestres (+28%) .                                                |
| Meta   | \$56.3 B (+33%)   | \$26.8 B (+61%)  | \$10.44 (+62%)  | El mayor crecimiento de ingresos del grupo, pero un 30% del beneficio neto es un beneficio fiscal .                      |
| NVIDIA | \$68.1 B (+73%)   | \$43.0 B (+94%)  | \$1.76 (+98%)   | Resultados del Q4 de su año fiscal 2026 (encerrado en enero), impulsados por la demanda récord de sus centros de datos . |
| Tesla  | \$22.4 B (+15.8%) | \$491 M (+16.9%) | \$0.41 (+51.9%) | Mejora de los márgenes del negocio de automoción y fuerte gasto de capital planeado para 2026 .                          |

¿Por tanto, ha sido un error de inversión no haber comprado la bolsa americana como ha hecho la mayoría de inversores en el mundo? Sí y no, lo explico.

Si porque era una inversión evidente, todos nosotros hemos ido viendo cómo transformaban nuestras vidas y se hacían cada vez más imprescindibles para nuestro día a día. Más tarde hemos visto que su capacidad de generar ingresos ha sido creciente y que en Occidente no han tenido competencia y dominan nuestra vida digital. En definitiva, su valor ha subido mucho.

La alternativa a las tecnológica que utilizamos fueron los fondos de compañías de materias primas (petróleo, metales, oro...) que también lo hicieron bien, incluso mejor que la bolsa americana estos últimos 5 años.



**Arriba: En rojo un fondo índice de bolsa USA. Abajo: Tabla comparativa de fondo índice USA con los fondos utilizados por nosotros.**

|                                    | Naturales                                                  | Flexibles                                 | Métalos y Preciosos                         | Grande-Bien                                |   |   |
|------------------------------------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------|---|---|
| Patrimonio                         | 1.526,63M€                                                 | 430,32M€                                  | 9.593,86M€                                  | 16.044,35M€                                | — | — |
| <b>Rentabilidad</b> ▾              |                                                            |                                           |                                             |                                            |   |   |
|                                    | JPMorgan Funds - Global Natural Resources Fund A (acc) EUR | Azvalor Lux SICAV Azvalor International R | BlackRock Global Funds - World Gold Fund A2 | Vanguard U.S. 500 Stock Index Fund EUR Acc | — | — |
| YTD                                | ▲ 20,42%                                                   | ▲ 22,83%                                  | ▲ 9,09%                                     | ▲ 8,07%                                    | — | — |
| 6 meses                            | ▲ 29,78%                                                   | ▲ 28,31%                                  | ▲ 35,73%                                    | ▲ 8,48%                                    | — | — |
| Un año                             | ▲ 59,74%                                                   | ▲ 52,59%                                  | ▲ 86,94%                                    | ▲ 26,10%                                   | — | — |
| Tres años *                        | ▲ 17,23%                                                   | ▲ 13,97%                                  | ▲ 38,01%                                    | ▲ 19,75%                                   | — | — |
| Cinco años *                       | ▲ 14,98%                                                   | ▲ 16,34%                                  | ▲ 20,92%                                    | ▲ 13,56%                                   | — | — |
| Diez años *                        | ▲ 12,90%                                                   | ▲ 8,45%                                   | ▲ 12,68%                                    | ▲ 14,57%                                   | — | — |
| * Rentabilidad anualizada en Euros |                                                            |                                           |                                             |                                            |   |   |
| <b>Principales ratios</b> ▾        |                                                            |                                           |                                             |                                            |   |   |
|                                    | 12 meses                                                   | 3 años                                    | 5 años                                      |                                            |   |   |

A menudo, tras comentar con potenciales clientes o colegas la cartera que tenemos y explicar nuestras inversiones es habitual que me digan **-” os ha ido bien, pero esto es muy arriesgado...”**

### 3.¿Y cuál es el riesgo, pienso yo?

Podemos estar de acuerdo que las empresas tecnológicas son extraordinarias, mucho más rentables medidas retorno de capital y con potenciales de crecimiento más altos. En cambio, las empresas que han ido comprando nuestros fondos forman parte de la vieja economía, no están de moda, no son muy ecológicas y son más aburridas que otra cosa. Pero tienen una série de ventajas claras más allá del discutible punto de caras o baratas...

**No son fáciles de replicar.** Abrir una mina de cobre o construir una infraestructura de gas natural no es cuestión de capital y talento, como puede serlo una startup tecnológica. Requiere décadas de desarrollo, licencias regulatorias extraordinariamente difíciles de obtener, relaciones con gobiernos locales y nacionales, y una logística de una complejidad brutal. A eso se suma que los mejores yacimientos y reservas ya están ocupados: la geología no se replica. Una empresa que lleva 40 años extrayendo litio en el Atacama o petróleo en el Mar del Norte tiene un foso competitivo que ningún recién llegado, por muy capitalizado que esté, puede saltar en un plazo razonable. En un mundo donde cualquier modelo de negocio digital puede ser copiado en meses, esto es un activo extraordinariamente valioso.

**Son más previsibles en su desempeño, y mucho menos disruptibles.** El mundo va a seguir necesitando cobre, hierro, gas natural y petróleo con independencia de qué empresa

domine el mercado de la inteligencia artificial o qué plataforma esté de moda. La demanda de materias primas está anclada en tendencias seculares —urbanización, electrificación, crecimiento demográfico— que se mueven despacio y son relativamente fáciles de anticipar. Además, a diferencia de una empresa tecnológica que puede quedarse obsoleta de un trimestre para otro, una minera o una energética no puede ser disrumpida por una app ni por un modelo de lenguaje. Su negocio no desaparece de la noche a la mañana. Eso permite a los gestores —y a los inversores— proyectar flujos de caja con una visibilidad que en otros sectores sería impensable.

Y hay un dato que la historia macroeconómica repite sin excepción: **el consumo de energía y el crecimiento económico van de la mano**. No existe un solo caso documentado de un país que haya aumentado su PIB per cápita de forma sostenida reduciendo su consumo energético. Cada vez que una economía emerge —China en los 2000, India hoy, África mañana— su primer gran movimiento es consumir más energía: para construir infraestructuras, para mover mercancías, para iluminar hogares, para alimentar fábricas. La correlación entre PIB per cápita y consumo energético per cápita es una de las más robustas de toda la economía.

Por todo ello, creo que las compañías en las que invierten nuestros fondos tienen un riesgo menor, no mayor, y que su bajo precio asegura un límite a una posible caída. Ello justifica nuestra elección aunque nos hayamos perdido una inversión evidente y aparentemente menos riesgosa.

Además el cambio de modelo que están viviendo las tecnológicas las convierte en clientes directos de las nuestras generando nuevas dinámicas muy interesantes. Os lo explico en la segunda parte la semana que viene.

[www.lluissegui.com](http://www.lluissegui.com)