

Paradigma Stable Return

Ayudando a los inversores a
proteger y aumentar su capital

Más que un update

Junio 2025



Bernardo Barreto

Miembro del Comité de Inversión

Bernardo cuenta con más de 20 años de experiencia, principalmente invirtiendo globalmente en múltiples clases de activos desde Londres. Ha trabajado para firmas como McKinsey & Co, Barclays Capital, Ontario Teachers' Pension Plan y Jetstone AM. Obtuvo su MBA de la Harvard Business School en el 2008, graduándose con Distinción



Miguel Mayo

Miembro del Comité de Inversión

Miguel comenzó su carrera en la gestión de inversiones en el BBVA en 1996. Desde entonces ha trabajado principalmente en Londres gestionando mandatos de inversión en Goldman Sachs AM, CSFB, VEA, Tudor Capital e Idalion Capital. Obtuvo su MBA de The Wharton School en el 2000, graduándose como Palmer Scholar.



Germán Molina

Miembro del Comité de Inversión

Germán comenzó su carrera en CSFB en 2003, seguido de VEA. Fue también gestor cuantitativo y socio en Tudor Capital e Idalion Capital. Obtuvo su MA en Economía y su Doctorado en Estadística en la Universidad de Duke (2003) con beca Fulbright. Su trabajo en estadística computacional fue premiado por la American Society for Quality.

Estimado inversor,

En el *update* de este mes seguimos nuestra estructura habitual con 3 secciones.

01. **Update de mercado** – comentarios de la actividad del mercado, de las decisiones de gestión implementadas en la cartera y de las rentabilidades durante el periodo.
02. **Hay que pensarlo** – ideas que desafían la perspectiva común – “Lo que nos mete en problemas no es lo que no sabemos. Es lo que sabemos con certeza y que simplemente no es así” origen desconocido, pero comúnmente atribuido a Mark Twain.
03. **Leer o ver** - una recomendación de un libro, video o podcast que nos haya parecido particularmente interesante y enriquecedor.

Esperamos que encuentre valiosa estas ideas y le animamos a reflexionar sobre las posibles sorpresas que el futuro podría deparar.

Por favor, no dude en comunicarse con cualquier pregunta, comentario o crítica.

Gracias por su continua confianza en Paradigma Stable Return Fund.

Saludos cordiales,

[Comité de Inversión Paradigma Stable Return](#)

Índice

01. <i>Update</i> de Mercado	3
■ Junio 2025: +0,8%; 2T: +1,2%; YTD: -0,2% (3 de julio)	3
02. ¡Hay que pensarlo!	5
■ Sistema Operativo de EE.UU.: actualización silenciosa en marcha	5
03. Leer o Ver	8
■ Sistema Operativo de Roma: ¿cómo se actualizó?	8

01.

Update de Mercado

■ Junio 2025: +0,8%; 2T: +1,2%; YTD: -0,2% (3 de julio)

En junio, Paradigma Stable Return C¹ continuó construyendo sobre el sólido +2,6% de mayo y logró un retorno de +0,8%. Conseguimos capturar las ganancias del mercado de renta variable estadounidense, donde el S&P 500 en euros ganó un +1,4%, al mismo tiempo que evitamos las pérdidas de los activos europeos, donde tanto la renta variable como la renta fija sufrieron: el MSCI Europe cayó un -1,3% y el bono alemán a 10 años, el “activo refugio” europeo, bajó un -0,9%.

Con ello, el fondo cerró el segundo trimestre con una subida del +1,2%, tras haber navegado con éxito un trimestre marcado por una crisis global desatada por el caos en torno a la política comercial, una nueva guerra en Oriente Medio y el cuestionamiento de Estados Unidos como destino seguro para la inversión.

Si en el primer trimestre, el fondo evitó 80% de las pérdidas del S&P 500 en euros (-1,7% frente a -8,4%), en el segundo capturó el 60% de sus ganancias (+1,2% frente a +2,0%). Esto le permite estar muy cerca de empezar a sumar sobre el retorno del +10,5% de 2024, estando con -0,2% YTD. Un fuerte contraste con el S&P 500 en euros, que terminó junio con pérdidas acumuladas de -6,6% en el año. Esto es una clara muestra de que la flexibilidad funciona.

Junio resultó ser un mes significativamente más calmado que los anteriores.

En lo que respecta a los fundamentales macroeconómicos globales, no hubo grandes sorpresas. El crecimiento, el empleo y la inflación se mantuvieron en niveles relativamente “saludables”. A la luz de estos datos, y ante la incertidumbre sobre el desenlace de las negociaciones arancelarias, los principales bancos centrales optaron por no sorprender a los mercados.

En materia comercial, tampoco hubo grandes titulares durante la mayor parte del mes, ya que las negociaciones entre las partes relevantes se llevaron a cabo fuera del ojo público y sin movimientos, declaraciones ni tuits inesperados. Sin embargo, el jueves y viernes finales del mes (26 y 27 de junio), cuando los mercados comenzaban a inquietarse ante la cercanía del plazo fijado para los acuerdos (9 de julio), EE. UU. anunció que había alcanzado un acuerdo preliminar con China y que estaba cerca de cerrar acuerdos con Europa y Japón. La guerra comercial daba señales de remitir, y esto impulsó al alza a los mercados de renta variable a nivel global.

Pero no todo fue calma y estabilidad en junio. De hecho, tuvimos que gestionar un evento geopolítico de gran magnitud que podría haber tenido consecuencias negativas importantes para el mundo en general y los mercados. El viernes 13, Israel lanzó ataques sorpresa contra las instalaciones y los líderes clave nucleares y militares de Irán. Así comenzó una guerra cuyo desenlace era incierto. Las tensiones escalaban rápidamente: el petróleo y el oro se dispararon y los mercados bursátiles se debilitaron. Durante la semana siguiente, EE. UU. endureció su retórica contra Irán y se debatió públicamente sobre si unirse o no a los ataques israelíes. ¿Estaba Oriente Medio al borde de explotar y de empezar una guerra mundial?

El viernes 20, el presidente Trump anunció que EE. UU. se tomaría dos semanas para reconsiderar su posición, lo que trajo algo de alivio a los mercados. Sin embargo, solo dos días después, el domingo 22, EE. UU. bombardeó instalaciones nucleares en Irán. Al día siguiente, Irán respondió atacando una base

¹ Toda la información relacionada con datos de mercado reflejada en este documento ha sido obtenida de Bloomberg.

estadounidense en Catar. No obstante, con Rusia y China dando un paso atrás e Irán avisando previamente a EE. UU. del ataque, una gran escalada parecía descartada. Ese mismo lunes por la noche, el mundo quedó sorprendido por el anuncio de un alto el fuego inmediato entre Israel e Irán, efectivo al día siguiente. El alto el fuego necesitó de algunas palabras firmes del presidente estadounidense para mantenerse, pero se sostuvo. En apenas unos días, el mundo y los mercados volvieron a acercarse al borde del abismo... y volvieron a dar un paso atrás. Otra escapada por un pelo.

En línea con este entorno más calmado, Paradigma Stable Return mantuvo una asignación de renta variable más estable durante el mes. Adoptamos una postura neutral el 86% de los días (con una exposición neta entre el 40% y el 60%) y una postura conservadora el 14% de los días (por debajo del 40%). La exposición neta osciló entre el 35% y el 51%. Los movimientos tácticos más relevantes se produjeron entre el 20 y el 23 de junio, cuando redujimos el riesgo para proteger el capital ante una posible guerra abierta, y lo aumentamos de nuevo rápidamente con la relajación del conflicto.

- Resultado final de junio:
 - o Índice S&P 500 en euros: +1,4%
 - o Paradigma Stable Return C: +0,8%
 - o Bono alemán a 10 años: -0,9%
 - o MSCI Europe: -1,3%
 - o Oro en euros: -3,6%

02.

¡Hay que pensarlo!

■ Sistema Operativo de EE.UU.: actualización silenciosa en marcha

En esta sección solemos no hablar de política. Es un terreno que ya recibe suficiente atención mediática y donde la mayoría de los temas son fugaces. El debate encendido de hoy suele ser el recuerdo olvidado de mañana, porque sus impactos suelen ser superficiales y rápidamente desplazados por el siguiente tema de moda. Además, la mayoría de las discusiones se centran en enfrentamientos puntuales entre bandos opuestos, mientras que nosotros preferimos centrarnos en la evolución del juego en sí y cómo esta puede afectar al futuro.

Sin embargo, de vez en cuando observamos algo que ocurre silenciosamente y que podría tener un impacto duradero. Esta es una de esas raras ocasiones.

Perspectiva más común:

La visión más común entre los inversores es que el sistema de gobernanza de Estados Unidos garantiza un entorno de mercado estable y duradero. Por muy polarizado o caótico que parezca el ciclo de noticias, subyace la convicción de que el sistema es, por naturaleza, resiliente, estable y basado en reglas.

Esta estabilidad institucional se apoya en un marco de gobernanza bien definido:

- La autoridad está dividida entre tres ramas co-iguales con separación clara de poderes: el poder ejecutivo (la Casa Blanca), el legislativo (Congreso y Senado) y el judicial (los tribunales).
- El poder judicial puede frenar con rapidez acciones ejecutivas ilegales.
- Los estados tienen la capacidad de desafiar o resistir excesos del gobierno federal.

Este sistema robusto de contrapesos y equilibrios hace que sea difícil operar cambios sin la participación y el consenso de múltiples actores con intereses y necesidades distintas, incluidos los agentes económicos. Por eso, los cambios en el entorno de mercado o inversión rara vez son radicales. Además, los cambios se producen de forma gradual y predecible, a través de un proceso institucional que requiere tiempo, y que da margen para que los mercados se adapten. En esencia, ningún actor individual puede llevar el sistema demasiado lejos ni demasiado rápido, y se espera que el marco normativo siga vigente.

A la vez, el sistema estadounidense es extraordinariamente flexible a nivel individual. Los ciudadanos, las empresas y los mercados pueden adaptarse rápidamente a nuevas realidades.

Esta combinación de adaptabilidad privada y estabilidad institucional permite a los agentes del mercado reaccionar con agilidad sin temor a cambios súbitos de reglas, y fomenta la inversión a largo plazo y la formación de capital. Esa es la base de la famosa “excepcionalidad americana”.

Perspectiva alternativa:

Una perspectiva alternativa es que esa estabilidad institucional está empezando a erosionarse. Aunque el sistema parece intacto, comienza a funcionar de forma muy distinta. Los contrapesos y equilibrios que antes eran robustos ahora se debilitan, y Estados Unidos podría estar girando hacia un modus operandi muy distinto. Un marco que se acerca más a un sistema centralizado, en el que las reglas del juego pueden cambiar de forma más radical, más rápida y con menos tiempo entre el diseño y la ejecución. Estados

Unidos sigue estando lejos de la Francia de Luis XIV, el Rey Sol, pero en los márgenes parece estar caminando en esa dirección, y a paso ligero.

Tal vez espere que esta nota derive ahora en un argumento político sobre la evolución reciente bajo el mandato del presidente Trump y cómo deberían volver las cosas a cómo eran antes. Pero eso está muy lejos de nuestra intención. Esta nota no va de los jugadores ni de los equipos, sino del posible cambio en las reglas del juego.

Y sí, el presidente Trump está empujando los límites del sistema para centralizar más poder en el Ejecutivo y ejercer control directo sobre múltiples áreas. Pero al hacerlo, también está demostrando que los famosos contrapesos y equilibrios quizá no sean tan sólidos como se cree. Está marcando un camino que otros presidentes podrán seguir para también tener un control más directo del país.

¿Y cómo está ocurriendo esto?

Para empezar, el presidente Trump está mostrando que se puede evitar el camino tradicional de gobernar, mediante leyes (que requieren aprobación del Congreso y el Senado y que implican equilibrar múltiples intereses) y, en cambio, gobernar por decreto, a través de órdenes ejecutivas (que requieren solo una firma). No es el primero en gobernar así, pero sí el primero en hacerlo sin una gran crisis global. De hecho, si observamos el número de órdenes ejecutivas emitidas hasta ahora, el único precedente comparable en la historia es el de Franklin D. Roosevelt durante la Segunda Guerra Mundial.

Pero emitir órdenes ejecutivas no basta. Para que sean efectivas, deben perdurar. Y aquí es donde creemos que se está produciendo cambios importantes que, aunque no hayan acaparado titulares han impactado las reglas del juego. Con dos recientes sentencias, el Tribunal Supremo ha recortado significativamente el poder judicial y su capacidad para actuar como contrapeso efectivo al Ejecutivo.

El primero llegó el 1 de julio de 2024, en el caso Trump v. United States, donde el Supremo dictaminó que los presidentes tienen inmunidad frente a procesos penales por actos oficiales. Esta sentencia hizo eco de la famosa frase de Nixon en la entrevista con David Frost en 1977: *“Cuando el presidente lo hace, eso significa que no es ilegal.”* Con esta decisión, el Supremo blindó a los presidentes frente a futuras responsabilidades penales y amplió notablemente el ámbito de protección del Ejecutivo.

Más recientemente, el 27 de junio de 2025, en el caso Trump v. CASA, el Supremo prohibió que los tribunales inferiores pudieran emitir medidas cautelares de alcance nacional. Aunque pueda parecer un cambio meramente procesal, sus consecuencias prácticas son profundas:

- Los tribunales ya no pueden suspender políticas federales a nivel nacional con una única sentencia. Solo los demandantes específicos o las jurisdicciones implicadas están protegidos. Se acabaron las suspensiones generalizadas. Así, las administraciones pueden ahora implementar políticas disruptivas de forma incremental, sabiendo que la oposición judicial tardará en escalar. Esto, combinado con una toma de decisiones centralizada y acelerada, crea una larga ventana en la que las políticas pueden impactar en el terreno de juego antes de que la litigación se extienda.
- Hasta que haya revisión por parte de un tribunal de apelaciones o del propio Supremo, una política puede estar en vigor en algunos estados y bloqueada en otros. Esto incentiva la búsqueda estratégica de foros judiciales, tanto por parte del gobierno como de sus opositores.
- Para obtener una protección más amplia, los demandantes ahora tendrán que buscar certificaciones de clase o formar coaliciones más grandes, lo que hace que la resistencia legal sea más lenta, costosa y compleja. Esto permite a las administraciones lanzar ráfagas de políticas con beneficios de corto plazo, aunque la derrota judicial acabe llegando con el tiempo.

Con estas dos sentencias, los presidentes tendrán ahora libertad para adoptar las máximas de los startups: “*Muévete rápido y rompe cosas*” y “*Es mejor pedir perdón que pedir permiso*”, sabiendo que estarán protegidos ante posibles procesos penales y que sus políticas probablemente se mantendrán el tiempo suficiente para dejar huella. En la práctica, ya existen las condiciones para un Ejecutivo más centralizado y audaz.

Para los inversores, las implicaciones son profundas, no por quién esté en el poder ni por qué políticas estén en marcha, sino porque ahora las reglas del juego pueden cambiar radicalmente con un simple trazo de bolígrafo. Y ese bolígrafo ya no es solo más poderoso que la espada: es más poderoso que todos los demás bolígrafos.

En este nuevo entorno, la volatilidad aumenta, ya que los cambios pueden llegar sin previo aviso, mientras que la respuesta legal o legislativa tarda más en organizarse. También aumentan los riesgos de cola, ya que los resultados políticos extremos se vuelven más plausibles cuando se eliminan los filtros procedimentales y participan menos actores con intereses contrapuestos.

El viejo manual, de seguir el debate, esperar la votación, observar la apelación, puede que ya no proporcione el margen de reacción necesario. Los inversores tendrán que ser más flexibles, estar más atentos a las señales del Ejecutivo y preparados para actuar en ventanas de tiempo más estrechas.

En resumen:

La visión más común es que la gobernanza estadounidense es estable, predecible y resiliente, protegida por un sistema de contrapesos y equilibrios y blindada frente a cambios bruscos. Esa confianza en la continuidad institucional y el respeto a las reglas, combinada con un sector privado altamente adaptable, ha permitido que el capital fluya con confianza. Ha sido un pilar central de la llamada excepcionalidad americana.

Pero una visión alternativa es que esto está cambiando. La arquitectura sigue siendo la misma, pero la forma en que se utiliza ha cambiado. El aumento de las órdenes ejecutivas y las recientes decisiones del Supremo sugieren que el sistema está empezando a funcionar de otra manera. Los límites del poder presidencial se están redibujando, no solo para el presente, sino también para el futuro. Los famosos contrapesos y equilibrios que antes parecían sólidos puede que ahora estén más debilitados de lo que se pensaba.

Para los inversores, este giro es clave. No se trata de una preferencia política ni de las políticas concretas en curso. Se trata de la velocidad y la profundidad con la que las reglas del juego pueden reescribirse. Hay que estar preparados para más volatilidad, mayores riesgos extremos y ventanas más cortas para reaccionar.

Durante décadas, Estados Unidos ha sido considerado un país con baja volatilidad política. Esa percepción, quizás, deba ser reconsiderada.

¡Hay que pensarlo!

03.

Leer o Ver

■ Sistema Operativo de Roma: ¿cómo se actualizó?

La recomendación de este mes es un libro sobre el comienzo del fin de la República Romana.

Solemos mirar a Roma en busca de lecciones sobre el colapso de las grandes civilizaciones. Pero lo que se discute mucho menos, y que es igual de interesante, es cómo las civilizaciones empiezan a deteriorarse mucho antes de que algo se rompa formalmente. En *“Hacia la tormenta”*, Mike Duncan relata la historia de la Roma republicana tardía. No la historia de la caída, sino de la descomposición que comenzó cuando todo aún parecía estable.

El tema central del libro resulta inquietantemente familiar: las instituciones diseñadas para frenar el poder empiezan a debilitarse, no por un momento puntual ni por un actor concreto, sino por acumulación. Las normas se doblan y después se rompen, desde todos los espectros políticos. Las reglas que antes se respetaban se vuelven opcionales. El poder comienza a concentrarse, no siempre por diseño, sino porque los mecanismos de contención se están desgastando. Y mientras tanto, las élites económicas y políticas siguen creyendo que el sistema se autorregulará, como siempre lo ha hecho.

Duncan nunca establece comparaciones directas con el presente, pero los ecos son difíciles de ignorar. Igual que exploramos la evolución de la gobernanza en EE. UU., donde el poder ejecutivo opera cada vez con menos filtros y la velocidad del cambio se acelera, *“Hacia la tormenta”* muestra cómo esas mismas dinámicas se desarrollaron en Roma hace más de 2.000 años. Un recordatorio de que el preludeo suele ser más silencioso que la tormenta.

Un libro muy recomendable para quien quiera entender cómo se producen los cambios institucionales.

“La historia no se repite, pero a menudo rima.”

- Libro: ***“Hacia la tormenta: El comienzo del fin de la República romana”*** – de Mike Duncan

Enlace: <https://www.amazon.es/Hacia-tormenta-comienzo-Rep%C3%BAblica-romana/dp/8434427966>

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.

Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G.