

Carta primer trimestre 2026

Salmon Mundi Capital cierra el primer trimestre del año con una rentabilidad del +19,2%. Estos meses la cartera se ha revalorizado gracias principalmente al buen comportamiento de Samsung Electronics y de las acciones del sector de materias primas: petróleo, fertilizantes y oro y plata.

Lo más destacado de este trimestre ha sido el comienzo de la guerra en Oriente Medio. El conflicto bélico ha conllevado el cierre del Estrecho de Ormuz, provocando disrupciones a nivel global, principalmente de petróleo (el 20% de la demanda total atraviesa el Estrecho), gas natural licuado (GNL de Qatar), productos refinados (diésel, gasolina y jet fuel) y de fertilizantes (sulfuro, urea y amoníaco).

Además, el reciente aumento del coste del transporte marítimo y del precio de la energía y otras materias primas, han provocado que vuelvan a saltar las alarmas sobre la posibilidad de una nueva ola inflacionaria. Se incrementa la probabilidad de un escenario de estanflación, debido a que tampoco los datos de crecimiento están siendo esperanzadores. EEUU sólo creció en el último trimestre de 2025 un 0,7% (muy por debajo del 4,4% del trimestre anterior), los principales países de Europa (Alemania y Francia) crecieron menos de un 1% y China, ya antes del conflicto, había reducido su objetivo anual de crecimiento a un 4,5%-5% (el más bajo desde 1991). Cuando comenzó el año el mercado descontaba que los principales bancos centrales del mundo bajarían tipos durante el año para estimular las economías, sin embargo, el aumento de las expectativas de inflación está provocando que el mercado descuenta que los mantendrán estables, o incluso que puedan llegar a subirlos, como ya hizo el Banco Central de Australia a mediados de marzo.

La gravedad del conflicto ha quitado relevancia a los problemas que están surgiendo en el mercado de crédito privado (fondos que prestan financiación directamente a empresas). La elevada demanda para retirar el dinero de estos fondos preocupa porque el tamaño de este mercado es considerable, ya que a nivel global está valorado en c\$3,5 trillones americanos, de los cuales \$1,8 trillones provienen de EEUU.

La **estructura de la cartera** finaliza el primer trimestre con un posicionamiento más defensivo. A cierre del 31 de marzo las posiciones largas representaban el 57% de la cartera y las posiciones cortas el 39%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: energía (23%), TMT (18%), oro y plata (7%) y otros sectores (9%). Por otro lado, se mantienen posiciones cortas sobre índices internacionales de renta variable como protección. La distribución de las posiciones cortas era: EEUU (20%), Europa (12%) y otros (7%). La liquidez y bonos corporativos a corto plazo representan el 41% de la cartera.

Se han realizado cambios en la exposición a **metales preciosos**. Tras la subida exponencial de la plata en estos últimos meses, se tomaron beneficios en gran parte de la posición y se

recolocó en oro físico. Gracias principalmente a la menor dependencia de su demanda al sector industrial, el oro históricamente ha tenido un comportamiento más estable en épocas de recesión. Creemos que el oro sigue siendo un activo extraordinario en un periodo de inestabilidad creciente, como el actual. Además, el fuerte repunte de las cotizaciones de las mineras de oro permitió tomar beneficios en este sector, finalizando el trimestre sin exposición a ninguna de estas compañías.

Las **compañías energéticas** de la cartera han tenido un comportamiento excelente y continúan su tendencia alcista desde el año pasado. A pesar del repunte, sigue existiendo potencial en ellas debido a que partían de valoraciones muy castigadas y a que la guerra en Oriente Medio va a marcar un suelo en el medio plazo para el precio del petróleo. A cierre de esta carta el mundo había perdido por este conflicto casi 11 millones de barriles de petróleo al día (entre Iraq, Kuwait, Emiratos Árabes y Arabia Saudí) complicando aún más un equilibrio que ya era tenso entre oferta y demanda. Antes de la guerra se necesitaban reponer cada año 6 millones de barriles al día (5Mb/d de declino natural más un millón de b/d de incremento de la demanda anual).

La evolución de la cotización de las petroleras integradas ha sido considerablemente mejor que la de las compañías de servicios, de ahí que en esta última parte del trimestre haya habido cierta rotación hacia compañías que consideramos que tienen más potencial.

En el sector **TMT** destacamos la buena evolución de Samsung Electronics, que continúa siendo la principal posición de la cartera. Los resultados reportados en el último trimestre han sido los mejores de su historia, debido principalmente al negocio de memoria. Actualmente la demanda de chips de memoria crece muy por encima de la oferta lo que está tensionando los precios, y se espera que esta situación se prolongue en 2026 y 2027, por el auge de la Inteligencia Artificial y por las fuertes inversiones que están llevando a cabo los "hyperscalers".

Bolloré anunció el pasado 17 de marzo que distribuirá un dividendo extraordinario de €1,50 por acción (una rentabilidad del 34% sobre el precio de la acción de aquel día) además del ordinario de €0,08/acción. El dividendo extraordinario se pagará con cargo a los fondos obtenidos de la venta de sus negocios de logística (Bolloré Africa Logistics y Bolloré Logistics). El pago está previsto para finales de junio. A su vez, el consejo de administración de Compagnie de l'Odet, propietaria del 71% del capital de Bolloré, ha manifestado su intención de pagar también un dividendo extraordinario en el segundo semestre de 2026 que represente al menos dos tercios del dividendo que reciban de Bolloré.

Las compañías de **fertilizantes** están siendo una de las grandes beneficiadas del conflicto. No sólo porque prácticamente un tercio de estos productos químicos a nivel global se transportan a través del Estrecho de Ormuz, sino también debido a que los fertilizantes tienen una correlación muy alta con el precio de la energía (sobre todo los nitrogenados con el precio del gas). Salmon Mundi tiene exposición a fertilizantes a través de Nutrien, empresa canadiense líder en este sector, siendo el mayor productor de potasa del mundo y uno de los mayores productores de fertilizantes nitrogenados.

En Salmon Mundi Advisors consideramos que la situación es cada vez más delicada y que la probabilidad de que se produzcan caídas en los mercados está aumentando. Por tanto, se mantiene una estructura de cartera defensiva con **coberturas** hasta que los riesgos se disipen.

Atentamente,

Salmon Mundi Advisors

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante, no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmon Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmon Mundi Advisors EAF, S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.