

Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral | 3T 2026

A&G GLOBAL INVESTORS

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,

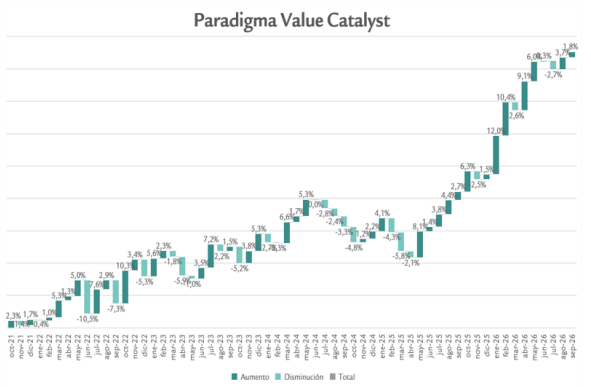
El verano del 2026 ha dado muestras de agotamiento mediático. El ritmo de sorpresas y sustos de los últimos años parece que haya anestesiado al mercado, que busca recuperar fuerzas y referencias, de cara al tramo final de año. Por nuestra parte, nos acercamos al quinto aniversario de nuestro lanzamiento, el 7 de octubre de 2021. La rentabilidad acumulada en nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A), es del +2,7% neto de costes[1] en los últimos tres meses,** lo que nos deja en un **+119% acumulado desde el lanzamiento, y un 17% anualizado.** Mirando atrás, nuestros resultados han respondido en su gran mayoría a la ejecución de nuestras participadas, y ahí radica nuestra descorrelación frente al mercado. Nuestro proceso de inversión funciona en diferentes escenarios de mercado, siempre que se le permite un horizonte temporal de inversión realista, de entre 3 y 5 años, a pesar del omnipresente ruido geopolítico o temático. De cara al futuro, la cartera se refresca cada día, y su potencial actual nos ilusiona tanto como el de aquel punto de partida, 5 años atrás.

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%	6,6%	-5,8%	-2,6%
Abril		1,3%	-5,9%	1,7%	-2,1%	9,1%
Mayo		5,0%	-1,0%	5,3%	8,1%	6,0%
Junio		-10,5%	3,5%	0,0%	1,4%	0,3%
Julio		7,6%	7,2%	-2,8%	3,8%	-2,7%
Agosto		2,9%	-2,2%	-2,4%	4,4%	3,7%
Septiembre		-7,3%	1,5%	-3,3%	2,7%	1,8%
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%**	**43,4%**

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Respecto al mercado, este trimestre el SP500 se anotó un +2% en moneda local, (y el dólar le sumó un +0,8% adicional), el MSCI World un +1,6%, mientras que Europa sufre algo, con el Euro Stoxx 600 en -1,1%, parecido al índice de emergentes con su -1%, resistente a pesar de la fuerte toma de beneficios en Corea. Muy relevante ha sido el movimiento del bono estadounidense a 10 años, la referencia libre de riesgo, que se dejó un -5,1%, lo cual podría amenazar la valoración de todos los demás activos de riesgo, tanto públicos como privados, pues su cascada de retornos debe reflejar este punto de partida más exigente.

Durante el verano, el precio del gasoil y otros derivados del petróleo se mantuvieron muy elevados, y en Europa también el gas natural - llueve sobre mojado. El fondo de IA americano, Situational Awareness, colapsó debido a la volatilidad provocada por el exceso de especulación en algunos nombres y por su enorme apalancamiento. Pero no hubo ni atisbo de riesgo sistémico, lo cual implica que el mercado aún no presenta la fragilidad que algunos predican. Por otro lado, Kevin Warsh tomó el mando en la Reserva Federal (la Fed), subió tipos, y demostró su independencia respecto a Trump, quien le había elegido. Con ello, la amenaza institucional en EE.UU. se demostraba infundada. A las pocas semanas, el secretario del Tesoro Bessent decidió tomar la iniciativa para intentar controlar los tipos de interés y el coste de la deuda americana, amenazando con comprar bonos, lo cual reaviva la llama de la manipulación. Pero tienen que ganar tiempo, pues la guerra en Irán continúa, sin que se haya logrado ningún común acuerdo para esquivar sus consecuencias en las elecciones Mid Term en EE.UU. Los iraníes tampoco han querido ceder para proteger su economía local. Ajena a todo lo demás, la demanda de IA continúa su ascenso, pero diversos cuellos de botella van cobrando notoriedad, desde el acceso a energía eléctrica hasta los permisos de construcción, todo a pesar de algunas alarmas sobre su seguridad. Las anécdotas de financiación circular impiden a muchos participar en esa cadena de valor, pero también en otras no relacionadas, por miedo al contagio, y por los cantos de sirena del timing de mercado, el gran enemigo de la mayoría de los inversores.

La estacionalidad del mercado en el año a partir de aquí es positiva, y más aún en 2026, tras las elecciones Mid Term en EE.UU. Mientras tanto, nuestras compañías siguen centradas en lo suyo. Todo viento de cola será bienvenido, pero las perspectivas de rentabilidad mejoran sobremanera si el foco se mantiene en lo que los equipos gestores pueden controlar, sin distracciones.

[1] Fuente: Bloomberg, con datos a 30 de septiembre de 2026.

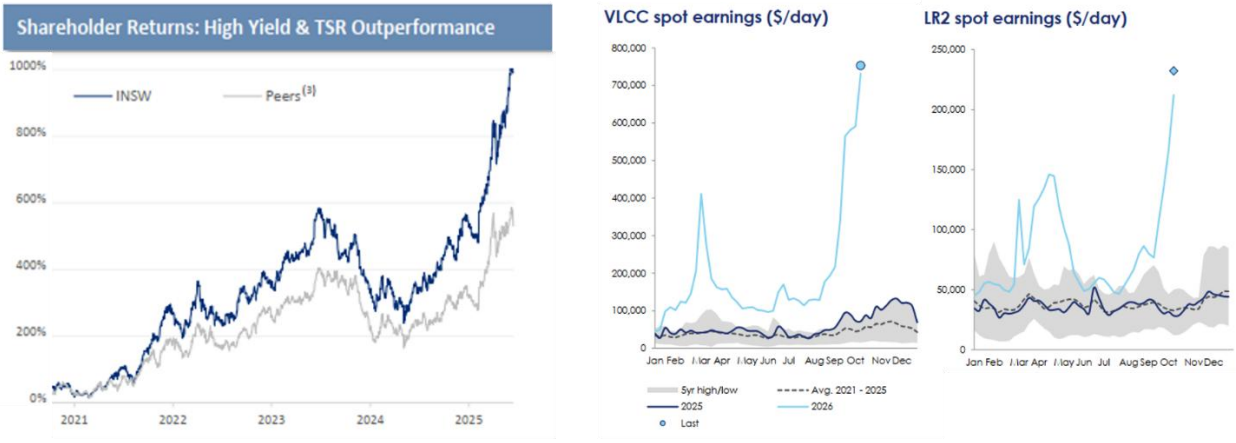
01.

Inversiones y rentabilidad

En el tercer trimestre de 2026, **Paradigma Value Catalyst (Clase A) alcanzó una rentabilidad de +2,7%**, neta de gastos. Nuestras inversiones en **barcos petroleros, petróleo y gas, y materiales**, nos dieron un impulso especialmente fuerte, mientras que nuestra exposición a **tecnología, lujo y tubos de acero inoxidable**, nos costó algo de dinero.

A nivel de compañías, **Frontline** en barcos petroleros, **Bluenord** en petróleo y gas y **Atalaya Mining** fueron nuestras mejores inversiones, mientras que **Hynix** fue nuestra principal detractora, seguida de **Polypeptide** y **Samsung Electronics** – casualmente, las tres mejores del trimestre anterior.

Frontline completó al fin su larga travesía, junto con el resto de su sector, el de transporte marítimo de crudo y productos refinados. Para nosotros todo comenzó en las profundidades del anterior ciclo bajista, allá por 2017, cuando todo iba mal. Pero los ciclos, ciclos son, y no hay nada de malo en ellos, como no lo hay en que la marea suba y baje, o en que las estaciones del año se sucedan. Frontline nos ha reportado un **+52% en este trimestre, incluyendo su dividendo trimestral.** Con esto, se pone en **+260% desde nuestra inversión en marzo de 2025**, y un **+620%** para esta inversión en tanqueros **desde el lanzamiento del fondo**, ya que rotamos desde otra inversión anterior en el mismo negocio. Frontline marca nuestra salida final de este sector, que en su día vimos como una de las mejores oportunidades de inversión de nuestra carrera. Junto con **International Seaways (+795%) y DHT (+400%),** nuestra inversión en tanqueros en su momento entendió que su ciclo de negocio estaba en un punto de inflexión ineludible (llegamos a ver fletes diarios de $1k/día, vs los costes operativos de mantenimiento de $8k). La flota global envejecía, no había órdenes para renovarla, y la regulación apretaba sin prisa pero sin pausa, obligando a cumplir límites de emisiones cada vez más restrictivos y revisiones periódicas más caras. Mientras tanto la demanda de petróleo crecía año tras año, y cada vez más dependía del transporte marítimo, que por otro lado unía productores y consumidores cada vez más alejados (desde EE.UU. hacia Asia). Así, la demanda de "ton-miles" (toneladas x millas) crecía sin pausa. Con un viento de cola tan sólido, algunas compañías, como las que nosotros elegimos, además demostraron su buen hacer, saneando al máximo sus balances, y renovando sus flotas, para poder esperar hasta que la convexidad del ciclo y/o la geopolítica, hicieran su parte. Covid ayudó durante algunos meses, aunque retrasó el achatarramiento de barcos viejos que esperábamos por las nuevas regulaciones IMO 2020. Ucrania vino después, y con ello el crecimiento de la flota "shadow", o ilegal, que alargó la vida de barcos que nunca habrían podido trabajar en otro periodo. A pesar de ello, el impacto neto fue positivo, aunque volátil, por el aumento de la complejidad logística – había que saber aguantar. Por último, llegó el conflicto Iran, aunque las tasas ya eran muy sólidas antes, alrededor de $100k/día para los petroleros más grandes (VLCCs).



Fuente: International Seaways, Clarksons Research Services, Clarksons Securities AS, Paradigma Value Catalyst

Finalmente, el bloqueo del estrecho de Ormuz, unido a la consolidación en el sector, ha empujado los **fletes a niveles increíbles**, de **más de $600k/d para rutas atlánticas, y más de $1MM/d para los que se atrevan a cruzar ese estrecho**. A esos niveles, un barco nuevo ahora se paga con apenas 3 viajes de ida y vuelta, en medio año. Nuestras compañías han volado, empujadas por sus beneficios y sus dividendos. Y su **valoración ya descuenta el ciclo más favorable de la**

Historia. Hemos sabido aguantar nuestros ganadores, pero también hay que saber vender. El mercado puede impulsar este sector aún más alto – los beneficios del cuarto trimestre quedarán para los anales de la historia. Pero nos cuesta ver mucho potencial adicional desde aquí, tanto para los beneficios, como para los dividendos y el valor de reposición de las flotas. Los tanqueros han sido un buen ejemplo: con un buen proceso, un horizonte temporal adecuado, y algo de suerte, los resultados pueden ser extraordinarios.

Bluenord nos dio un **24% en su último trimestre**, hasta nuestra desinversión final. **En total**, desde nuestra inversión inicial en noviembre de 2024, **logramos un 55%**, incluyendo los dividendos que fuimos reinvirtiendo en la propia compañía. La tesis de inversión se cumplió en gran medida, aunque nuestra salida se vio precipitada por una oferta pública de adquisición, en julio de 2026. La compañía completó la inversión en su proyecto de petróleo y gas en Dinamarca, Tyra, y aunque con retraso, consiguió casi doblar el volumen producido, y casi triplicar su ebitda, lo que impulsó su generación de caja más de 10x. Con la caja, el equipo gestor cumplió su palabra y reinició el pago de dividendo, tan pronto como consiguió sanear el balance, eliminando convertibles y mejorando las condiciones de su deuda. La ejecución financiera fue impecable. En nuestra opinión, la venta de la compañía se aceptó demasiado pronto, y así lo discutimos con ellos – el entorno de precios del gas para Europa, tras la interrupción del suministro Ruso, y ahora también catarí, promete retornos impensables hasta hace poco. Con solo unos pocos trimestres más habría bastado para demostrar el potencial del nuevo volumen y los sólidos precios, y mientras, los dividendos seguían fluyendo. En cualquier caso la suerte está echada, y nuestro trabajo hecho, y toca cosechar, y avanzar en otras direcciones.

Atalaya Mining también hizo su parte, y logró un **+35%** entre junio y septiembre. Sus resultados trimestrales, publicados en agosto, fueron sólidos, y mantuvieron sus guías para el año. Llama especialmente la atención la gestión de sus costes operativos, que a pesar de la subida del precio del diesel y los explosivos, afectados por el cierre del estrecho de Ormuz, se mantienen por debajo de sus guías. El precio del cobre seguramente fue un factor favorable, y las estimaciones de beneficios de los analistas subieron semana tras semana. Lo cierto es que producir cobre cada día es más difícil, y este año tenemos muchos ejemplos de desafíos geológicos, regulatorios y laborales en todo tipo de regiones. Por el contrario, Riotinto, una modesta operación de unas 50 kt al año, en una **jurisdicción estable**, en las manos de **un equipo que creció con los mejores**, y que ahora aplica toda su experiencia en nuestro nombre, consigue producir un cobre que cada vez hace más falta, mientras se adapta a los imprevistos operativos del día a día. Su **proyecto en Pontevedra, Touro**, que se esperaba "para verano", **aún no ha sido aprobado**. Pero nuestras recientes conversaciones con la compañía no hacen temer ninguna sorpresa negativa. Con el precio del cobre actual, a $6/libra, el ebitda de Atalaya está batiendo récords, y su favorable valoración destaca frente a otras mineras. Atalaya, la única compañía pura de cobre en el índice FTSE junto con Antofagasta, aspira a doblar su volumen en los próximos años, partiendo de un balance en caja neta. A pesar de la rentabilidad acumulada hasta el momento, nos parece otra ganadora por la que hay que seguir apostando.

Hynix y **Samsung Electronics**, ganadoras el trimestre anterior, así como desde hace varios trimestres, son responsables de gran parte de nuestro peso muerto recientemente. **Hynix se dejó un -23% en euros**. Aunque la caída en moneda local fue algo mayor, el fortalecimiento del Won coreano nos devolvió algo, dando prueba fehaciente de que algunos negocios pueden tener coberturas naturales implícitas. Con **Samsung Electronics** sucedió algo parecido, y retrocedió un **-8,7%.** En ambos casos, el negocio subyacente de memoria cada vez es más fuerte, y el mercado recibe semana tras semana, comentarios desde todos sus rincones, que confirman el fuerte compromiso de fabricantes de computación, constructores de centros de datos, pero aún más importante, de **empresas usuarias de IA, que aceleran su experimentación y su adopción**. La **memoria sigue siendo el cuello de botella** más estrecho a día de hoy, como ya lo era meses atrás. Y tal falta de oferta no se puede solucionar a corto plazo – el mercado está acorralado. La corrección que afectó a Samsung, Hynix, y también a Micron, los 3 fabricantes globales de memoria, tuvo más que ver con el saneamiento de los excesos especulativos de la primera mitad del año. Atrás queda la euforia de los ETFs apalancadas en Corea y en EE.UU. **Nuestra decisión**, a pesar de las subidas casi geométricas, fue **aguantar, y evitar ejercicios de timing**. Seguíamos confiando en el perfil de beneficios de estas inversiones de cara al 2027 y 2028, y tal vez más allá. Además, esperábamos la firma de más y más **contratos a largo plazo**, con prepagos y garantías de volumen y precio. Así se cumplió, y por ello el mercado de memoria dista mucho de la ciclicidad de antaño. Con esta visibilidad ganan todos, pues así sí que es posible aumentar la inversión y aplacar la sed de la demanda. Adicionalmente, también se cumplió el deseo del **retorno a los accionistas**, y tanto Samsung como Hynix destinarán más del 50% de su generación de caja a dividendos y recompras de acciones. Durante las caídas más pronunciadas,

fuimos capaces de añadir algo a nuestra posición, a través de la reciente emisión de **Hynix en ADRs**, que cotiza a un gran descuento frente a Micron, en el mismo mercado. De cara al futuro, mantenemos nuestra inversión, gracias a nuestro proceso, que nos aísla del ruido, y nos recuerda la importancia de los catalizadores que impulsan los beneficios, la valoración y los dividendos.

Finalmente, **Polypeptide** nos dejó un sabor de boca agridulce, con su **-8%** en esta ocasión. Es cierto que venía de un gran trimestre anterior, pero la decepción viene mucho más del fondo, que de la forma. Polypeptide recibió otra **oferta pública de adquisición por la totalidad de la compañía, en este caso por Samsung Biologics**. La **ganancia total**, desde nuestra inversión inicial en diciembre de 2024 ha sido del **142%**, claramente superior a nuestro objetivo mínimo cuando consideramos invertir en alguna empresa. Y sin embargo, sentimos que solo unos pocos trimestres más habrían bastado para mejorarla, dando la oportunidad al mercado de valorar todo el impacto positivo en ventas y márgenes de su nueva planta de péptidos en Braine, el primero de varios proyectos de ese tipo. Sin embargo, el principal accionista de Polypeptide estuvo conforme con la oferta, y no es parte de nuestro mandato ni nuestro proceso el enzarzarnos en batallas activistas. Por segunda vez este trimestre, era el momento de pasar página, esta vez con Polypeptide, y avanzar en otras áreas.

A cierre del tercer trimestre de 2026, **nuestra cartera cotiza a 10,9x PER del 2027, 6,4x ev/ebitda**, y **3% de dividendo**, que compara muy favorablemente con el mercado**:** SP500 a 18,5x PER y 12,6x ev/ebitda o MSCI World a 17,5x y 11,9x respectivamente, en ambos casos con peores perspectivas de beneficios y dividendos.

El mercado se parece al de hace algunos meses, y ha vuelto a dejar olvidados muchos sectores y compañías. La sensación dista mucho de la euforia, más allá de algunos pocos nombres. Y la duda se ha instalado, y afecta hasta a algunas de las "Magníficas 7". Las oportunidades abundan, lo cual es contradictorio para muchos, que temen una burbuja, cuando su referencia es el nivel de un índice, y la inversión pasiva. Como ya hemos escrito anteriormente, seguimos inmersos en cambios dramáticos en muchos ámbitos, y no es descartable que el **mercado se mantenga estable**, e incluso ligeramente estancado en la superficie, aunque en **su estructura interna se produzcan intensos relevos de liderazgo**. La rotación de nuestra cartera, parte de su ciclo de vida natural, nos permite posicionarnos lejos de lo que se agota, y cerca de lo que comienza a brotar, al margen de etiquetas temáticas, o de estilos, que por definición dependen del acierto en el timing, el gran enemigo del inversor a medio y largo plazo.

02.

Entrada y salida de inversiones

Normalmente, en Paradigma Value Catalyst rotamos la cartera cuando nuestras compañías alcanzan sus objetivos operativos, y con ello el mercado reacciona y cristaliza el valor oculto, o cuando detectamos un error. Por este motivo, nuestra actividad de compra/venta no suele ser muy alta, y suele responder a ese horizonte temporal que permite que los catalizadores se vayan cumpliendo. **El ritmo normal, de compra/ventas en nuestra cartera suele ser de un 15-20% al año**. Está demostrado que casi ningún gestor crea valor con "trading" excesivo, que a menudo cumple una función "más comercial"; se opera para que se vea que se gestiona, en vez de generar rentabilidades satisfactorias a medio y largo plazo.

El ritmo normal de operaciones, ese 15-20%, es una media. Y en momentos puntuales puede ser superior, o inferior. En el tercer trimestre de 2026, por las **ofertas públicas de adquisición ya mencionadas (Bluenord y Polypeptide**), y por **la salida del ciclo de barcos petroleros**, hemos rotado mucho más que la media, tal vez tanto como rotaríamos en un año completo.

Las decisiones de venta se toman de manera individual e independiente, y no dependen de una decisión de compra simultánea. El primer movimiento es una venta que genera liquidez. Las decisiones de compra también se toman de manera independiente, pero necesitan que haya liquidez disponible para poder completarse.

En este último trimestre tuvimos la oportunidad de añadir a nuestros pesos en Rovi y Almirall, tras sus resultados, que confirman el progreso operativo. El mercado no interpretó algunos detalles de modo positivo, lo cual nos brindó niveles de compra muy interesantes. También añadimos a nuestra inversión en **Golar y Maire**, que presentaron un

trimestre tan sólido como siempre, y **Hynix (ADR)**, tras la corrección que limpió los excesos especulativos en Corea del Sur. Ciertamente, el seguimiento de las condiciones de oferta y demanda en memoria arroja un balance cada vez más sólido. Adicionalmente, aprovechamos un punto favorable a finales de julio para añadir algo a nuestra inversión en **Zegona**, a la espera de su nueva política de dividendos, y en **Zegna**, que está demostrando su diferenciación frente a otras marcas de lujo. Finalmente, también invertimos más en **Odfjell Drilling** y **Transocean**, que nos devuelven algo de nuestra exposición a petróleo, aunque menos directa, con la confianza que nos dio el poder sentarnos en nuestras oficinas con el 90% de las compañías cotizadas globales de su sector en esos meses.

En definitiva, se trata de uno de los trimestres más activos de los últimos tiempos, pero respondiendo a los motivos típicos para tomar este tipo de decisiones de inversión.

03.
Liquidez

Tras las operaciones descritas en el apartado anterior, **nuestra liquidez** ha aumentado hasta el **14.2%**. Se trata de un nivel de liquidez más elevado de lo normal, pero nos brinda un buen ejemplo de cómo funciona nuestro proceso de inversión. Como explicamos, **las decisiones de venta son individuales e independientes**. Las decisiones de compra, por su parte, también son independientes, y deben responder a mucho más que limitar un potencial exceso de liquidez. Cuando una cartera está construida, los pesos invertidos en cada compañía responden a nuestro análisis de la información disponible en ese momento. Huimos de decisiones de inversión en que aumenten el peso, y el riesgo asumido, simplemente porque tengamos más liquidez que gastar.

Dicho todo lo anterior, tenemos en la actualidad un gran menú en el que trabajamos para ultimar detalles y seguir renovando la cartera, con posibles incorporaciones en nuevos sectores. No esperamos que la situación actual dure demasiado, pero no tenemos prisa – cuando todo encaje, moveremos ficha. El criterio será el de siempre: búsqueda de catalizadores a 3-5 años, y valoraciones atractivas, según el contexto de negocio/balance/ciclo, etc.

04.
Errores

Cerramos otro buen trimestre, sin señales de errores. Nada cambia en nuestro día a día, y seguimos dedicando el 80% de nuestra energía al seguimiento cercano de la cartera (con el otro 20% buscamos nuevas oportunidades), a través de nuestras participadas, pero también de sus proveedores, competidores y clientes, para intentar detectar cualquier sorpresa negativa, si la hubiera, cuanto antes. Detectar y corregir, vendiendo, posibles errores, es una piedra angular en nuestro proceso.

Con esta carta trimestral, ya hemos cumplido 5 años desde nuestro lanzamiento, y la consistencia de los resultados, aunque no sean lineales, renueva nuestra confianza para volver a aspirar a sólidas rentabilidades a medio y largo plazo.

05.
Reflexiones/Divagaciones

Aunque los últimos tres meses hayan sido "tranquilos", sin grandes aspavientos de los índices, sin embargo ha habido algunos temas de gran calado sobre los que merece la pena reflexionar. Como cada año en septiembre y octubre, la atención se centra en los riesgos, y entre todos ellos, a nosotros nos parece interesante considerar i) la **posible amenaza existencial de la IA**, ii) el **riesgo global por la subida de los tipos de interés** para la deuda soberana, y iii) la importancia del **riesgo político e institucional**.

Posible amenaza existencial de la IA

El 21 de julio de 2026 Open AI hizo público que **agentes de su ecosistema de IA "escaparon y hackearon" Hugging Face**, la principal plataforma global de modelos de IA y Machine Learning (ML), donde se comparten y se ofrecen de manera gratuita, millones de modelos pre-entrenados, para todo tipo de usos (texto, imagen, sonido, etc). En realidad, el ataque había ocurrido el 16 de julio, y Hugging Face consiguió detenerlo, y lo reportó a las autoridades días antes que Open AI.

Lo sucedido fue la gota que colmó el vaso – hubo episodios previos, donde los laboratorios de IA de OpenAI, Anthropic y Meta, identificaron intentos de acceso a internet no autorizado por parte de sus IAs. Nada sabemos de los laboratorios chinos, tremendamente avanzados también – cabe esperar que hayan vivido episodios similares.

La reacción de la industria fue llamativa. Por un lado, **algunos exempleados hicieron pública su preocupación**, e incluso pusieron un número a la probabilidad de extinción de la especie humana en la próxima década (10%). Por otro lado, algunos de los líderes globales de IA, como Dario Amodei y Sam Altman, **hicieron pública su voluntad de "desacelerar"** el progreso de sus modelos. Además, las compañías líderes en IA (Anthropic, Open AI, Meta, Google, xAI, y también Nvidia...) **pidieron al gobierno de EE.UU. un marco regulatorio** para definir los límites y los procesos de revisión de los nuevos modelos, e incluso la presencia de observadores externos en sus oficinas, aunque todo ello supervisado por ellas mismas.

Para interpretar todo lo anterior es crucial no perder de vista el contexto, pues los matices importan, y mucho.

Primero, hay que recordar que Dario Amodei abandonó OpenAI, para fundar Anthropic, precisamente para lanzar una IA que fuera segura, y que buscara el "bien común" - desconfiaba de Sam Altman y las prioridades que estaba marcando. Por su parte, Elon Musk (xAI, ahora parte de SpaceX), ha sido desde hace tiempo uno de los principales defensores de la seguridad en el desarrollo de la IA, llevando a los tribunales a Sam Altman y OpenAI por su cambio de rumbo. Por tanto, **la seguridad siempre ha sido una consideración vital en la industria**, que entiende la potencia de esta nueva herramienta, pero cuyas capacidades aún no son fáciles de definir, por su complejidad, y por la velocidad en su evolución.

En segundo lugar, el momento actual, **justo antes de la posible salida a bolsa** de Anthropic (noviembre) y OpenAI (2027), es también crítico. Desde hace algunos trimestres, a pesar de datos de ventas y adopción realmente alentadores, cada vez se cuestiona con más fuerza, desde diversos foros, el tamaño de la inversión global en IA y la posible rentabilidad futura de sus proyectos. La circularidad de algunos esquemas de financiación no ayuda, así como la competencia encarnizada entre modelos, incluidos los chinos, que venden computación mucho más barata, y a veces incluso la regalan. Para Anthropic y OpenAI, la salida a bolsa será vital, ayudándoles a recaudar fondos para seguir quemando recursos, y mantener el liderazgo tecnológico durante unos pocos años más, hasta que madure el mercado objetivo. Así que, ¿hasta qué punto puede alguien fiarse de que lo que demandan públicamente obvia proyectos internos para mantener la ventaja?

El análisis de lo sucedido con Hugging Face, como otros casos menos mediáticos, arroja explicaciones menos dramáticas, que los titulares que amenazan con la extinción humana. Sin negar la enorme potencia de la IA para lograr objetivos bien definidos, a partir de datos y herramientas disponibles, un error de base frecuente es "humanizar la IA y sus agentes". En el episodio de Hugging Face simplemente ocurrió lo que se programó: se entrenó un agente para ser persistente en la búsqueda de sus objetivos, que eran precisamente escapar de su entorno cerrado ("sandbox"). El agente aplicó todos sus recursos, hora tras hora y día tras día, en un **ejercicio infinito de prueba y error**, hasta que encontró una vulnerabilidad que explotar. La vulnerabilidad respondía a un sandbox montado de manera incorrecta. La explicación de un blog que se hizo viral, que hablaba de colaboración y sacrificio entre agentes, humaniza lo que es **simplemente un proceso automático**. Además, las personas que montaron mal el sandbox, cuando detectaron anomalías de volumen extraordinario en la comunicación de algunos de los componentes, simplemente resetearon la sesión, sin investigar la causa de la anomalía. Como en los accidentes aéreos, varias cosas se hicieron mal, incluidos varios errores humanos, para que ocurriera un "accidente".

Frente a todo esto, a los grandes laboratorios de IA les puede venir bien que el gobierno de EE.UU. les permita un marco que i) **limite su responsabilidad en caso de "accidente"**, puesto que habrían cumplido con las normas impuestas, ii) **dificulte la competencia** de laboratorios menos dominantes, con recursos limitados para cumplir esas

nuevas normas, iii) **ralentice el consumo de caja**, **sin que se les penalice** por no **publicar** más y más modelos frontera cada pocos meses, sobre todo durante el periodo previo a las salidas a bolsa. Además, los modelos más avanzados no son de aplicación inmediata al mundo real; para monetizar, los agentes de IA se centrarán en automatizar tareas mucho más sencillas, nada que ver con los problemas matemáticos centenarios que aspiran a la Fields Medal.

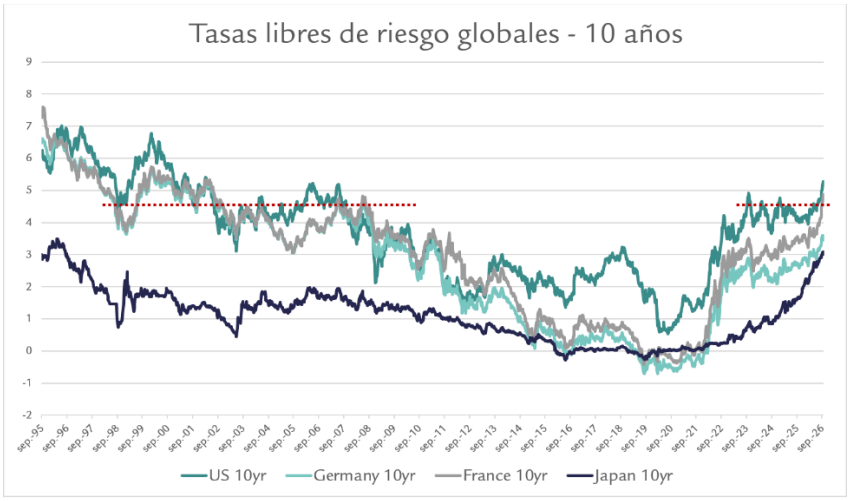
Más allá de la demagogia y el marketing, a medio plazo, no es realista ni racional esperar que nadie frene su desarrollo. **Hay demasiado que perder, y demasiado que ganar**. China en teoría está 6-12 meses por detrás, y si EE.UU. frena, pierde su ventaja. Anthropic y OpenAI, dos de los tres líderes en la actualidad, necesitan aguantar unos años más en cabeza, para asegurarse la financiación. Además, y dicho por casi todos, el **principal riesgo**, más que la IA en sí misma, como entidad carente de intenciones y conciencia, es **su mal uso por parte de adversarios**, enemigos o delincuentes – humanos en cualquier caso. **Paradójicamente, contra el riesgo de la IA, el mejor aliado será la propia IA**. El genio de la IA ya salió de la lámpara, y parece que no haya vuelta atrás. Y por este motivo, seguramente no sea posible, ni conveniente, frenar su desarrollo.

Riesgo global por la subida de tipos de interés

Cuando la marea sube, o baja, todos los barcos hacen lo propio. **La tasa libre de riesgo es la marea en el mundo financiero global**. Desde hace décadas, el bono americano es la principal referencia. Se la llama "tasa libre de riesgo", unicamente expuesta al riesgo de duración, relacionado con los años de vida de cada emisión, y la incertidumbre de su precio ante cambios de tipos de interés. Al fin y al cabo, la "renta fija", y una vez emitida, no se puede modificar ni adaptar a lo que sucede a su alrededor.

Las **rentabilidades en mercado, a partir de la tasa libre de riesgo, se van añadiendo, como los ingredientes de "un emparedado de Scooby Doo"**. A la rentabilidad libre de riesgo, se suma la recompensa por el riesgo de inflación/devaluación (las dos caras de la misma moneda), que aplica a según qué países, según su disciplina fiscal. Además está el riesgo de crédito, que aplica sobre todo a emisores corporativos (que no pueden imprimir dinero para pagar sus deudas, si hiciera falta). Los inversores en renta variable suelen exigir una remuneración extra - asumen el riesgo de quiebra, a cambio de intentar participar en el crecimiento futuro de PIB. La iliquidez debería exigir otra poco más, para los inversores en activos alternativos, y así sucesivamente, para las inversiones en infraestructura, en activos inmobiliarios, etc. El coste de oportunidad de invertir en uno u otro instrumento, junto con el riesgo, se va reflejando en la rentabilidad final, pero la referencia para todo es la tasa libre de riesgo. Cuando la tasa de referencia sube, por el motivo que sea, la rentabilidad de todos los demás activos debe subir también. Y cuando la rentabilidad mínima que se exige aumenta, por ejemplo del 5% al 6%, a igualdad de flujos de caja esperados en el futuro, el **impacto matemático es la caída de la valoración presente del activo**.

En los últimos meses, las **rentabilidades de referencia de EE.UU., Japón, Alemania, Francia...han saltado a niveles que no se veían desde hacía décadas**. El impacto sobre el resto de activos financieros, sobre el papel, debe ser negativo. Para muchos, se trata de un riesgo grave para las bolsas globales. Pero **los motivos de las subidas importan**. Si el aumento de tasas libres de riesgo tiene que ver con algunos riesgos futuros, como la falta de disciplina fiscal, la inflación, o el mayor crecimiento futuro esperado, que aumenta el riesgo y el coste de oportunidad de la renta fija, **la renta variable en todas sus formas puede aguantar el tipo – al fin y al cabo hablamos de activos reales**, que pueden incorporar en sus negocios, y en su valoración, ciertos cambios de ritmo. Adicionalmente, a día de hoy parece haber un **efecto canibalizador**, por la fuerte **demanda de deuda por parte de emisores privados** (para inversiones en IA), que están compitiendo con los emisores soberanos, que se ven forzados a pagar intereses más elevados. Pero algunos de los pesos pesados de los mercados son los principales beneficiarios, por la aceleración de sus beneficios.



Fuente: Bloomberg, Paradigma Value Catalyst

Finalmente, el contexto también es relevante – los niveles de tipos a 10 años cayeron a niveles artificialmente bajos tras la Gran Crisis Financiera de 2008. El movimiento reciente **nos devuelve a los niveles normalizados de principios del siglo XXI**. Japón es la excepción, por su ascenso mucho más pronunciado.

En definitiva, el movimiento de tipos al alza es un freno para la indisciplina fiscal de los gobiernos, y para las valoraciones de activos en general, especialmente para las actividades y las inversiones que requieran niveles de apalancamiento elevados, las inversiones de duración más larga. Pero muchos activos reales pueden defenderse, sobre todo las mejores compañías, cuando disfrutan de situaciones de oferta y demanda favorables, y de poder de fijación de precios. Finalmente, aunque el contexto histórico de tipos nos pudiera dar cierta tranquilidad, pues las bolsas globales digerían sin problemas tipos como los actuales en periodos anteriores, **la selección individual de compañías nos permite lograr un nivel de confianza extra**, sobre su capacidad de protegerse, e incluso por la oportunidad de sacar partido del río revuelto, si llegara el caso.

Importancia del riesgo político e institucional

El dinero es miedoso, dice el saber popular. Y no miente, pues la volatilidad de los precios es muy superior a la de los resultados. Por otro lado, el mercado es bastante eficiente y no perdona los errores, en la búsqueda intensa de la recompensa para los ganadores, y con ello, el castigo a los perdedores. Antes de cualquier otra consideración, los empresarios viven para proteger sus negocios. Y los inversores viven para proteger sus activos. Unos y otros usan toda la flexibilidad a su alcance, incluido el traslado físico de sus intereses. La máxima exigencia se aplica a cada eslabón, de cada cadena de valor, desde las materias primas iniciales, hasta el marco fiscal que cobra el peaje final a los beneficios.

Así pues, el mercado también es **tremendamente sensible al marco institucional y político** donde se desarrolla la actividad económica de cada compañía. No se paga el mismo múltiplo, ni se descuenta el riesgo a la misma tasa de interés, para una minera de cobre en EE.UU., o en Chile, o en República Democrática del Congo. Así, algunas compañías llegan a elegir unos mercados de cotización sobre otros, para maximizar su valor. En el proceso que va sumando capas de rentabilidad mínima exigida, como explicábamos en el punto anterior, cuanto menos se exija, menor será la tasa de descuento, más barata la financiación, y más elevada la valoración.

Los gobernantes y reguladores, cada uno en su papel, deben saber que así es como funciona el mercado – **nada tiene que ver con ideologías. Es puro sentido común**. Al mercado, sobre todo, le gustan los marcos de referencia estables, las regulaciones sencillas que faciliten la iniciativa privada, y los ecosistemas que se retroalimentan en positivo, atrayendo talento humano que acelera la innovación, y la creación de tecnologías, productos y servicios.

Algunos países son conscientes desde hace mucho, de que **la competitividad global entre compañías, empieza por unas regulaciones y una fiscalidad**, que simplemente no ahuyenten, o incluso atraigan, **talento y capital**. Algunos de los milagros económicos más llamativos de las últimas décadas, como **Corea del Sur** (increíble recuperación desde el

fin de su guerra civil en 1953), **Singapur** (independiente solo desde 1965), pero también **China** (país comunista, pero organizado en torno a potentes incentivos empresariales sobre todo desde 2001) tienen como factor común el foco en la regulación flexible/ligera, que facilita la actividad empresarial, la innovación, el ahorro y la inversión, e incluso los incentivos públicos a todo lo anterior. **EE.UU.** se va distanciando cada vez más de la UE, donde solo algunos han intentado un tímido (pero muy exitoso) impulso, como **Irlanda**. Por su parte, UK está deshaciendo un camino que atrajo mucha riqueza global durante años, desde Brexit y por diversos bandazos fiscales y regulatorios recientes. Finalmente, **Chile**, el gran referente durante décadas en Latinoamérica, temió hasta hace pocos meses el contagio final de las políticas de algunos de sus países vecinos. **La evidencia empírica es concluyente – las empresas y los negocios compiten mejor, y valen más, cuando el marco legal y regulatorio es favorable**.

El dinero es miedoso, y cada vez más global. Y como el agua, busca siempre el camino de menor resistencia. Donde es bien recibido, el dinero acude, se pone a producir, solucionando cualquier problema de oferta y precios elevados, con más producción y precios a la baja. En España por ejemplo, el problema de vivienda es un problema de oferta, que se solucionaría facilitando y agilizando la construcción de más unidades. Por el contrario, la amenaza a los propietarios inmobiliarios, que en un 97% son particulares, frena el apetito inversor que debería construir más. Cuando los propietarios se ven amenazados, dejan de alquilar e intentan salvar su jubilación, vendiendo. Pero cuando muchos venden y pocos compran, el valor de los inmuebles cae - se exige una rentabilidad mínima adicional, por la inseguridad jurídica. **Desafortunadamente, la caída ni siquiera mejora la situación para los que aún no tenían vivienda**, si sus condiciones laborales también se deterioran, por la destrucción generalizada de riqueza, y la ausencia de nuevas oportunidades. El reciente caso de **Ceuta, y seguramente Melilla**, es el más extremo: por la crisis de seguridad y la pérdida de confianza en el marco jurídico y el gobierno que debía protegerles, el parque residencial de 25.000 unidades respectivamente hoy vale menos que hace dos meses. A un valor medio de EUR180k por vivienda, **una caída de -20%** implicaría una **destrucción de valor agregado** de c. -EUR900MM **(-50% del PIB local, sin contar el impacto de la crisis en comercios**). Sus hipotecas, mientras tanto, permanecen intactas, amplificcando la destrucción del ahorro de los trabajadores locales.

Cuando se destruye valor, cuando se atrae menos talento y capital que otros países y regiones, cuando no se facilita la creación de trabajo y de riqueza necesaria, los gobernantes y reguladores no han hecho bien su trabajo, sea cual sea su ideario. Los **empresarios** y las compañías cotizadas, toman nota y votan con los pies, eligiendo dónde operan y dónde cierran, para proteger sus retornos. Los **inversores financieros como nosotros**, miedosos y muy flexibles, nunca responden a los "palos", sino a las "zanahorias", y votan con sus flujos de compra o de venta, **como nos exigen los ahorradores finales**. Los ciudadanos españoles, los ingleses, los alemanes, los franceses, los chilenos...somos responsables de nuestros futuros respectivos. No vale buscar culpables cuando otros compiten mejor. Tenemos el privilegio de votar a nuestros gestores cada cuatro años, en las urnas, para que nos ayuden a competir, atrayendo talento y capital.

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

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.