

Carta a inversores julio 2026

Estimados partícipes,

Los primeros meses de 2026 parecían confirmar una tendencia que venimos comentando desde hace varios ejercicios. Tras años en los que un reducido grupo de compañías estadounidenses concentró gran parte de la rentabilidad de los mercados, comenzábamos a observar una recuperación mucho más amplia, con un mejor comportamiento de la renta variable europea, las pequeñas y medianas compañías, los mercados emergentes y los sectores ligados a activos reales. Esta evolución estaba favoreciendo especialmente a las carteras diversificadas, como las nuestras, construidas precisamente para no depender de un único mercado, una única geografía o una única temática de inversión.

Sin embargo, durante los últimos meses esta tendencia se ha visto interrumpida por dos acontecimientos que han vuelto a concentrar la atención de los inversores.

El primero ha sido la intensificación del conflicto entre Irán e Israel. Más allá del enfrentamiento militar, el elemento verdaderamente relevante para los mercados ha sido la utilización del Estrecho de Ormuz como herramienta de presión geopolítica. La amenaza de una interrupción del suministro energético provocó un fuerte repunte del precio del petróleo, elevando nuevamente las expectativas de inflación y postponiendo una recuperación que comenzaba a consolidarse, especialmente en Europa y en numerosos mercados emergentes, economías más dependientes de las importaciones energéticas que Estados Unidos.

El segundo ha sido el fuerte crecimiento de la inversión mundial en torno al desarrollo de infraestructuras para inteligencia artificial. Mientras gran parte de la economía muestra un crecimiento más moderado, un reducido grupo de compañías continúa absorbiendo niveles de inversión sin precedentes, convirtiéndose en la principal fuente de crecimiento económico y de beneficios para el mercado estadounidense. Esta situación ha frenado temporalmente la rotación hacia otros sectores y geografías que había comenzado a materializarse a principios de año.

Creemos que ambos factores han eclipsado, al menos temporalmente, una tendencia de fondo que continúa vigente. Nuestra impresión es que, a medida que el riesgo geopolítico disminuya y el extraordinario ciclo inversor asociado a la inteligencia artificial vaya normalizándose, los mercados volverán a centrar su atención en los fundamentales de las compañías, favoreciendo nuevamente a aquellos sectores y regiones que actualmente presentan valoraciones más atractivas.

Durante este periodo, **nuestros fondos** han obtenido las siguientes rentabilidades: Abaco Global Value Opportunities -1,34%¹, Abaco Renta Fija Mixta Global +1,07%⁴ y Abaco Renta Fija +1,64%⁴.

¹ Rentabilidades YTD de Abaco Global Value Opportunities I, Abaco Renta Fija R y Abaco Renta Fija Mixta I.

Geopolítica, inflación y bancos centrales

El conflicto entre Irán e Israel continúa siendo uno de los principales focos de incertidumbre para la economía mundial. Aunque el mercado ha reducido la probabilidad de un cierre prolongado del Estrecho de Ormuz, los sucesivos ataques y la amenaza de nuevas interrupciones en el transporte marítimo mantienen una prima de riesgo sobre el precio del petróleo.

Más allá del conflicto militar, creemos que el aspecto verdaderamente relevante es la utilización del Estrecho de Ormuz como herramienta de presión geopolítica. Aproximadamente una quinta parte del petróleo comercializado en el mundo atraviesa este paso marítimo y cualquier amenaza sobre su funcionamiento se traslada de forma casi inmediata al precio de la energía. A ello se une la persistente inestabilidad en el Mar Rojo, donde los ataques contra buques mercantes continúan alterando una de las principales rutas comerciales del mundo y obligando a numerosas compañías a desviar sus rutas por el Cabo de Buena Esperanza, incrementando tanto los costes de transporte como los tiempos de entrega.

Este aumento del precio del petróleo está teniendo un impacto muy diferente según las distintas economías. Europa y buena parte de los mercados emergentes, al ser importadores netos de energía, están viendo cómo el encarecimiento del crudo reduce el crecimiento económico al tiempo que vuelve a generar presiones inflacionistas. En Estados Unidos, por el contrario, el efecto resulta mucho más equilibrado gracias al peso que el sector energético mantiene dentro de su economía.

La respuesta de los bancos centrales también ha comenzado a diferenciarse. En junio, la inflación se situó en el 2,8% en la eurozona, el 2,6% en Reino Unido y el 3,5% en Estados Unidos. En este contexto, el Banco Central Europeo elevó los tipos de interés hasta el 2,25%, mientras que varios bancos centrales hispanoamericanos mantienen tipos de interés reales claramente positivos tras el intenso proceso de endurecimiento monetario llevado a cabo durante los últimos años. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha mantenido los tipos de interés sin cambios. La llegada de Kevin Warsh ha supuesto un cambio en la comunicación de la institución, al eliminar las orientaciones sobre futuros movimientos de tipos y reforzar el compromiso con la estabilidad de precios. En nuestra opinión, salvo un deterioro significativo de las expectativas de inflación, no esperamos nuevas subidas de tipos en los próximos meses.

Como consecuencia, los tipos de interés reales presentan hoy diferencias muy significativas entre regiones. En la eurozona permanecen ligeramente en terreno negativo, en torno al **-0,5%**, en Estados Unidos se sitúan próximos al **0%** y en Reino Unido superan el **1%**. A pesar de ello, los tipos reales continúan siendo reducidos en términos históricos, lo que mantiene unas condiciones financieras todavía acomodaticias y un elevado nivel de liquidez en el sistema, especialmente en los tramos cortos de la curva.

A pesar de ello, seguimos considerando que se trata de un riesgo fundamentalmente coyuntural. Nuestra expectativa continúa siendo que Estados Unidos e Irán terminen alcanzando algún tipo de acuerdo que permita reducir de forma significativa la tensión en la región. De producirse este escenario, la prima geopolítica actualmente incorporada al precio del petróleo tendería a desaparecer, permitiendo que la inflación retome su proceso de normalización y que la recuperación observada durante los primeros meses del año vuelva a extenderse al conjunto de los mercados internacionales.

Inteligencia artificial: una inversión extraordinaria que concentra el crecimiento

El segundo fenómeno que está condicionando el comportamiento de los mercados es la extraordinaria concentración de la inversión en torno al desarrollo de infraestructuras para inteligencia artificial.

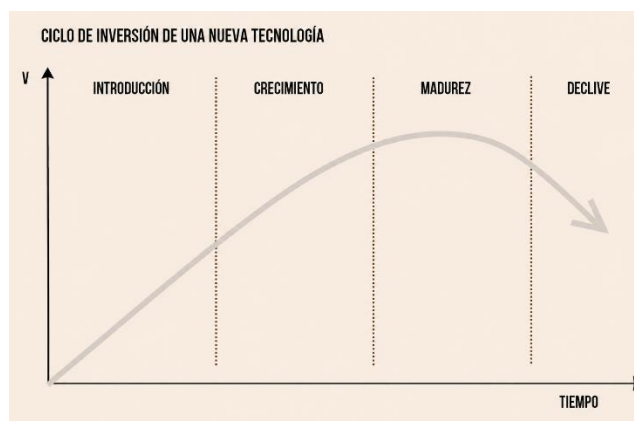
En un entorno en el que el crecimiento de la mayoría de sectores continúa siendo moderado, un reducido grupo de compañías tecnológicas está destinando cantidades de capital sin precedentes a la construcción de centros de datos, capacidad de computación e infraestructura necesaria para desarrollar modelos de inteligencia artificial. Las cinco principales compañías del sector, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y Oracle, invirtieron cerca de 400.000 millones de dólares en este tipo de infraestructuras durante 2025 y prevén elevar esa cifra hasta aproximadamente 800.000 millones en 2026, con estimaciones que apuntan a que el esfuerzo inversor podría acercarse al trillón de dólares en 2027. Por poner esta cifra en contexto, la inversión de 2027 por parte de estas cinco compañías es comparable al PIB de Suiza o Países Bajos, también es algo más del 3% del PIB de Estados Unidos.

Esta inversión masiva está impulsando los beneficios del conjunto del ecosistema asociado, fabricantes de semiconductores, proveedores de redes, sistemas de refrigeración y equipamiento tecnológico, por dos motivos. En primer lugar, la extraordinaria demanda de determinados componentes ha generado importantes cuellos de botella, permitiendo a muchas de estas compañías incrementar sus precios y alcanzar márgenes excepcionalmente elevados. En segundo lugar, una parte muy importante del coste asumido por quienes realizan estas inversiones todavía no se refleja en sus cuentas de resultados, ya que se registra como inversión en activos y pasa a formar parte del balance. Mientras los ingresos derivados de esta expansión ya se reconocen, una parte sustancial del gasto asociado irá apareciendo de forma gradual a través de las amortizaciones de los próximos ejercicios.

Creemos que este aspecto merece especial atención. En nuestra opinión, los beneficios publicados por una parte relevante del sector tecnológico reflejan únicamente una fracción del coste económico necesario para sostener este ciclo inversor. Dicho de otro modo, una inversión equivalente a más del 3% del PIB estadounidense terminará trasladándose progresivamente a las cuentas de resultados durante los próximos años.

Durante las últimas semanas hemos comenzado a observar las primeras señales de que el mercado empieza a prestar mayor atención a esta realidad. El anuncio de Alphabet de un plan de inversión significativamente superior al esperado fue recibido con cautela por los inversores, reflejando que la cuestión ya no es únicamente cuánto crecerán los ingresos asociados a la inteligencia artificial, sino cuánto capital será necesario seguir invirtiendo para mantener ese crecimiento.

Además, creemos que este comportamiento responde a una dinámica habitual en cualquier gran ciclo de inversión. En las primeras fases, la fuerte demanda de capacidad productiva genera escasez, cuellos de botella y márgenes extraordinarios para los proveedores. Sin embargo, a medida que esa capacidad se va instalando y el mercado madura, el crecimiento deja de ser excepcional, aumenta la competencia y tanto los volúmenes de inversión como los márgenes tienden a normalizarse. Nuestra impresión es que nos estamos aproximando progresivamente a esa fase de maduración, mientras que las valoraciones de mercado siguen descontando un escenario de crecimiento extraordinario durante un periodo muy prolongado.



Creemos que, una vez desaparezcan estas dos fuerzas extraordinarias, la prima geopolítica sobre la energía y el excepcional ciclo inversor asociado a la inteligencia artificial, volverán a cobrar protagonismo aquellos sectores y regiones cuya recuperación comenzó a apreciarse durante los primeros meses del año y el pasado año y que continúan ofreciendo, en nuestra opinión, las mejores oportunidades de inversión.

Posicionamiento de los fondos

Importancia de una cartera diversificada

La evolución de los mercados durante los últimos meses ha vuelto a poner de manifiesto la importancia de construir carteras capaces de desenvolverse en distintos escenarios macroeconómicos. La combinación de incertidumbre geopolítica y la extraordinaria concentración de la inversión en torno a la inteligencia artificial ha frenado temporalmente la recuperación que comenzaba a extenderse al resto de mercados a principios de año.

A pesar de ello, nuestra visión de fondo permanece inalterada. Seguimos considerando que ambos factores son transitorios y que, una vez se reduzca la tensión geopolítica y se normalice el actual ciclo de inversión en infraestructuras para inteligencia artificial, volverá a imponerse una política de inversión basada en la selección de aquellos países y sectores que ofrecen las mejores perspectivas de rentabilidad ajustada al riesgo.

Por este motivo, nuestras carteras continúan ampliamente diversificadas tanto por geografías como por sectores, con una exposición reducida al mercado estadounidense y un peso relevante en Europa, Reino Unido y determinados mercados emergentes. Creemos que esta diversificación constituye la mejor herramienta para capturar una recuperación más amplia del crecimiento económico sin depender de un único sector o de una única temática de inversión.

Renta Fija

En renta fija mantenemos un posicionamiento prudente, con una duración reducida y una selección muy exigente de emisores. Consideramos que el comportamiento reciente de las curvas de tipos continúa reflejando un entorno de elevada incertidumbre sobre la evolución de la inflación.

Los tramos cortos de la curva continúan mostrando un comportamiento relativamente sólido. Aunque los bancos centrales mantienen unos tipos nominales elevados, los tipos de interés reales siguen siendo reducidos en buena parte de las economías desarrolladas. Esto permite que las condiciones de financiación continúen siendo relativamente favorables y que el exceso de liquidez acumulado durante los últimos años siga encontrando acomodo en activos de menor duración,

sosteniendo tanto sus valoraciones como unos diferenciales de crédito extraordinariamente estrechos.

La situación es diferente en los vencimientos más largos. En este tramo, los inversores no solo descuentan la política monetaria actual, sino también las expectativas de inflación y de crecimiento para la próxima década. La combinación de elevados déficits públicos, un mayor volumen de emisiones de deuda y la incertidumbre sobre el nivel estructural de la inflación sigue exigiendo una prima adicional para prestar a largo plazo, ejerciendo presión sobre estos activos.

En este contexto, mantenemos un posicionamiento prudente y una duración reducida. Más allá de la rentabilidad que actualmente ofrece la parte corta de la curva, creemos que este posicionamiento nos proporciona una valiosa opcionalidad. Con unos tipos de interés reales todavía reducidos y unos diferenciales de crédito próximos a mínimos históricos, las primas por asumir riesgo siguen siendo limitadas. Preservar liquidez y flexibilidad nos permitirá aprovechar futuras oportunidades de inversión si se producen episodios de volatilidad o ampliaciones de diferenciales, escenarios que consideramos probables a lo largo del ciclo.

La duración de las carteras se sitúa actualmente en torno a los dos años, o aproximadamente un año y medio si excluimos la exposición a bonos ligados a la inflación, cuya incorporación explicamos en nuestra carta anterior. En este contexto, la rentabilidad media a vencimiento de los fondos continúa situándose en torno al 4,5%.

Renta Variable

En renta variable, nuestro posicionamiento refleja la misma idea que venimos desarrollando a lo largo de esta carta. Consideramos que la recuperación observada durante los primeros meses del año no ha desaparecido, sino que ha quedado temporalmente eclipsada por el aumento de la incertidumbre geopolítica y por la extraordinaria concentración de la inversión en torno a la inteligencia artificial.

Por ello seguimos posicionados para un escenario de normalización en el que el crecimiento vuelva a extenderse a un conjunto más amplio de sectores, compañías y regiones. Creemos que, una vez disminuya la prima de riesgo asociada al petróleo y el actual ciclo de inversión en infraestructuras para inteligencia artificial alcance una fase más madura, los fundamentales volverán a imponerse sobre las narrativas de corto plazo.

Nuestra filosofía de inversión permanece inalterada. Continuamos invirtiendo exclusivamente en compañías que entendemos en profundidad, con ventajas competitivas sostenibles, elevados retornos sobre el capital empleado y equipos directivos alineados con la creación de valor para el accionista. Del mismo modo, seguimos otorgando una importancia fundamental al precio que pagamos por cada inversión, incorporando únicamente compañías que cotizan con un margen de seguridad suficiente respecto a nuestra estimación de valor intrínseco.

Creemos que el entorno actual continúa ofreciendo una oportunidad especialmente atractiva para los inversores pacientes. La elevada dispersión de valoraciones entre mercados y sectores sigue permitiéndonos construir una cartera de negocios de gran calidad a precios que, en nuestra opinión, ofrecen un potencial de revalorización muy superior al que actualmente descuentan los mercados. Con todo, el potencial de revalorización de las carteras supera el 80%.

Algunas de nuestras principales áreas de inversión

A continuación, queremos destacar cuatro de los sectores donde encontramos las oportunidades más atractivas y que reflejan con mayor claridad el posicionamiento de nuestras carteras.

Sector inmobiliario europeo

Seguimos manteniendo una elevada exposición al sector inmobiliario europeo, donde, en nuestra opinión, existe una de las mayores discrepancias entre precio y valor intrínseco de todo el mercado. En Reino Unido, las principales compañías de promoción residencial cotizan, de media, en torno a 0,6 veces su valor tangible en libros, niveles que históricamente solo se han observado en periodos de elevada incertidumbre. Sin embargo, muchas de estas empresas mantienen balances extraordinariamente sólidos, con posiciones de caja neta, y están aprovechando estas valoraciones para recomprar acciones, una decisión que, a los precios actuales, genera un importante valor para los accionistas.

Nuestra tesis de inversión, no obstante, va más allá del mercado británico. En buena parte de Europa observamos un déficit estructural de inversión inmobiliaria tras varios años de escasa construcción y elevados costes de financiación. En los países nórdicos, donde el ajuste del sector fue especialmente intenso, ya comienzan a apreciarse los primeros signos de recuperación, apoyados por unos fundamentales que permanecen sólidos y por una progresiva mejora del entorno financiero. En España, por su parte, seguimos encontrando oportunidades muy atractivas en el segmento de oficinas, donde la combinación de activos de elevada calidad y valoraciones significativamente inferiores a su coste de reposición ofrece, en nuestra opinión, un perfil de rentabilidad muy atractivo. Reino Unido representa el caso más extremo de esta tendencia. El nuevo Gobierno ha situado el incremento de la oferta residencial entre sus principales prioridades, en un mercado donde el déficit acumulado de vivienda continúa siendo muy significativo. Creemos que la combinación de una demanda estructuralmente sólida, la progresiva normalización del ciclo inmobiliario y unas valoraciones excepcionalmente deprimidas ofrece un potencial de revalorización muy elevado, superior al 100% en buena parte de nuestras inversiones.

Infraestructura: activos estratégicos con un largo recorrido de crecimiento

Otro de los sectores donde mantenemos una elevada convicción es el de infraestructuras aeroportuarias. Se trata de negocios con ventajas competitivas extraordinariamente difíciles de replicar, elevados retornos sobre el capital y una capacidad muy significativa para generar caja de forma recurrente.

A largo plazo, el crecimiento del tráfico aéreo continúa estando respaldado por tendencias estructurales como el aumento de la renta disponible, la expansión de las clases medias en los mercados emergentes y una movilidad internacional cada vez mayor. Al mismo tiempo, las fuertes barreras de entrada que caracterizan al sector hacen que la oferta de nuevos aeropuertos crezca muy lentamente, reforzando la posición competitiva de los operadores existentes. Creemos que esta combinación de crecimiento estructural, activos de gran calidad y valoraciones atractivas constituye una excelente oportunidad para crear valor a largo plazo.

Activos reales: diversificación frente a un entorno incierto

Mantenemos también una exposición relevante a compañías ligadas al petróleo, oro, plata y cobre. Más allá del atractivo individual de estas inversiones, consideramos que ambas desempeñan un papel fundamental dentro de una cartera diversificada.

Las compañías petroleras nos permiten participar en negocios con una elevada generación de caja y valoraciones atractivas, al tiempo que aportan protección frente a escenarios de tensión geopolítica o de incremento del precio de la energía. Por su parte, el oro continúa siendo uno de los mejores activos para preservar poder adquisitivo en periodos de incertidumbre económica, elevada inflación o pérdida de confianza en las principales divisas. En conjunto, ambas inversiones contribuyen a reducir la dependencia de la cartera respecto a un único escenario macroeconómico.

Consumo en mercados emergentes: crecimiento impulsado por la demografía

Otra de nuestras áreas de inversión con mayor convicción es el consumo en mercados emergentes. Muchos de estos países continúan registrando un fuerte crecimiento de la población, una rápida urbanización y un incremento sostenido de la renta disponible, tendencias que están impulsando el consumo per cápita de bienes y servicios muy por encima del observado en las economías desarrolladas. Nuestra exposición se centra en compañías líderes en sus respectivos mercados, con marcas consolidadas, posiciones competitivas difíciles de replicar y una elevada capacidad para generar caja. Creemos que la combinación de estas tendencias demográficas de largo plazo con valoraciones todavía atractivas ofrece una excelente oportunidad para participar en el crecimiento estructural de estas economías.

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

El Equipo de Abaco Capital.