



Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

1T 2026



El presente documento ha sido elaborado por A&G Fondos, SGIC, 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.

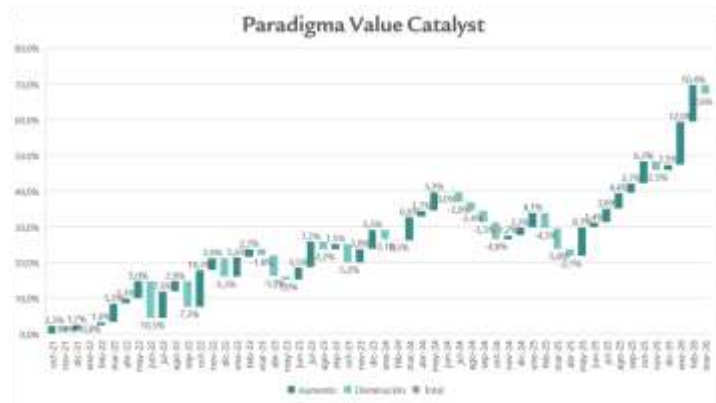
Estimados partícipes,

De vuelta al lío, el mercado en 2026 está haciendo que el año pasado casi parezca aburrido. La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A)**, en los últimos tres meses ha sido del **+20.4% neto de costes**¹, que nos deja en un **+83.8% acumulado desde el lanzamiento**. El progreso operativo de nuestra cartera sigue siendo la clave, es lo que ocupa nuestra atención. De vez en cuando, llega un trimestre en el que el mercado refleja con mayor fidelidad los avances que hasta hace poco eran ignorados. Con nuestra 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	2026
Enero	-0.4%	5.6%	-2.7%	4.1%	12.0%	
Febrero	1.0%	2.3%	-0.3%	-4.3%	10.4%	
Marzo	5.3%	-1.8%	4.6%	-5.8%	-2.6%	
Abril	1.3%	-5.9%	1.7%	-2.1%		
Mayo	5.0%	-1.0%	5.3%	6.1%		
Junio	-10.5%	3.9%	0.0%	1.4%		
Julio	7.6%	7.2%	-2.8%	3.5%		
Agosto	2.9%	-2.2%	-2.4%	4.4%		
Septiembre	-7.3%	1.5%	-5.3%	2.7%		
Octubre	2.3%	10.3%	-5.2%	6.3%		
Noviembre	-1.4%	3.4%	3.8%	1.2%	-2.5%	
Diciembre	1.2%	-5.3%	5.3%	2.2%	1.5%	
RA*	2.6%	11.8%	12.9%	0.0%	17.9%	20.4%

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Respecto al mercado, este trimestre el SP500 se anotó un -4.6% en moneda local (aunque el dólar devolvería un +1.6%), el MSCI World un -3.9%, el Euro Stoxx 600 un -1.5%, mientras que el índice de emergentes se mantuvo casi inalterado con un -0.5%. El bono estadounidense a 10 años, la referencia libre de riesgo, se dejó un -1.4%, ante las dudas respecto a la inflación y el gasto público, si el elevado precio del petróleo desencadena “estan-flación”, y sin que aún esté actuando como activo refugio. El principal protagonista del trimestre, por la guerra desatada en Irán, y el consecuente bloqueo del estrecho de Ormuz, ha sido el petróleo (Brent +91%), junto con el gas natural en Europa (+96%). A pesar de todo, hablamos del precio de los futuros a más corto plazo, mientras que aún el mercado asume el escenario de una pronta normalización. El escenario opuesto hace demasiado daño a demasiados actores, incluyendo muchos que para nada están involucrados en el conflicto, como para que el mercado le dé credibilidad – por ahora. Al contrario que el año pasado con las tarifas, este año **¡parece que el mercado no le tenga miedo a nada!**

El 2026 presentaba desafíos importantes. Y ahora otro más, la guerra en Irán y el riesgo que supone, **no sólo para el coste, sino para el mero abastecimiento** energético global. Pero si las piezas se encajan lo suficientemente pronto, lo anterior no debería descarrilar el favorable punto de inflexión que esperábamos, 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. son una referencia cada vez más apremiante. Y para salir bien en la foto, el presidente Trump y sus colegas republicanos no se pueden permitir un conflicto enquistado, un precio del petróleo a más de \$100/barril y una espiral inflacionista, que torpedean la línea de flotación de todo lo prometido en su campaña presidencial de 2024. Los incentivos normalmente mandan; y estos apuntan a la resolución de esta guerra. Y con ello, habríamos avanzado otro paso más en el encaje geopolítico. Sólo Ucrania, y tal vez Cuba, quedarían pendientes en este ciclo. Esperemos que así suceda, para bien de todos.

¹ Fuente: Bloomberg, con datos a 31 de marzo de 2026.

01.

Inversiones y rentabilidad

En el primer trimestre de 2026, **Paradigma Value Catalyst (Clase A)** alcanzó una rentabilidad de +20.4%, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **petróleo y gas, tecnología y transporte marítimo** fueron nuestras principales fuentes de rentabilidad positiva, mientras que nuestra exposición a **tubos de acero, lujo y materias primas** supusieron un ligero lastre.

A nivel de compañías, **Kosmos Energy** es la que más suma en el trimestre, seguida de **Golar**, y en tercer lugar **Bluenord**. Por el contrario, **Atalaya Mining, Tencent y Tubacex** fueron las peores a nivel individual.

Kosmos Energy ha sido por fin capaz de cruzar su particular Rubicón. Y como casi siempre, los catalizadores operativos se acaban reflejando en las valoraciones, como de nuevo ha sido en este caso, con su +206% de rentabilidad en el trimestre. **Kosmos Energy**, descubrió el mayor yacimiento de hidrocarburos en África en 2015, en la frontera de las aguas territoriales entre Mauritania y Senegal – Greater Tortue Ahmeyim, o GTA. Y desde entonces ha trabajado de manera incansable para lograr socios fiables (62% vendido a BP en 2016), aprobar el comienzo de la construcción del proyecto (2018), hasta lograr su finalización en 2025. Por el camino hubo que superar obstáculos formidables, como Covid, y también hay que decirlo, la falta de foco de algunos de sus socios, distraídos por algunas de las temáticas medioambientales más cortoplacistas. Mientras tanto, **Kosmos** además pudo ejecutar inversiones oportunistas en US, Guinea Ecuatorial y Ghana, muy exitosas (recuperando lo invertido en 1-2 años), y que les ayudaron a diversificar sus riesgos regionales. El problema para **Kosmos** fue uno de “indigestión”. Por su tamaño relativamente pequeño, y por su carácter de “socio-no-operador”, se encontró expuesto a las decisiones y los ritmos de inversiones de sus “socios-operadores”. Cuando **la ejecución de algunos de ellos se ve afectada por otros motivos**, como **el foco en ESG de BP, o los problemas de balance de Tullow Oil en Ghana**, el resultado final siempre son retrasos, que a su vez conllevan inversiones por encima de lo presupuestado. La consecuencia ineludible para **Kosmos** fue el **retraso en la generación de caja, y por ello, la acumulación de deuda**. A pesar de sus precauciones, como se aprecia en el progresivo secuenciamiento de su deuda, la solidez de su balance se acabó resintiendo. De este modo, a mediados del 2025, **el mercado cambió su foco**, dejando de lado la ejecución operativa, **para enfocarse en la supervivencia del balance**.

Nuestro estrecho contacto con la compañía nos ayudaba a entender la variedad de palancas disponibles para **Kosmos** para salvar el “match point”. **Por proceso y por gestión del riesgo, nuestra decisión era mantener la posición, que se diluía como un azúcarillo por las caídas, pero preparando el movimiento de compra para cuando resolvieran sus catalizadores concretos:** la refinanciación del 2027 (ya que el 2026 se refinanció con éxito el pasado año), así como la extensión de las cláusulas de su deuda revolving. Además, esperábamos noticias sobre la venta de algún activo secundario, todo ello para acelerar la reducción de deuda y apuntalar el balance. Y por supuesto, mientras tanto, nos darían noticias sobre sus actividades de perforación petrolífera, en base al reciente análisis sísmológico, el más avanzado del mundo, y la producción de gas en GTA. El 7 de enero la compañía actualizó al mercado sobre sus operaciones, y sobre la exitosa extensión de su licencia en Ghana, pero además dejaba entrever el gran apoyo con que contaba por parte de sus bancos. Y el 12 de enero, **Kosmos** confirmó la refinanciación del 2027. Con estos anuncios comenzó la recuperación, y **nosotros añadimos a nuestra posición, según lo planeado**. En febrero, **Kosmos** anunció la venta de sus activos en Guinea Ecuatorial. Y finalmente, en marzo, **anunció una ampliación de capital**, algo que habíamos discutido con ellos como deseable, siempre que fuera por una cuantía moderada, para eliminar cualquier preocupación financiera, y lograr que el foco del mercado regresara a las operaciones. Y con ésta, aprovechamos para invertir más.

La guerra en Irán ha echado gasolina al fuego de **Kosmos**, acelerando la generación de caja que fortalecerá el balance aún más. De cara a futuro, esperamos que **Kosmos** siga generando mucho valor, pues estimamos c. **\$200MM de caja por cada \$10/bbl por encima de \$55/bbl Brent**. Sumado a la ampliación de capital, y la venta de Guinea Ecuatorial, **Kosmos debería generar más de \$500MM de caja en 2026**, cambiando el perfil financiero de la compañía por completo. En sus próximos resultados también sabremos más sobre su programa de coberturas, que seguramente les ayude a garantizar precios de venta de petróleo elevados, y resultados aún mejores. A cierre del trimestre, mantemos una posición relevante, a pesar de haber reducido gran parte de nuestro peso, en previsión del probable acuerdo de

paz en Irán, que muchos tal vez usen como excusa de toma de beneficios, pero atentos por si se da la oportunidad de reinvertir.

Respecto a **Golar**, que se apuntó un **+45%** en el trimestre, el progreso operativo permanecía ignorado por el mercado, e incluso tuvimos la oportunidad de aumentar nuestra inversión en noviembre a niveles de auténtico saldo. Todo lo logrado desde verano del 2024, y confirmado en 2025, parecía no importar a un mercado obsesionado con la IA, o con cualquier otra temática del mes que marcara el ritmo de los flujos de inversión pasivos. En febrero, Golar vino a Madrid a ver a algunos de sus inversores, y repasamos los avances, y las incertidumbres, la miopía del mercado y su visión de medio y largo plazo. Con la reciente confirmación de sus contratos en Argentina, Golar aspira a un **ebitda contractual de c. \$900MM a partir del 2029, ya firmado, y para los siguientes 20 años**, frente al \$242MM logrado en 2025, a cambio de invertir apenas \$1.45bn más de capex. A esto, hay que sumarle la convexidad de un contrato que les paga \$100MM extra por cada \$1 de subida del precio del gas embarcado, a contar desde \$8/mmbtu (hoy en Europa está a c. \$12). Si la Bolsa va donde van los beneficios, aunque sea lenta, será eficiente, e impulsará a Golar con fuerza hacia arriba. Seguramente el conflicto en Irán ayudó a muchos a darse cuenta del valor y el poder diversificador que encapsula esta compañía, pionera en GNL a nivel global, más allá del estrecho de Ormuz. Su fundador y su equipo directivo saben lo que se traen entre manos, y van a hacer todo lo posible para que el valor intrínseco logre estar bien reflejado – ello incluye la búsqueda de alternativas estratégicas, como evidencia el reciente mandato otorgado a Goldman Sachs para ese fin. Mantenemos nuestra posición en Golar, una de nuestras inversiones de mayor convicción.

Por su parte, **Bluenord** logró un **+26%** en el trimestre, y aún es claramente menos de lo que merece. Desde el re-inicio en 2025 de la producción en su campo en Dinamarca, Tyra, estratégico para todos en la UE por su producción de gas, las cosas de palacio han ido más despacio de lo planeado – los proyectos de energía en el mar distan mucho de la tranquilidad de las hojas de excel. Pero poco a poco se van superando los contratiempos por las reconexiones de antiguos pozos, los compresores, la climatología etc, y finalmente nos acercamos a la producción objetivo, que multiplica por dos el punto de partida previo. **Lo segundo más importante** es que la geología se está comportando extremadamente bien, y con tan sólo el 75% de los pozos conectados ya estamos casi en máximos de volumen. Tyra es un campo maduro y nadie esperaba sorpresas, pero siempre es bueno confirmar con hechos. Finalmente, **lo más importante** en nuestra opinión es que, a pesar de los retrasos, **el equipo gestor ha hecho exactamente lo que prometían, e incluso más: en 2025 nos pagaron un dividendo de \$391MM (26%), con otros \$115MM pagados en marzo (8%), y estimamos pagos de al menos \$460MM con cargo a 2026 (31%)**. Mientras tanto, además han limpiado la estructura financiera de la compañía, eliminando su convertible sin incurrir en dilución accionarial, y han conseguido renovar su estructura de accionistas desde un 70% de inversores históricos hasta el 15% actual, sin que sufra la cotización. Bluenord aún no ha reflejado en precio un escenario favorable para sus precios de petróleo y gas por la guerra de Irán, a pesar de haber fijado niveles de venta con coberturas para el 100% del 2026 a muy buenos niveles. Así pues, mantenemos nuestra inversión en Bluenord, una de nuestras principales posiciones. En 2026, sus catalizadores más importantes serán la estabilización de Tyra, el pago de dividendos tal vez más elevados de lo que espera el mercado, la refinanciación de su bono BNOR16 – que habría limitado el dividendo a partir del 2027, y finalmente, una nueva política de remuneración al accionista. Bluenord cotiza a 25-30% FCF yield, y además nos lo paga – es más que probable que el mercado se dé cuenta, y además del dividendo, nos recompense con una mejor valoración.

Sobre **Atalaya Mining**, que corrigió un **-17%** en el trimestre, poco tenemos que contar. La caída seguramente tiene mucho más que ver con motivos técnicos de mercado – toma de beneficios tras un gran 2025 y un comienzo de año estelar –, tal vez con la excusa de la guerra de Irán. Su publicación de resultados en marzo también se pudo usar como excusa para terminar de purgar el rally previo, tras su indicación de costes ligeramente al alza en 2026, y por la espera, que se sigue alargando para el proyecto en Pontevedra, Touro. Sin embargo, con **el precio del cobre de vuelta casi a sus máximos** a día de hoy, el progreso lento pero seguro de Touro, y **la situación global de oferta de cobre tan ajustada**, Atalaya sigue ofreciendo un potencial verdaderamente sólido, y una opción casi única – es la segunda mayor minera pura de cobre del FTSE, a un gran descuento sobre la primera, Antofagasta. Con las caídas aprovechamos para reinvertir parte de lo que retiramos en meses anteriores, y esperamos con anticipación los avances del 2026.

Tencent también corrigió un **-17%**, a pesar de la solidez de sus resultados, que cerraron el 2025. Sus ventas siguen creciendo con fuerza, al 14%, y además expande sus márgenes. Lo más significativo en nuestra opinión, es que lo que más crece es aquello que ya se está beneficiando de la IA. Dentro de su **increíble ecosistema, que sirve a más de 1,000MM de usuarios**, a través de móviles, PCs y servidores en la nube, Tencent no cesa en su empuje que **demuestra**

aplicaciones reales para desarrollar más y mejor con IA (juegos domésticos e internacionales, servicios y aplicaciones profesionales, nuevas aplicaciones), ajustar mejor sus servicios y su oferta a sus usuarios y clientes (marketing mejor enfocado, y creciendo al 19%), y todo ello mejorando la generación de beneficios por el mayor valor añadido y el peso creciente del desarrollo interno. Y sin embargo, parece que Tencent aún no ha empezado casi a exprimir su limón, y sigue más ocupada en levantar barreras más altas y más sólidas alrededor de su ecosistema. En un gran ejemplo empresarial, y de foco en el medio plazo, Tencent **va a invertir al menos el doble** en 2026 en proyectos de gran crecimiento y ROCE, aunque la foto del año aún no pueda demostrar con cifras lo que logrará en la línea de meta dentro de pocos años. Adicionalmente, **propone incrementar el dividendo un +18%**, señal de disciplina y buen gobierno, en nuestra opinión. El mercado, recientemente no recompensa apuestas así por compañías de su perfil, como también se aprecia en la reciente devaluación de algunas de las Magníficas 7 en EE.UU. Pero nuestra inversión en Tencent se mantiene, e incluso **aprovechamos alguna de las caídas recientes para incrementar ligeramente**. Con Tencent, tenemos una inversión extremadamente sólida, que además siembra para la que seguramente llegue a ser la mejor posición de mercado que haya tenido nunca, a una fracción del valor intrínseco de la compañía. Realmente, es difícil sobrevalorar la opcionalidad de Tencent y todas sus participadas, que vienen con ella.

Finalmente, **Tubacex** cayó un -15% en el último trimestre. Lo cierto es que la compañía sigue “atascada” dentro de un rango de valoración, que en cualquier caso es atractivo, debido a que su negocio también se encuentra en cierto stand-by. El mecanismo del mercado no está funcionando del todo mal esta vez. Debido al ruido de los aranceles en EE.UU., muchos proyectos de inversión que se planeaban para el 2025, se fueron retrasando, y el impacto para una parte importante de Tubacex desmereció el despegue de su gran contrato en Abu Dhabi. A continuación se desató la guerra en Irán, lo cual hizo poco por mejorar la visibilidad de los que deciden si comprometen miles de millones en infraestructura industrial. Tras intercambiar impresiones con su nuevo CEO, Josu Imaz (ex CAF), en febrero, que tomó el relevo de Jesús Esmoris, ya hace muchos meses, y en un punto dulce de la historia de la compañía, nuestra impresión sobre los planes de la compañía es realmente positiva. La cultura de la empresa se mantiene, conocedores de la importancia de preservar la credibilidad de su mensaje frente a clientes y competidores, pero también frente a inversores. Para Tubacex, a pesar de la interrupción geopolítica, y el relevo al timón del barco, poco o nada ha cambiado: siguen siendo cada vez más líderes en sus mercados, cada vez con más valor añadido. La prueba del algodón no engaña – **a pesar del parón en casi el 40% de su negocio, en ocasiones al -50% de su capacidad, la compañía ha conseguido mantener las ventas y la generación de caja en 2025, con márgenes cercanos a sus máximos históricos**, gracias a la diversificación en nuevos y mejores segmentos. Es casi seguro que revisarán sus guías para el 2027, que fijaron allá por noviembre de 2023 – no llegarán al objetivo de ventas ni de ebitda marcado. Pero todos en el mercado lo saben, así como las razones del retraso. La atención se centra ahora en su próximo día del inversor, probablemente antes de verano, y en cómo de rápido se pueden acelerar sus mercados para instalaciones nucleares, aeroespaciales, e incluso el de gas y petróleo en US. Pero **además, la reconstrucción de Medio Oriente tras la guerra de Irán probablemente aporte un negocio con el que antes no contábamos**. Y como **soñar** es gratis, hasta es posible que se reactive el **antiguo proyecto de Tubacex en Irán**. Por todo lo anterior, Tubacex fue otra de las compañías en las que incrementamos la inversión durante sus caídas.

La suma de **nuestras mejores y peores compañías, debería traducirse en un fondo cuyo valor liquidativo ascienda, trimestre tras trimestre, año tras año, aunque en modo alguno de manera lineal**. A diferencia de la inversión en compañías individuales, que cuando alcanzan su objetivo de proyecto y rentabilidad, han cumplido y deben ser “cosechadas”, un fondo es la materialización de esa cosecha. Su **objetivo es precisamente el empujar su valor liquidativo hacia máximos cada vez más altos, al tiempo que renueva su cartera de inversiones para que cuente con compañías al principio de su recorrido, e incluso alguna en mínimos**. Esa es nuestra situación de cara al resto del 2026 – contamos con una parte importante de la cartera que aún no ha contribuido a nuestra rentabilidad (salud, algunas de materias primas, lujo, etc), pero sobre las que nuestra visibilidad sobre sus catalizadores nos da gran confianza para los próximos trimestres y años.

A cierre del primer trimestre de 2026, **nuestra cartera cotiza a 12.1x PER del 2026, 6.4x ev/ebitda, y 5% de dividendo, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 21.8x PER y 14.7x ev/ebitda o MSCI World a 20.2x y 13.5x respectivamente**, en ambos casos con peores perspectivas de beneficios y dividendos. En el mercado ya hemos visto mucha rotación, y algunas de las compañías más populares de antaño, han dado paso a nuevos sectores y temáticas. En momentos de cambio tan traumático como el que vivimos, sigue siendo fundamental invertir en proyectos específicos, y evitar dejarse llevar por los titulares, que distorsionan las verdaderas fuentes de rentabilidad a medio y largo plazo.

02.

Entrada y salida de inversiones

Nuestro proceso de inversión, estructurado en torno a proyectos operativos y catalizadores concretos, por definición suele limitar la rotación de la cartera – hasta que no se cumplen los hitos, no suele hacer falta cambiar las inversiones. Sin embargo, cuando el mercado vive periodos de volatilidad inusuales, somos pragmáticos, y en ocasiones podemos hacer ajustes. En los últimos meses vendimos sólo tres compañías. **Tomamos beneficios en Tokai Carbon Korea**, gran beneficiaria de la fabricación de memoria a nivel global, tras lograr una rentabilidad estelar con la que damos por cumplido nuestro objetivo. De igual modo, tomamos algo de beneficios en **Zegona**, por la gran rentabilidad lograda, pero en su caso también para aumentar la exposición a algunas compañías, en distintos sectores, castigadas injustamente por la guerra de Irán, y que nos darían la oportunidad de aspirar al rebote táctico si viene, o al retorno a medio y largo plazo sobre el que cada vez tenemos más visibilidad. Finalmente, **vendimos nuestra posición en Soitec**, tras un fuerte rebote desde sus mínimos. Aunque nos sigue entusiasmando su tecnología y su posición en el mercado de materiales de semiconductores, nos parece que el potencial de su negocio de conexión óptica, cada vez más vital en centros de datos, es de impacto aún demasiado pequeño como para compensar el riesgo de digestión de inventarios en su negocio principal, de radio frecuencia para móviles, donde el coste de la memoria está siendo un problema. Soitec ha seguido subiendo, y la observamos asombrados, mientras la inversión temática toma el control, y reconocemos que desafortunadamente no somos capaces de participar en movimientos así, **donde la visión domina a la ejecución**. En la parte de las inversiones, **mucho de lo vendido se reinvertió en nuestra propia cartera**, en compañías de fabricación de medicamentos, medtech, cobre, ingeniería, y hasta petróleo y gas, **cuando se dio la oportunidad**.

03.

Liquidez

Nuestra liquidez en la actualidad se encuentra en 1.8%, como resultado neto de las ventas y las reinversiones recientes, durante las caídas. En próximos trimestres es probable que tomemos beneficios en algunas compañías que van llegando a su punto de destino, intentando perpetuar el movimiento alcista del fondo a base de compañías en mínimos. Por la calidad y cantidad de nuevas oportunidades de inversión, es previsible que el saldo de liquidez se mantenga contenido.

04.

Errores

En el capítulo de errores, este trimestre ha sido bueno también en este apartado. Tal vez Soitec podría ser un error de omisión, y nos duele, por dejar de ganar dinero para el fondo, tras tantos meses de espera. Sin embargo, **lo que más importa es el proceso – y lo que buscamos es ejecución, más que una visión**. El mercado nos tienta y nos confunde de vez en cuando, con movimientos alcistas y bajistas. El proceso es lo que nos protege y mantiene la estadística a nuestro favor.

05.

Reflexiones/Divagaciones

Con el cierre del trimestre, una simple frontera psicológica, que corta lo que en realidad es el hilo continuo de la historia reciente, y con la **inmediatez de la atención** en los tiempos que corren, existe el **peligro de perder la perspectiva**. Con la urgencia de la guerra de Irán, que amenaza el precio del petróleo y la energía en el mundo, ya casi ni nos acordamos de que hace pocas semanas Groenlandia y las tierras raras ocupaban todos los titulares, como lo hizo durante pocos días la captura de Maduro. Los “más financieros” también vimos la subida exponencial del oro y la plata, y su posterior caída, la peor en 40 años, el creciente riesgo por los fondos de crédito privado, y la preocupación por la debilidad del dólar en caso de un “Mar-a-Lago Accord”, similar al Plaza Accord del ’85. Mientras, en Japón su primera ministra Sanae Takaichi logró una super mayoría y parece seguir los pasos de su homóloga en Italia, Meloni. Finalmente, la IA acelera hacia su “velocidad de escape”, con los agentes de IA, y hasta el Pentágono toma nota, como evidencia su disputa con Anthropic.

Todo esto, y mucho más, ha ocurrido tan sólo en tres meses. Cada uno por separado puede sorprender. Pero todos juntos van pintando una especie de cuadro impresionista, que se ve mejor alejándonos unos pocos pasos, y donde el **hilo conductor es claro en nuestra mente: la importancia del foco en el medio y largo plazo**, no sólo para invertir, sino **para casi todo en la vida**, incluido al negociar, al aceptar sacrificios a corto, y muy especialmente, para gobernar por el mayor bien común. Algunos países se van re-enfocando en esta dirección.

Timing

Si alguien aún albergara dudas, y pensara que el timing es una estrategia/proceso de inversión válido, este último trimestre debería haber ayudado a aclararlas: no lo es. Toda la potencia económica e intelectual de los mejores inversores globales, concentrada como un láser en cambiar el posicionamiento a favor o en contra, al son de los titulares sobre aranceles en US (cancelados por el supremo en febrero, pero con alternativas activadas inmediatamente), la inversión en IA, el oro y la plata, mercados europeos vs americanos, small-caps vs large-caps, inversión quality vs value vs growth,...y finalmente guerra en Irán vs paz, estrecho de Ormuz cerrado o abierto... No hay más que leer los informes de inversión de las casas más reputadas para ver cuántos **se empeñan en recomendar timing a diestro y siniestro, sin dejar de dar palos de ciego**. Lo más dramático es que el timing, estrategia de inversión fallida sobre la que ya hemos explicado nuestra opinión en anteriores cartas, tiene alternativas válidas, con las que se puede generar valor para el que paga la factura final de todo el sistema, el cliente. En vez de intentar adivinar cada movimiento, cada decisión, cada alto el fuego, cada subida o cada bajada, **la inversión a medio o largo plazo sí que puede lograr resultados satisfactorios**. Igual que en un viaje en coche, lo importante es llegar desde A hasta B, y no tanto adivinar cada curva.

TACO

El acrónimo **TACO (Trump Always Chickens Out)** ha ganado notoriedad en los últimos trimestres. Se usa a menudo, cada vez que Donald Trump cambia de opinión, o cada vez que cede en una negociación. Se usa en términos peyorativos, tal vez esperando que llegue a oídos del presidente, e influya en sus acciones – como Marty McFly en Regreso al Futuro, que entraba al trapo cuando le llamaban “gallina”. Con estas líneas, no es nuestra intención atacar ni defender a Trump, sino más bien **aportar un enfoque objetivo que a veces echamos en falta**.

En nuestra opinión, TACO es a menudo un signo de rechazo hacia el presidente americano, por parte de los que más usan el término. Pero desde el punto de vista de un inversor, **lo peligroso es perder la neutralidad emocional, y que afecte a las decisiones de inversión**. Trump, un “animal más económico que ético”, falla en las formas (aunque con la guerra de Irán, puede que empiece a fallar también en el fondo - prometió a sus votantes no-guerras, e inflación baja...). Pero se puede invertir en torno a bastantes de sus mensajes, que por ahora han sido principalmente sobre planes económicos e industriales, y relativamente predecibles y fiables (America first, reconstruir industrias críticas, desregulación, empleo local, inflación a la baja, etc).

En segundo lugar, TACO **define flexibilidad y capacidad de negociación**. Por definición, TACO es como se negocia en cualquier campo: para comprar un piso, un coche de segunda mano, un alquiler vacacional, un cachorro en Wallapop, o para acordar la hora de vuelta de la primera fiesta de una hija. El mejor acuerdo es el que ambas partes consideran un éxito. Y en todo acuerdo entre países, ambos además venderán internamente las “increíbles concesiones” logradas a costa del contrario. Gracias a TACO, los aranceles americanos se encajaron en niveles razonables que no hicieron tambalearse el sistema, a diferencia de lo temido por tantos. Y es mejor contar con TACO para la negociación con Irán. TACO, en nuestra opinión, **es pragmatismo**. Lo que **nos preocuparía más** sería **su contrario, el fundamentalismo**, que desencadena problemas como Brexit, el European Green Deal, o las dictaduras y regímenes comunistas. Por desgracia, esos nunca ceden, “they never chicken-out”.

Finalmente, TACO es reflejo del **foco en el objetivo buscado a medio y largo plazo**, por las partes negociadoras, **frente al cortoplacismo de sus mensajes y amenazas**, que responden a baremos marketinianos y electorales. Por todo ello, nos parece irrelevante la crítica continua de los titulares – lo único importante es la dirección del viaje. Si los propios interesados se fijan en el medio plazo, ese mismo debería ser el foco de los inversores, ya sea a favor o en contra, en función de lo que juzgue cada cual. Así pues, nosotros valoramos si los acuerdos hacia los que se negocia serán buenos o malos para semiconductores, salud, materias primas...y cómo afectarán a los proyectos de nuestras participadas.

Agentes de IA - OpenClaw

La evolución de la IA continúa acelerando. Desde que ChatGPT democratizó la IA en noviembre de 2022, tras décadas de experimentos en laboratorios, se ha tardado **apenas 4 años en alcanzar el siguiente salto evolutivo, los agentes de IA**. La dirección del viaje estaba clara – sobre los modelos LLM, conseguir crear “módulos especializados”, que se ocuparan de pasos sucesivos, para poder completar tareas cada vez más largas, y menos estructuradas. En **febrero de 2026 OpenClaw se hizo viral**, y en pocos días logró decenas de miles de descargas (impresionante por lo reducido de su público inicial, bastante limitado a la comunidad desarrolladora y de IA). La consecuencia ha sido la **explosión en el consumo de tokens de IA** (la unidad de consumo de computación), motivada por la proliferación de agentes que trabajan 24/7, iterando y aprendiendo hasta llegar a ser útiles de veras, y que mantienen hasta las GPUs más antiguas al 100% de utilización, ¡tras casi 6 años desde su lanzamiento! La obsolescencia aún no ha sido un problema para ellas.

De este modo, se traspasa lo que algunos llaman **“el umbral de la coherencia” en la IA, donde la teoría se empieza a poner en práctica en el mundo real**. El avance es real, a la hora de completar tareas cada vez más complejas, y pronto también en el mundo físico, aunque no tenga nada que ver con el santo grial de la IA, la IAG (Inteligencia Artificial General, tal vez el centro de un debate algo más teórico y conceptual). Se trata de herramientas y máquinas, no de seres inteligentes. Pero del mismo modo que la automatización logró que en las sociedades actuales apenas el 3% de la fuerza laboral, dedicada a la agricultura, produzca suficiente para alimentar al 97% restante, gracias a los tractores, la irrigación, las cosechadoras, etc, la liberación de recursos desde tareas tediosas y de escaso valor añadido en más y más verticales de servicios, debería ayudar a elevar el contenido del trabajo de un porcentaje acelerado de la fuerza laboral. La **gran incógnita es la delta en el ritmo del cambio**, entre las capacidades prácticas de la IA vs la adopción por empresas y trabajadores, **y el posible riesgo social a corto**.

Paradójicamente, algunas de las industrias más cercanas a la IA están siendo las más castigadas en Bolsa, ante la incertidumbre sobre la longevidad de sus modelos de negocio. Y en general, en el mercado, la otrora inversión confiada en grandes compañías, a valoraciones muy por encima de la media, con frecuencia **representadas con la etiqueta de “quality” por su estabilidad** y su dominante posición de mercado, se ha visto impactada por la inesperada incertidumbre ante el cambio. El shock evolutivo que acaba de empezar, puede afectar casi a cualquier campo, ya que el hilo conductor es la aceleración del conocimiento. El impacto para los inversores en quality se explica, no por la salud de sus negocios a día de hoy, sino por **la pérdida de la prima de valoración inicial, que daba por hecho que nada cambiaría a peor en el futuro**. Las Nifty Fifty de los '70s (Kodak, Polaroid, pero hasta Coca Cola, que no recuperó su nivel de 1973 hasta 1985, doce años después) recordaban lecciones que nunca debieron olvidarse – la valoración de partida importa (mucho). Para recuperar lo perdido, hará falta una de dos pruebas (o una combinación de ambas): i) **demostrar el error del negativo** (no habrá impacto negativo por la IA), para lo cual se necesitarán algunos trimestres/años, confirmando que cada compañía quality sigue dominando en lo suyo, y/o ii) **engordar**, de vuelta al punto de partida, en base a la generación de beneficios, manteniendo el ratio/valoración actual, lo cual también implicará varios años de espera.

Mientras tanto, otras **industrias más tradicionales**, bastante olvidadas durante años, ofrecen un **refugio inesperado para muchos**. Al fin y al cabo, **la materia y la energía, ni se crean ni se destruyen – sólo se transforman**. Es decir, sus negocios no se enfrentan a disrupciones tan existenciales. Además, con IA, la aceleración del conocimiento acelera el consumo de recursos, que además se podrán producir de modos cada vez más eficientes. Aunque lo más importante es que **sus valoraciones de partida no eran un obstáculo** para la rentabilidad del inversor – por el contrario, eran un viento de cola.

Con OpenClaw se inaugura la era de los agentes de IA. Lo que está ocurriendo a día de hoy es la **rotura de los patrones de inversión en base a etiquetas**: “quality vs growth vs value vs large caps...etc”. En su lugar, volvemos a los fundamentales operativos de las compañías, porque ya no se da nada por hecho en ningún negocio, ni en ninguna inversión. Pero con ello, se hace menos arduo **invertir a medio plazo, en base a proyectos y catalizadores específicos**.

Europa – ¿cuál es el plan?

En los últimos trimestres, diversos estrategas y expertos defendían la inversión en Bolsa europea, frente a EE.UU., sobre todo por las diferencias de valoración. También se explicaba por una posible redirección en los flujos de inversión pasivos, ante riesgos por el dólar. Argumentos “top down” de este tipo distan mucho de nuestro método, estructurado en torno a los proyectos de nuestras compañías. Pero de tanto ver y escuchar, a nosotros también nos surgen opiniones macro.

Por desgracia, creemos que **el viejo continente sigue funcionando de modo extremadamente cortoplacista**, sin sembrar las semillas de un futuro mejor, mientras otros como China, y cada vez más también EE.UU., hacen todo lo contrario. Así, cualquier argumento de brocha gorda a favor de las compañías europeas en general, rema un poco contra-corriente, más allá de casos de proyectos, productos, marcas y modelos de negocio concretos. A pesar de nuestro enorme mercado y potencial (población de 450MM, con elevada educación y renta per cápita), seguimos sin ofrecer un frente común, ni proponer medidas que nos beneficien, o al menos que nos protejan (frente al petróleo, el gas, los aranceles, la cadena de valor de IA, los conflictos globales,...¡las faltas de respeto!). Con la guerra de Irán tenemos un nuevo ejemplo, de falta de liderazgo europeo. No funcionamos como una familia, “donde a mi hermano sólo le insulto yo, y donde tenemos un primo mayor que nos defienda”, sino como un grupo de conveniencia, carente de lealtad recíproca. **En nuestra opinión, la falta de cohesión es un síntoma de cortoplacismo**, que a su vez se da por la falta de alineación entre los políticos que nos representan, y nosotros, sus votantes. Mark Carney, el PM de Canadá, hizo precisamente un llamamiento parecido en su discurso en Davos el pasado enero. La desconexión frente a los votantes también existía en otros países, pero ya empujó a muchos al cambio, hacia alternativas populares que nadie hubiera previsto 5 años atrás: Trump, Meloni, Bukele, Milei, Sanae Takaichi...y en breve tal vez Farage, Le Pen (o su sucesor). Pero **el cambio hace tanta falta, que acaba ocurriendo**. En China todo es distinto – aunque paradójicamente, su fórmula comunista-capitalista apuesta mucho más a largo plazo que las democracias occidentales.

Es vital que en Europa apostemos también a medio y largo plazo, con innovación (somos líderes aún en algunos segmentos de la cadena de valor en tecnología, en farma, en telecomunicaciones...), sentido común, pragmatismo y desregulación, que ayude a los empresarios (y autónomos) a crear riqueza, y a adaptarse al cambio. Cuando **algunos se quejan de que Trump “meta goles para su equipo”, lo que deberíamos pedir todos es alguien que meta goles para el nuestro**. Además, podríamos ganar partidos con más elegancia, al estilo europeo. En nuestra opinión, no nos queda mucho tiempo para reaccionar, por la aceleración que se vive en tantos frentes, y porque nuestros adversarios se han dado cuenta y ya hacen lo propio. La política no es lo nuestro, y nos metemos en camisa de once varas con este comentario pragmático – porque es urgente e importante intentar ayudar desde nuestra atalaya, alertando de posibles riesgos, despertando conciencias, y tal vez dando alguna idea.

Con estas reflexiones 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

El presente documento contiene información relativa a emisor y riesgos del

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.