

Carta Semestral 2026

Resultados del primer semestre, lectura de la corrección de metales preciosos y posicionamiento para lo que resta de año

---

Resultados del primer semestre de 2026

Democratic Capital SICAV cierra el primer semestre con una rentabilidad del -**0,49%** y un valor liquidativo de 16,09.

En un semestre en el que el oro ha corregido cerca de un 30% desde sus máximos y las compañías mineras casi un 40%, mantener el valor liquidativo no es un resultado menor, es la traducción directa de la estrategia que anunciamos en nuestra Carta Anual. Dijimos que 2026 sería un año de **diversificación y preservación** de las ganacias obtenidas durante el 2025. El comportamiento de la cartera en estos seis meses confirma que esa hoja de ruta se ha ejecutado.

No medimos un semestre como este por lo que hemos ganado, sino por lo que hemos evitado perder. Cuando el sector de referencia de la cartera durante el pasado año se deja entre un tercio y la mitad de su valor, preservar el patrimonio es, en sí mismo, el objetivo a cumplir.

Adicionalmente, el haber sido capaces de aguantar bien esta corrección nos da la opción de, tal y como explicaremos en esta carta, volver a analizar un sector que conocemos en profundidad y que, tras la corrección, podría volver a presentar oportunidades de inversión



La corrección del oro y las mineras: qué ha ocurrido

El oro entró en 2026 marcando un máximo histórico cercano a los 5.615 dólares por onza a finales de enero. A partir de ahí, el cuadro cambió por completo, al cierre del semestre rozaba los 4.000 dólares. Una corrección del **30%**. El índice de compañías mineras, que amplifica los movimientos del metal, retrocedía un **37%**, con caídas superiores al **50%** en numerosas empresas de pequeña y mediana capitalización.





Fuente: Investing. Datos a 30/06/2026. Precio spot del oro en USD/onza. Índice de compañías mineras: GDX.US Las variaciones mostradas se calculan desde los máximos alcanzados en enero de 2026 hasta el cierre del primer semestre de 2026.



La corrección tuvo causas concretas y detectadas. La escalada geopolítica en Oriente Medio y las tensiones en torno al estrecho de Ormuz empujaron el petróleo por encima de los 100 dólares. Ese shock energético devolvió la inflación estadounidense al entorno del 4% y con la inflación al alza, el mercado retiró de la mesa las bajadas de tipos previstas, llegando a descontar incluso subidas. Tipos reales más altos, sumados a un dólar fuerte, son los dos vientos de cara clásicos del oro.

Creemos que una parte importante de la corrección reciente también responde a un fenómeno que ya veníamos observando durante los últimos meses de 2025 y que nos llevó a reducir de forma significativa nuestra exposición al sector.

A medida que el oro y las compañías mineras acumulaban fuertes revalorizaciones, comenzó a cambiar el perfil del inversor que entraba en el mercado. El movimiento dejó de estar impulsado mayoritariamente por inversores de largo plazo convencidos de la tesis estructural y empezó a atraer un volumen creciente de capital especulativo, con un horizonte mucho más corto, atraído principalmente por la fuerte tendencia alcista.

Este cambio es especialmente relevante porque modifica la naturaleza del mercado. Los inversores de largo plazo suelen construir posiciones de forma gradual y mantenerlas durante años, mientras que el capital más especulativo tiende a concentrarse en movimientos de corto plazo, utiliza con mayor frecuencia apalancamiento y reacciona con mucha rapidez ante cualquier cambio de sentimiento.

Cuando un activo pasa a estar dominado por este tipo de flujos, las subidas suelen acelerarse por encima de lo que justifican sus fundamentales, pero también aumenta considerablemente la probabilidad de correcciones intensas cuando ese capital comienza a abandonar el mercado.



Precisamente esa fue una de las razones que nos llevó a reducir riesgo durante la parte final de 2025 y el inicio de 2026. No porque consideráramos que la tesis de inversión sobre el oro hubiera perdido validez, sino porque entendíamos que una parte importante de las subidas empezaba a estar impulsada más por el exceso de entusiasmo que por una mejora adicional de los fundamentales. Como sabéis, no nos gusta invertir en los "activos de moda".

Nuestra impresión es que la corrección de los últimos meses está permitiendo precisamente la salida de buena parte de ese capital de naturaleza más especulativa. Si esta interpretación es correcta, el mercado podría volver progresivamente a estar dominado por inversores cuyo horizonte temporal es más largo y cuya decisión de inversión descansa sobre los fundamentos del sector y no sobre el comportamiento de las cotizaciones en las últimas semanas.

Paradójicamente, este tipo de procesos suelen ser saludables para los mercados. Eliminan excesos, reducen el componente especulativo y crean un entorno mucho más favorable para volver a construir posiciones con un mayor margen de seguridad.

La flexibilidad, de nuevo, como ventaja

Tal como adelantamos a principios de año, a lo largo del semestre hemos mantenido un perfil de riesgo estrictamente controlado. Materializamos parte de los beneficios de 2025, redujimos la exposición a mineras en los tramos de mayor euforia, elevamos el nivel de caja y apoyamos la cartera en el bloque no direccional (long/short) que incorporamos como elemento estabilizador. Esa combinación es la que ha permitido absorber la corrección del sector sin trasladarla en su totalidad al valor liquidativo. **La capacidad de decidir en cada**



momento nuestro nivel de riesgo, sin la atadura de un índice de referencia rígido, vuelve a demostrarse como el principal activo de la SICAV.

Los fundamentos estructurales siguen intactos

Aunque los precios fluctúen en el corto plazo al compás del dólar y de los rendimientos de los bonos, nuestra tesis de largo plazo permanece intacta. De hecho, los motores estructurales presentan hoy condiciones más extremas que en cualquier ciclo anterior:

- **Compras récord de bancos centrales.** Las instituciones monetarias han superado las 1.000 toneladas anuales tres años consecutivos (con un récord cercano a las 1.240 toneladas en 2025) y han seguido comprando durante la corrección. Es un soporte estructural insensible al vaivén de corto plazo.
- **Un callejón fiscal cada vez más estrecho.** La deuda pública estadounidense ronda ya los 39,3 billones de dólares, con un coste anual por intereses próximo al billón. Esa aritmética limita la capacidad de la Reserva Federal para sostener tipos elevados de forma indefinida.
- **La expansión monetaria como política de facto.** Los grandes bancos centrales han asumido, de forma más o menos explícita, el papel de financiar unos déficits públicos que ya no se sostienen solo con la demanda privada de deuda. Cada episodio de tensión (en los mercados de bonos, en la banca o en la economía real) tiende a saldarse con nuevas inyecciones de liquidez que amplían la masa monetaria. Ese aumento constante del dinero en circulación erosiona, de forma silenciosa pero inexorable, el poder adquisitivo de las divisas. Frente a ello, el oro tiene una virtud que ninguna moneda posee, **no se puede imprimir**. Con una oferta que crece apenas un



1%-2% al año, en un mundo donde la cantidad de dinero se expande mucho más deprisa, su precio medido en esas divisas tiende estructuralmente a subir.

- **Un estado de tensión geopolítica permanente.** El mundo ha entrado en una fase de fragmentación (conflictos abiertos, rivalidad entre bloques, rutas comerciales en disputa y sanciones convertidas en arma habitual) que se ha instalado como norma y no como excepción. En ese entorno, el oro recupera su función más antigua, la de activo neutral, sin riesgo de contraparte y fuera del alcance de cualquier gobierno. Cuanto más incierto e inestable es el tablero internacional, mayor es la demanda de un refugio que no dependa de la confianza en un tercero, y ese es precisamente el terreno en el que el oro no tiene sustituto.
- **La asimetría de la plata.** A través de las mineras nos exponemos también a la plata, un metal con déficit estructural de oferta frente a una demanda industrial creciente e insustituible (electrónica, energía solar, electrificación). En las fases maduras del ciclo, la plata y sus mineras tienden a superar con fuerza al oro.

Un nuevo paradigma que gestionar

Paradójicamente, la severa corrección de estos meses nos ha devuelto a valoraciones que, bajo nuestro análisis, resultan más atractivas que en los meses previos, aunque siguen sujetas a la idiosincrasia del mercado. Mientras el inversor minorista capitula preso del pesimismo, observamos que las ventas forzadas se están agotando y que los grandes fondos institucionales acumulan con calma. No pretendemos adivinar el suelo exacto, de la misma manera que no vendimos toda la posición en el máximo. Esto es imposible. Tenemos la convicción de que, tras la corrección, el binomio rentabilidad/riesgo ha mejorado de forma significativa, sin perder de vista los riesgos inherentes al mercado



Líneas de actuación para el segundo semestre

- Incrementar de forma gradual y selectiva la exposición minera allí donde la asimetría rentabilidad/riesgo vuelva a ser claramente favorable. Actualmente el peso en activos relacionados con el oro y la plata es del 35%.
- Mantener el bloque no direccional (long/short) como estabilizador de la cartera.
- Conservar un nivel elevado de caja, con capacidad inmediata para adquirir negocios de calidad a valoraciones razonables si el mercado ofrece oportunidades.
- Sostener un control de riesgo estricto y adaptable, fiel a nuestra filosofía. Reducir riesgo cuando la codicia domina el mercado y desplegar capital cuando el pesimismo del mercado permita identificar oportunidades concretas, siempre desde una gestión activa y disciplinada del riesgo

Si el primer semestre ha sido un ejercicio de preservación, encaramos el segundo con la liquidez y la tranquilidad necesarias para volver a actuar cuando las probabilidades lo justifiquen.

Consideramos que se están configurando condiciones para construir una cartera con potencial de revalorización, manteniendo, como hemos hecho hasta ahora, una gestión activa y disciplinada del riesgo.

Agradecemos, como siempre, la confianza depositada. Para cualquier aclaración, quedamos a su disposición en info@democratic.es.

Un saludo,

Hugo Casanovas
Presidente Democratic Capital SICAV

Aviso legal: Este documento ha sido elaborado por GESIURIS ASSET MANAGEMENT SGIIC SA (en adelante, "GESIURIS") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del mismo, obtenida de fuentes consideradas fidedignas por GESIURIS. Tiene a su disposición en www.gesiuris.com el folleto y el resto de información legal relacionada. Recomendamos complementar el contenido de este informe con la información legal para la toma de decisiones. Si existen discrepancias, prevalece la información reflejada en los documentos legales. Se debe tener en cuenta que rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Pónganse en contacto con GESIURIS en el supuesto de precisar cualquier aclaración o información adicional. Democratic Capital SICAV nº de registro 3728. Información pública periódica de la CNMV: https://www.cnmv.es/portal/consultas/iic/sociedadiic?nif=A82601824&lang=en