

Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

4T 2025



El presente documento ha sido elaborado por A&G Fondos, SGIIC, S.A. y contiene información relativa a cifras y hechos de mercado. Todos los datos contenidos en este documento están elaborados con exactitud, salvo error u omisión tipográficos.

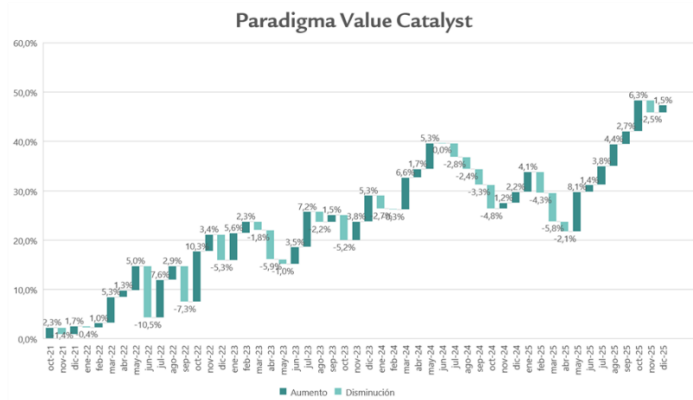
Estimados partícipes,

El 2025 se cerró con un tono positivo. Pero cualquiera que se despertara de un periodo de hibernación, y sólo viera el marcador final, escucharía incrédulo todo lo acontecido este año. La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A), en los últimos tres meses ha sido del +5.2% neto de costes¹**, que nos deja en un **+52.7% acumulado desde el lanzamiento**. El progreso operativo de nuestra cartera es lo que manda al final, y lo que ocupa nuestra atención. Con esta carta periódica intentamos dar la máxima transparencia, para que nuestros partícipes disfruten en lo posible de buena visibilidad sobre los proyectos y sobre el proceso de inversión.

Rentabilidades mensuales					
	2021	2022	2023	2024	2025
Enero		-0,4%	5,6%	-2,7%	4,1%
Febrero		1,0%	2,3%	-0,3%	-4,3%
Marzo		5,3%	-1,8%	6,6%	-5,8%
Abril		1,3%	-5,9%	1,7%	-2,1%
Mayo		5,0%	-1,0%	5,3%	8,1%
Junio		-10,5%	3,5%	0,0%	1,4%
Julio		7,6%	7,2%	-2,8%	3,8%
Agosto		2,9%	-2,2%	-2,4%	4,4%
Septiembre		-7,3%	1,5%	-3,3%	2,7%
Octubre	2,3%	10,3%	-5,2%	-4,8%	6,3%
Noviembre	-1,4%	3,4%	3,8%	1,2%	-2,5%
Diciembre	1,7%	-5,3%	5,3%	2,2%	1,5%
RA*	2,6%	11,8%	12,9%	0,0%	17,9%

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Respecto al mercado, este trimestre el SP500 se anotó un +2.3% en moneda local (y el dólar se mantuvo prácticamente plano), el MSCI World un +2.9%, el Eurostoxx 600 un +6.1% y el índice de emergentes se anotó un +4.3%. El bono estadounidense a 10 años, la referencia libre de riesgo, casi ni se movió con un +0.04% a pesar de las preocupaciones por el impacto de las tarifas sobre la inflación, los niveles de deuda o el dólar. Los protagonistas más reciente, sin embargo, han sido diversas materias primas, respondiendo tanto a dinámicas de oferta y demanda como a lecturas geopolíticas y de confianza sobre la deuda de los gobiernos: el cobre logró un +18% (y +41% en el año), el oro +12.5% (+ 66.5% en el año), o la plata +63.6% (+163% en el año). Poco a poco el mercado va ampliando sus horizontes, y ya no son únicamente unas pocas tecnológicas americanas las que generan sólidas rentabilidades. Al **mercado se le ha ido pasando el miedo**, y el sentido común se va abriendo paso a través de compañías y negocios concretos y diversos, como siempre acaba sucediendo en Bolsa.

El 2026 se presenta con algunos desafíos, principalmente por la elevada valoración de algunos mercados y tipos de activos. Pero igualmente, ofrece un punto de inflexión muy favorable por los impulsos monetarios, fiscales y de inversión privada en múltiples mercados, así como por el fin de la digestión de inventarios en muchos negocios. Las elecciones mid-term en noviembre en EE.UU. serán una referencia durante todo el año – para salir bien en la foto, la tolerancia a los contratiempos será mínima. Finalmente, diversos conflictos se solucionaron en 2025, como el de Israel/Gaza, pero aún queda Rusia/Ucrania, y a la fecha de esta carta, Venezuela, y sobre todo Irán, a buen seguro darán razones para que los expertos se equivoquen, y para que el mercado, como siempre al final, se adapte.

¹ Fuente: Bloomberg, con datos a 31 de diciembre de 2025.

01.

Inversiones y rentabilidad

En el cuarto trimestre del 2025, **Paradigma Value Catalyst (Clase A)** alcanzó una rentabilidad de **+5.2%**, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **telecomunicaciones, tecnología y salud** fueron las principales fuentes de rentabilidad positiva, mientras que nuestra exposición a **petróleo y gas, tubos de acero y gas natural licuado**, nos lastró en este periodo.

A nivel de compañías, **Hynix** ha sido la generadora de rentabilidad más importante, junto con **Zegona y Atalaya Mining**. Por otro lado, **Edreams** fue una sorpresa negativa, mientras que **Kosmos y SOITEC** volvieron a destacar entre nuestras peores posiciones.

Hynix, el segundo mayor fabricante de memoria del mundo, y la líder en memoria DRAM de banda ancha (HBM o high bandwidth memory) para Inteligencia Artificial (IA) voló un **+83% en el trimestre**. Con esto nos colocamos en un **+275% en el año**. El mercado finalmente se ha dado cuenta de lo serio que es el cuello de botella en memoria. Como en cualquier otra tarea en la que esté involucrado un chip, en IA, además de computación, hace falta memoria. Mientras todos perseguían a Nvidia, Microsoft y Google, y a continuación también a AMD, Marvell, y el resto de diseñadores de chips de computación, por alguna razón que se nos escapaba, la memoria permanecía olvidada. Mientras tanto, ésta resurgía de las cenizas de su peor ciclo bajista en décadas, desde noviembre de 2022. Además, la memoria HBM para IA canibaliza la memoria tradicional, en un ratio de 1 a 3 (1 de HBM canibaliza 3 tradicionales, por ahora). Como “lo que no puede ser, no puede ser, y además es imposible”, a partir de junio, y acelerando de manera exponencial a la vuelta de verano, el precio de la memoria se multiplicó por 5-10x según sus diferentes variedades, reflejando que no hay suficiente para todos. La actual escasez no se puede resolver hasta dentro de varios trimestres, o incluso más tarde, si la disciplina entre los fabricantes se mantiene. El impacto en resultados es dramático para los fabricantes. Y como ya sabemos, “donde van los beneficios, va la Bolsa”. Finalmente, nos vimos obligados a vender parte de nuestra inversión, que creció en peso por la rentabilidad acumulada, hasta rebasar el umbral de nuestro mandato. Sin embargo, aún mantenemos una posición importante – a 4.5x ev/ebitda del año 2026, sigue siendo una anomalía de mercado. Como siempre, intentamos aguantar nuestras “inversiones ganadoras” hasta que se cumplan sus catalizadores.

Zegona, la dueña de Vodafone España, logró un **+26.8% en el trimestre**, y alcanza **más de +100%** para nuestra inversión en la compañía. Zegona ha ido cumpliendo todos los hitos que daban forma a nuestra tesis de inversión doble: por un lado, sus resultados operativos han progresado brillantemente, por lo que el negocio ya vale mucho más que hace un año, cuando lo compraron. Por otro lado, la desinversión de sus activos de fibra se ha desarrollado como planearon, lo que ha generado la liquidez necesaria para i) pagarnos un jugoso dividendo el 18 de diciembre, de casi un 12% (pero cerca del 25% respecto a nuestra inversión inicial), y ii) proceder al repago de su deuda con Vodafone Group y cancelar el 69% de las acciones en circulación, de modo que el 31% restante quedaremos como dueños de toda la compañía. De nuevo, vigilamos de cerca el progreso de los catalizadores restantes para gestionar los pesos y los tiempos.

Finalmente, **Atalaya Mining** también repite entre las ganadoras, con su **+37% en el trimestre**, que la lleva a **+144% en el año**. Desde su presentación de resultados en agosto, Atalaya ha sido capaz de ilusionar cada vez más al mercado, por su sólida ejecución este año incluida sus subidas de guías anuales, y también por la fuerte subida del cobre. Nuestra inversión no se basa nunca en predicciones sobre temas tan binarios como el precio de las commodities, excepto para tomar la postura contraria en niveles extremos e insostenibles. A partir de ahí, nos colocamos a favor de la opcionalidad favorable (convexidad positiva, en jerga de mercado), como la que este año ha acorralado la oferta, frente a una demanda cada vez más sólida. Las estimaciones de beneficios para Atalaya siguen muy por detrás de la realidad del mercado en 2026. Y la actual fiebre de fusiones y adquisiciones en el negocio del cobre global (Anglo American – Teck Resources, Rio Tinto – Glencore...y la fallida BHP – Anglo) dan fe del futuro tan prometedor del metal rojo. Quedan catalizadores para Atalaya, y fieles a nuestro proceso, permanecemos como accionistas.

En cuanto a nuestras inversiones más problemáticas, **Kosmos y SOITEC** han cerrado un año para el olvido.

Kosmos, por su lado, ha sufrido un duro castigo, que en gran parte es merecido: **-45% en el trimestre**, y -73% en el año. Aunque ya han acabado de invertir, y avanzan con paso firme en su gran proyecto de gas con BP, Greater Tortue Ahmeyim (GTA), el retraso ha tenido consecuencias negativas para su balance. Además, 2025 ha visto cómo su proyecto Winterfell en el Golfo de México fallaba en dos pozos, y Guinea Ecuatorial se veía forzada a parar unas semanas por averías. Ninguno de estos contratiempos es crítico por sí solo, pero juntos han sido dolorosos. En definitiva, Kosmos debería haber empezado la cosecha, generando mucha liquidez en 2025, y en su lugar ha quemado más caja, lo cual ha hecho crecer su balance de deuda neta, hasta niveles de \$2.9bn. En casos así, el mercado en algún momento cambia el chip, deja de mirar el potencial de las operaciones, y se centra en el riesgo de balance. En nuestra opinión, a pesar de los retrasos, Kosmos tiene palancas para salir adelante, para poder participar aún de la creación de valor de los últimos años. Kosmos se ha mantenido prudente en su gestión financiera, escalonando con cuidado sus vencimientos de deuda para darse margen de maniobra: cero vencimientos en 2025, y a día de hoy, totalmente cubierto el 2026, y a punto de cerrar el 2027. Además, se prepara para vender algún activo no estratégico, e incluso monetizar la inversión que hicieron por adelantado en nombre de los gobiernos de Mauritania y Senegal en GTA. Y por supuesto, sigue siendo clave que la generación de caja del negocio cristalice por fin. Kosmos tiene opciones, pero ya no puede permitirse más retrasos. Lo saben, y su foco es máximo desde hace muchos meses. En nuestra opinión, el riesgo de esta inversión no es binario, y aún vale la pena confiar en el equipo.

Por su parte, **SOITEC** también ha sufrido mucho, con un **-40% en el trimestre**, y un -72.7% en el año. De nuevo, la evolución del negocio explica el castigo, pues el exceso de inventario acumulado ha resultado ser mayor de lo que la propia compañía creía, y la digestión mucho más lenta. Desde la retirada de sus guías anuales en mayo, pasando por los sucesivos reportes trimestrales, el mercado ha perdido la confianza en el equipo gestor, incapaz de dar visibilidad y explicar una hoja de ruta consistente. El ciclo bajista de semiconductores analógicos ha sido mucho más dañino de lo que la compañía creyó posible - durante casi dos años ha pesado más que cualquier otra cosa. Finalmente, se reemplazó al director financiero en junio, y el CEO, Pierre Barnabe, anunció su marcha “por motivos personales” en noviembre, tras poco más de 3 años. Pero no todo es negativo, y lo más importante, el liderazgo tecnológico de SOITEC en materiales de semiconductores, permanece y sigue avanzando. SOITEC es cada vez una compañía más diversificada en términos de mercados y aplicaciones finales, como defendía gran parte de nuestra tesis de inversión. Además, ahora incluye el monopolio para materiales de conectividad óptica en centros de datos e IA. La valoración de SOITEC hoy, no asume un futuro prometedor, y ni tan siquiera una normalización. Mientras su tecnología de materiales mantenga su liderazgo, SOITEC tiene mucho sentido. El nuevo equipo gestor cuenta con un punto de partida mucho más modesto, por lo que nuestra decisión vuelve a ser mantener la inversión.

Finalmente, **Edreams fue una verdadera sorpresa negativa** para nosotros, y nos costó un **-51.7% en el trimestre**. Tras haber cumplido con su exigente plan estratégico fijado en 2021, culminando el cierre de su año fiscal en marzo de 2025, y a pesar de todo tipo de desafíos para el turismo como Covid y el conflicto de Ucrania, la siguiente fase iba a ser una de cosecha, y “más y mejor” de lo mismo. Generando más de un 10% de FCF, y creciendo al 15-20% anual, con una asignación de capital muy sólida, Edreams se presentaba, como mínimo, como un sólido “compounder”, y en el mejor de los casos como exitoso y escalable modelo de suscripción, que en mercado suele cotizar a múltiplos muy elevados. Por desgracia, se vuelve a demostrar que es posible que algo cambie de la noche a la mañana. Edreams ha resultado ser un **error de inversión** por ahora, y como tal, hemos tomado medidas en la cartera. Lo explicamos con más detalle en la sección de errores de esta misma carta.

El camino de nuestra cartera seguirá siendo el de la ejecución operativa de nuestras participadas. Donde vayan sus beneficios irá nuestro fondo, sumado al impulso adicional de la mejora en valoración y el dividendo. Este enfoque, consistente, sencillo e intuitivo, es el que nos ayuda a tener visibilidad y confianza sobre nuestros resultados de inversión futuros.

A cierre del 2025, **nuestra cartera cotiza a 16.3x PER del 2026, 6.4x ev/ebitda, y 4% de dividendo, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 23x PER y 15.3x ev/ebitda o MSCI World a 20x y 13.7x respectivamente**, en ambos casos con peores perspectivas de beneficios y dividendos. Tras el potente movimiento alcista en diversos tipos de activos durante los últimos meses, la selección de compañías concretas cada vez cobra más relevancia. Diversos ciclos se van activando, mientras algunas temáticas agotan su impulso. Hoy más que nunca, es fundamental invertir en proyectos específicos, y evitar temáticas donde las exigentes valoraciones de partida puedan resultar un desafío insalvable para la rentabilidad a medio y largo plazo.

02.

Entrada y salida de inversiones

La rotación de nuestro fondo suele ser bastante baja, aunque este trimestre hemos hecho cambios para reaccionar ante los acontecimientos. Por un lado, hemos tenido que reducir nuestro peso en Hynix, que por sus fuertes subidas amenazaba nuestros límites regulatorios de concentración. Tal venta nos ayudó a tomar algo de beneficios, lo cual puede tener sentido en sí mismo. También tomamos algo de beneficios en Atalaya Mining. Respecto a Zegona, mantuvimos la posición intacta, e incluso reinvertimos el dividendo de diciembre. Por otro lado, la aplicación de nuestro proceso nos llevó a salir de Edreams, a la espera de que su nuevo modelo de negocio madure - les seguiremos de cerca, atentos a nuevos catalizadores.

También iniciamos tres inversiones nuevas, tras seguirlas durante muchos meses. En primer lugar, en una compañía del sector acerero, donde nos beneficiamos del punto de partida tan deprimido que vive su negocio, pero que en breve disfrutará de regulaciones muy favorables a nivel global y en especial en Europa. En segundo lugar, en una compañía adicional de fabricación de medicamentos, castigada recientemente por lo que parecen simples movimientos técnicos de mercado. Y finalmente, una empresa en el sector de lujo, de gestión familiar, y que tras más de 100 años en su negocio, afronta su etapa más actual, preservando su legado al tiempo que renueva y actualiza su estrategia de comunicación y de marca. Estas tres, se unen a las que añadimos el trimestre anterior, y poco a poco van renovando la cartera. A medida que algunas inversiones alcanzan su objetivo, otras toman el testigo, para que nuestra cartera continúe su trayectoria alcista, para que “el todo siga siendo mejor que la suma de las partes”.

03.

Liquidez

Nuestra liquidez en la actualidad se encuentra prácticamente en 0%, a falta de recibir el 8 de enero el cobro del dividendo de Zegona. En próximos trimestres esperamos ir tomando beneficios en algunas posiciones, pero debido a la calidad y cantidad de oportunidades de inversión, es previsible que el saldo de liquidez se mantenga contenido.

04.

Errores

En el capítulo de errores, este trimestre Edreams ha sido un recordatorio de que, incluso estando muy cerca de los negocios y los equipos gestores, las sorpresas desagradables son posibles. Esta es la razón para no perder nunca de vista la construcción de cartera y la gestión del riesgo.

Nos pesan los errores, y los estudiamos con atención para aprender y prevenir en el futuro. En Edreams, nuestro diálogo con la compañía se mantuvo siempre muy abierto y cercano, y nuestro entendimiento del negocio, de todo lo bueno, y también de los riesgos, crecía con cada reporte, cada llamada y cada reunión. Por todo lo anterior, nuestra **sorpresa fue total** ante su anuncio en noviembre, coincidiendo con sus resultados: **cambian su estrategia**, a lo que ellos definen como un modelo más agresivo de crecimiento. Realmente, tras cumplir su anterior plan estratégico, y ante el diálogo continuista con la compañía, no lo vimos venir. El mercado lo recibió muy mal. Haciendo los números, no es evidente que el cambio de estrategia sea positivo. La compañía llegará a un punto parecido al del plan anterior, en 4-5 años, pero a costa de una inversión mayor. **Los flujos de caja se resienten...**la combinación no es ideal, y el mercado en esta ocasión ha sido eficiente y casi instantáneo. Una explicación relevante del impacto negativo parece ser “la agresión” de Ryanair, probablemente ilegal, pero que por el momento impide que Edreams ofrezca sus vuelos

si no acepta un esquema de compensación leonino. Pero el destino del viaje es el que es. El tamaño de la compañía y su **liquidez diaria**, algo contra lo que tanto remó el equipo gestor en los últimos años, deshacen el camino andado, y complican la decisión de inversión para muchos. Creemos en Dana Dunne y su equipo directivo, pero van a necesitar volver a demostrar mucho. Edreams no encaja con nuestro proceso en este punto: carece de catalizador que empuje de manera material su generación de caja y su valoración, al menos durante unos años. El proceso manda, y la decisión se toma prácticamente sola, la de seguir la compañía de cerca, pero ahora desde la barrera.

05.

Reflexiones/Divagaciones

Comienza un nuevo año, y para muchos parece que el contador se resetee a cero. No así para los proyectos de nuestras participadas, ni para nuestra cartera, que trabaja para mantener el impulso ascendente, ajustando y renovando. Sin embargo, muchos expertos en el mercado intentan lo mismo de cada año, predecir crecimientos, tipos de interés, flujos de inversión, temáticas...Gran parte de su energía se sigue centrando en la IA y su posible burbuja, en Trump y sus medidas, y en los activos que más suben, que de repente llaman la atención. Respecto a esto último, vale la pena reflexionar sobre ciertos movimientos exponenciales en mercado, que están relacionados con cambios en la **“sabiduría de la multitud”**, y la cantidad y variedad de **mercados e industrias acorraladas** a día de hoy.

La sabiduría de la multitud (the wisdom of crowds)

Los mercados financieros son el ejemplo más paradigmático de la sabiduría de la multitud. En su libro **“The Wisdom of Crowds”**, Jan Surowiecki desgana cómo es posible que tan a menudo los grupos sean más eficientes, más rápidos y más precisos que el mejor experto por sí solo, en multitud de campos. La Bolsa es una fuente inagotable de ejemplos. Y la conclusión parece evidente – si la multitud que da forma al mercado, es tan rápida y precisa, entonces el mercado debe ser eficiente, y rápido.

Sin embargo, también se puede escribir no un libro, sino una trilogía, con ejemplos que retratan la ineficiencia del mercado. La realidad, como siempre, estará en un punto intermedio. El mercado sí que es eficiente, gracias a la sabiduría del grupo...pero no del todo, no siempre tan rápido. A menudo el mercado es lento. Esta dualidad es la que permite invertir con éxito y consistencia de manera ACTIVA. Pero para ello **hay que hacer algo distinto al resto del grupo**: los **venture capital** invierten muy al principio, en oportunidades ilíquidas y muy binarias, cuando el grupo aún ni se lo plantea; los **private equity** invierten en no cotizadas, y restructuran/apalancan, algo fuera del alcance del grupo; los **cuantitativos** aplican estrategias intradiarias, de alta frecuencia, que el grupo no es capaz de inventar ni ejecutar; los **inversores fundamentales exitosos** pueden ser activistas en sus participadas, o invertir a largo plazo de verdad, a la contra frente al grupo, etc.

Hoy en día, cuando vemos los titulares diarios, cada vez se nota más cómo el mercado **responde de manera pasiva frente a lo que está o deja de estar de moda**: desde hace uno o dos años, lo que domina es la IA y el gasto en defensa; y antes estuvieron de moda el trabajo en remoto y las vacunas, el metaverso, el coche eléctrico, la revolución verde y la sostenibilidad, las impresoras 3D, India, China y países emergentes - globalización, Internet... En breve ocuparán más y más portadas la proliferación de la robótica, y la explosión de la infraestructura espacial...y así, el ciclo de los relatos nunca se acaba. Las redes sociales amplifican las narrativas, que rápidamente se canalizan a través de plataformas de inversión online, pero también a través de miles de fondos y ETF temáticas – el número de ETFs ya supera el de compañías cotizadas EE.UU.

La consecuencia de todo lo anterior, es que el grupo se va alejando inexorablemente de aquello que le hace inteligente: por la creciente dominancia de la inversión pasiva, cada vez hay **menos diversidad** en la composición del mercado (menos tipos diferentes de operadores llegando a sus diversas conclusiones), y **menos independencia** (la rapidez y la violencia creciente de los movimientos del mercado limita la capacidad y el apetito de más y más inversores para invertir a la contra). El mismo impacto que tienen Instagram o Facebook en la felicidad de los que se comparan con

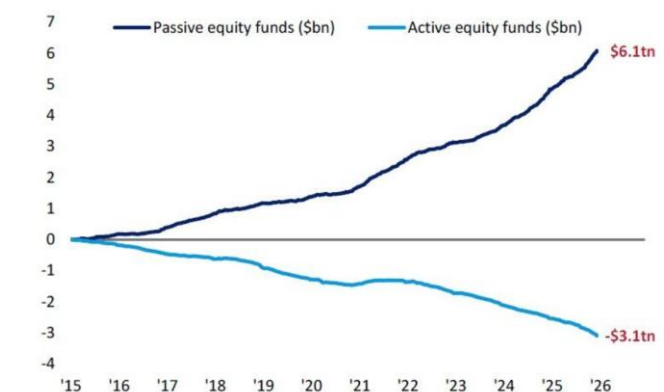
la vida perfecta y filtrada de unos pocos influencers, lo tienen los youtubers de inversión y los titulares temáticos, que hacen creer a muchos en rentabilidades y narrativas cortoplacistas y repletas de sesgos. Los que “pican” se pierden que el sistema está orientado a generar compras y ventas, flujos, comisiones por intermediación e ingresos por publicidad. **El mayor daño lo sufren los que mezclan procesos: compran “momentum”,** o inercia alcista, porque otros también lo hacen y porque lo oyen en las noticias...**y lo mezclan con “largo plazo”.** Pero el largo plazo aquí únicamente asegura la pérdida, pues es cuestión de tiempo que, algo comprado en pico de valoración y de ciclo, empeore en ambos y pierda gran parte de lo invertido. Y así es como el ciclo virtuoso se torna vicioso, hasta que los propios índices dejan de cumplir como diversificadores. Cuanto más suben Nvidia, Microsoft, Amazon, Apple, y Google, más atención acaparan, y más inversores se convencen que a su reciente +100%, le sigue otro +100%. Y así, el SP500 se concentra más y más, y ya depende en un 40+% de estas megacaps.

Exhibit 4: US equity market concentration has increased dramatically



Source: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

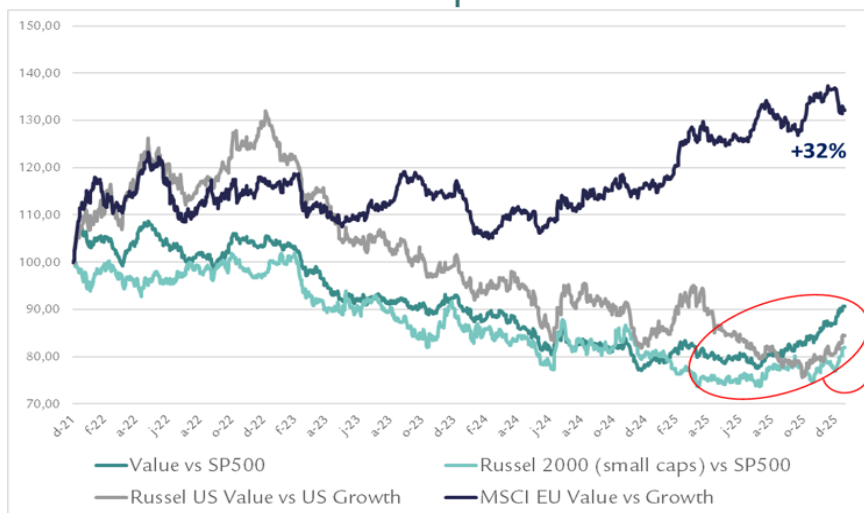
Chart 7: \$6tn to passive vs \$3tn from active equities past 10 years
Cumulative flows to passive vs active global equity funds since 2015



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

Mientras tanto, **la oportunidad** que esta falta de diversidad e independencia **está creando es máxima en otras áreas.** De ello nos aprovechamos los **inversores ACTIVOS**, libres de los anteriores sesgos. Sectores y geografías enteras quedan olvidadas; compañías restructuran sus negocios y sus balances sin que nadie se percate; nuevos proyectos y capacidades empujan con fuerza la generación de caja sin que su valoración lo refleje; nuevos productos se aprueban y se lanzan, y el mercado permanece adormecido...Hasta que de repente, uno tras otro, inversores independientes y diversos vamos uniando los puntos **y se corre la voz. Entonces el mercado reacciona y vuelve a ser eficiente.** Cuando todos los que no prestaban atención, ocupados por los titulares y las narrativas del momento se quieren dar cuenta, llegan tarde, y el ajuste del mercado sorprende en su magnitud y su violencia. Sigue siendo cierto que “todo tarda más de lo que se esperaba, y luego ocurre más rápido de lo que parecía posible”. Aún queda un grupo que no renuncia a la sabiduría – el grupo de los independientes. Ya se va notando su impacto, primero le tocó a Europa, es especial al Value, y más recientemente también a las compañías de menor capitalización.

Inversión ACTIVA - punto de inflexión



Fuente: Bloomberg, Paradigma Value Catalyst

Llegado el momento, **cada inversor deberá elegir** entre el confort de hacer lo mismo que la mayoría, o la independencia con sentido común; **entre invertir de oídas, o en base a un proceso bien definido y que funcione, o de la mano de quien lo tenga.**

Mercados e industrias acorraladas

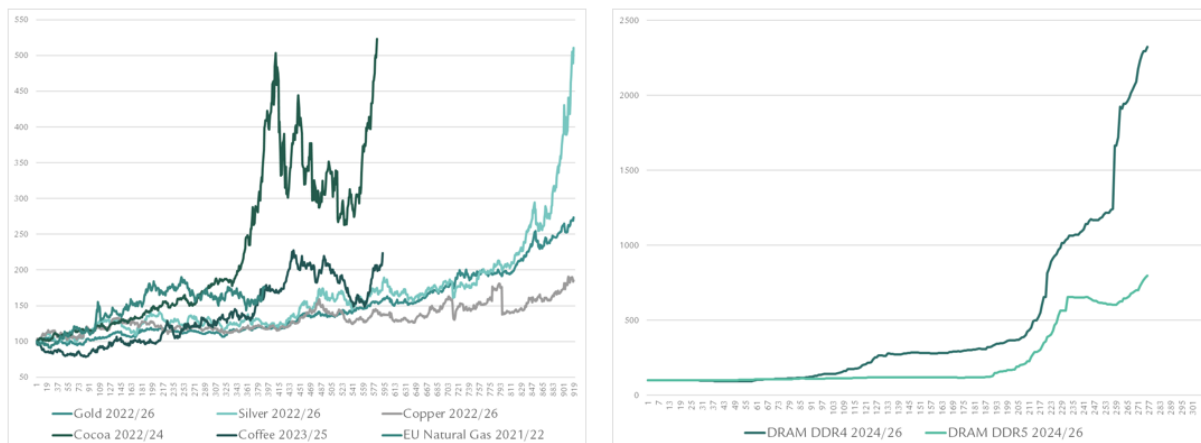
El término **acorralado (“cornered”)**, en mercado, no tiene connotaciones necesariamente negativas. Nuestro primer contacto con él, fue la lectura sobre los hermanos Hunt, quienes en 1979/1980, compraron enormes cantidades de plata física. Con ello, llegaron a controlar c. 2/3 de la oferta disponible para saldar los contratos de derivados que expiraban, y causaron un pánico comprador que llevó la plata desde \$10 hasta \$50. Su historia no acabó bien, pues los reguladores cambiaron las reglas del juego (ni la primera ni la última vez, cuando “la casa” pierde...), causando su ruina. Pero la analogía es relevante: de vez en cuando, hay mercados y activos que quedan por debajo del radar de casi todos, hasta que es demasiado tarde.

Encontrar un mercado “acorralado, o estrangulado” es **el sueño de cualquier inversor**: algo que nadie ha visto aún (**ego intelectual**), que cuando funciona, genera rentabilidades fabulosas (**ego profesional/social**). Los peligros son muchos: desde pasarse de listo (al fin y al cabo, el mercado de tonto no tiene un pelo), hasta que el regulador o el gobierno de turno cambien las reglas, justo cuando tocaba ganar. ¡Nos repetimos todo esto para intentar no olvidarlo!

George Soros y Stan Druckenmiller lograron la gloria inversora acorralando a la libra esterlina en 1992. Michael Burry, John Paulson y algunos otros se beneficiaron del mercado de deuda hipotecaria, acorralado en US hasta 2008/09, y que cayó en la Gran Crisis Financiera. El mismo Warren Buffett en aquellos meses, gracias a un mercado de liquidez seco, tuvo acorralado al mismísimo Goldman Sachs (ampliación de capital de \$5bn con dividendo del 10%, más warrants a \$115/acción). Otros episodios impactantes que hemos vivido fueron el de las acciones de Volkswagen por la familia Piech (Porsche) también en 2008, y más recientemente el gas natural en Europa por la crisis de Ucrania, y los youtubers inversores sobre chicharros americanos (Gamestop y otros), a costa de hedge funds bajistas.

Las reglas del juego son conocidas, pero a veces olvidadas. La reciente incorporación de las redes sociales a la partida, añaden un dudoso componente de manipulación de mercado; pero **la mayoría de los acorralamientos tienen sus raíces en factores fundamentales**. Con frecuencia, las cenizas tras caídas en desgracia previas son un buen caldo de cultivo. Lo **llamativo** hoy, es **la cantidad de acorralamientos que estamos viviendo en los últimos pocos años**: i) la plata y el oro, ii) el cobre, iii) el cacao y el café, iv) la memoria DRAM y NAND flash, v) los relojes de lujo, en especial Rolex, vi) los coches de segunda mano, vii) los barcos petroleros...A nivel inversor, algunos se pueden ver venir, y otros no. En algunos se puede invertir, y en otros no es fácil, lo que explica que la distorsión permanezca en el tiempo. El beneficio de esta opcionalidad (convexidad positiva) es evidente sobre cualquier cartera bien construida, sobre todo si no hay que pagar para poder esperar.

Rentabilidades diarias acumuladas



Fuente: Bloomberg, Paradigma Value Catalyst

Conectando con el punto anterior de esta carta, **por culpa de la falta de diversidad e independencia** en una gran parte del **mercado, cada vez cristalizan más oportunidades, pero sin que tengan fácil solución**. Más y más sectores aparecen estrangulados, por culpa de la falta de capital, que ha pecado de cortoplacista, miope y demasiado comercial desde hace ya varios años. No es fácil aumentar la oferta de cobre, ni de memoria DRAM, ni de plantas para fabricación de productos farmacéuticos. De hecho, **si la IA acelera la innovación**, la **escasez de capacidad productiva** será cada vez más acuciante en múltiples negocios. Tantos y tantos private equities (14,000 tan sólo en EE.UU., o más que McDonalds, según Bloomberg) se enfocaron en renovables, infraestructura, o real estate, a expensas de otras industrias menos visibles, menos “apalancables”; muchas empresas cotizadas se centraron en las temáticas políticamente correctas; y no pocos fondos de venture capital picoteaban de moda en moda, para poder “dar el pase”. Así, cuando finalmente hace falta más oferta, ya no da tiempo. **Sólo precios estratosféricos pueden paliar el exceso de demanda, destruyéndola**. Algunas compañías y gestores con visión, tomaron las posturas contrarias, y van recibiendo su recompensa. A lo largo de los trimestres hemos ido hablando de muchas de ellas, como Hynix, Samsung Electronics, TSMC, Atalaya Mining, Lonza, Golar, DHT, Frontline, etc. Seguimos teniendo unas cuantas más en cartera, para hoy, y para el futuro. Nuestro trabajo es aprovechar estos fuertes vientos de cola, y evitar encontrarnos entre la espada y la pared.

Con estas reflexiones finales nos despedimos hasta la próxima carta trimestral. Agradeciendo una vez más el apoyo y la confianza,

Andrés Allende Rodríguez-Losada, CFA

Gestor del fondo Paradigma Value Catalyst

Aviso Legal

El presente documento contiene información relativa a cifras y hechos del mercado.

La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero o otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.

Esta información está disponible solo con fines informativos y no constituye una solicitud de ningún servicio o producto de inversión y no es una invitación para suscribir acciones o unidades de fondos en este documento. Consulte el Folleto y el DFI para obtener más información sobre este fondo y antes de cualquier suscripción. Un inversor debe realizar su propia evaluación de riesgo y debe consultar si es necesario a sus propios asesores legales, financieros y fiscales, antes de cualquier suscripción.