

## Carta tercer trimestre 2026

Salmon Mundi Capital finalizó septiembre con una **rentabilidad positiva del +19,7% en lo que va de año**, tras subir un 2,4% en el tercer trimestre. Destacamos el buen comportamiento de las petroleras integradas o Nutrien, entre otras, que más que compensaron la caída de la cotización de Bolloré durante estos meses.

Lo más destacado del trimestre ha sido el **continuo repunte de las rentabilidades de los bonos**, especialmente en los tramos de mayor duración. Los bonos estadounidenses, considerados históricamente a nivel global como el activo libre de riesgo por excelencia, han alcanzado niveles no vistos en décadas. El índice de precios del bono del Tesoro de EEUU a 30 años acumula una caída del 60% desde 2020 (en apenas seis años, el índice ha borrado casi veinte años de ganancias). La rentabilidad del bono a 10 años americano alcanzaba (al cierre de esta carta) el 5,27%, máximos desde 2007, mientras que el bono a 30 años se situaba por encima del 5,63%, niveles récord desde 2002. Los inversores exigen cada vez una mayor prima a este activo. Los principales motivos son los enormes déficits fiscales de EEUU, que, de no corregirse la trayectoria actual, podrían situarse en los próximos años en niveles del 7%-7,5% del PIB; la deuda pública americana que ya supera los \$40 billones y el repunte de la inflación, cuya persistencia parece que continuará debido al conflicto de Oriente Medio y a la dificultad por parte de los Bancos Centrales para subir los tipos de forma agresiva y poder atajarla. Aunque la situación no se limita a EEUU. El efecto también se ha sentido en la Eurozona, Reino Unido y Japón, donde los gobiernos están interviniendo para reforzar la confianza y evitar ventas de bonos soberanos.

El fuerte repunte de los rendimientos de los bonos hace que la renta fija vuelva a competir en rentabilidad contra el resto de las clases de activos. Entre ellos contra la renta variable que sigue sosteniéndose cerca de máximos históricos, mientras la expectativa de rentabilidad para los próximos años es cada vez menor, debido a los elevados múltiplos a los que cotiza.

Este cambio en el sentimiento de los inversores hacia la renta fija está generando un entorno considerablemente más complicado para los gobiernos, las familias y las empresas. Durante los últimos años, buena parte del crecimiento económico y de la inversión se ha apoyado en la disponibilidad de deuda y crédito a costes reducidos. Con tipos de interés más elevados, esa financiación se encarece, dificultando especialmente la situación de los agentes con mayores necesidades de capital: desde los estados fuertemente endeudados, hasta los "hyperscalers" con sus programas de inversión enormes vinculados a la IA.

La estructura de la cartera finaliza el segundo trimestre con un posicionamiento defensivo. A cierre del 30 de septiembre las posiciones largas representaban el 60% de la cartera y las posiciones cortas el 40%. La distribución de las posiciones largas por sectores era la siguiente: energía (24%), TMT (12%), oro y plata (6%) y otros sectores (18%). Por otro

lado, se mantienen posiciones cortas sobre índices internacionales de renta variable como protección. La distribución de las posiciones cortas era: EEUU (15%), Europa (18%) y otros (7%). La liquidez y bonos corporativos a corto plazo representan el 40% de la cartera.

El **petróleo** ha sido uno de los grandes protagonistas del trimestre. A pesar de haber atravesado episodios de volatilidad, provocados principalmente por los distintos intentos de alcanzar acuerdos de paz en el conflicto de Oriente Medio, el Brent ha finalizado el trimestre en niveles de \$100/barril. El tránsito de barcos por el estrecho de Ormuz, muy inferior a los niveles anteriores al conflicto, las disrupciones en el mar Rojo y la todavía no resuelta guerra de Ucrania, continúan añadiendo presión sobre la oferta y favoreciendo que el precio del crudo se mantenga en niveles elevados. A ello se suman los bajos niveles de inventarios, tanto de petróleo como de productos refinados, que proporcionan un soporte adicional a los precios. Históricamente, unos inventarios bajos han estado correlacionados con precios elevados del crudo. Según el CEO de Saudi Aramco, en una conferencia del 5 de octubre, "el sistema energético está ya bajo tensión" porque desde el inicio del conflicto se han perdido casi 3.000 millones de barriles de petróleo y se han liberado 1.000 millones de barriles de reservas. Afirmó que reponer inventarios y, al mismo tiempo, satisfacer la demanda, podría llevar hasta dos años.

Las **compañías energéticas** de la cartera se han visto beneficiadas por este entorno, especialmente las petroleras integradas como Repsol y TotalEnergies. En ambas se ha aprovechado la buena evolución de sus acciones para tomar beneficios y aumentar la exposición al sector de servicios petroleros, que consideramos que continúa ofreciendo valoraciones deprimidas a pesar de las buenas perspectivas que se observan para los próximos años. Dentro de este segmento vemos compañías que cuentan con equipos directivos de gran calidad, balances saneados, posiciones de mercado sólidas y valoraciones atractivas.

Un sector a destacar en el trimestre ha sido el de **fertilizantes**. Nutrien es el líder mundial en fertilizantes y el mayor productor de potasa a nivel global. La acción ha tenido un trimestre muy positivo, debido a que se está viendo beneficiada por precios más altos de los fertilizantes, fortaleza del mercado de potasa y tensión en el mercado del nitrógeno. Además, históricamente hay una correlación elevada entre precio de la energía y el precio de los fertilizantes. Es una compañía que se beneficia con respecto a sus competidoras por estar en la parte baja de costes, por tener un negocio más diversificado y porque podría incrementar la producción de potasa con una inversión limitada.

En el sector **TMT** lo más destacado ha sido la venta completa de Samsung Electronics, que había sido hasta hace pocos meses la principal posición de la cartera, tras la fuerte revalorización de sus acciones. Por otro lado, las acciones de Bolloré se vieron penalizadas por unos resultados de Universal Music que decepcionaron al mercado. Seguimos pensando que Bolloré ofrece una propuesta de valor muy interesante.

Las cotizaciones del **oro** y la **plata** siguen en negativo en el año. No obstante, pensamos que son activos que podrían comportarse muy bien a medio plazo, considerando el contexto de incertidumbre actual, la persistente pérdida de poder adquisitivo de las divisas fiduciarias y la pérdida de confianza por parte de algunos bancos centrales en el dólar y los bonos americanos.

En Salmon Mundi Advisors consideramos que la situación económica global es compleja y, por tanto, se mantiene una cartera defensiva y con **coberturas**.

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 comuniqué 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.*