



Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

2T 2025

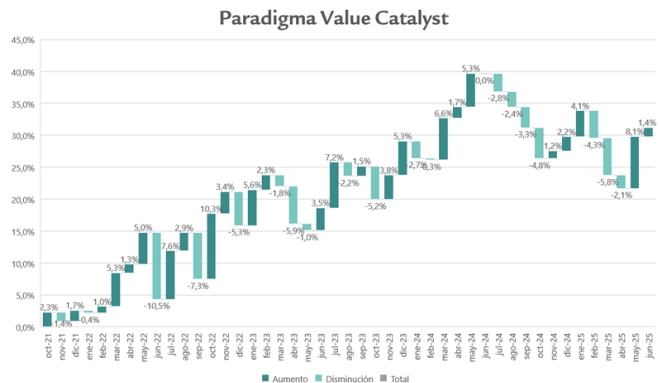
Estimados partícipes,

El segundo trimestre del año ha sido de los que no se olvidan, aunque la dirección de nuestro viaje no ha variado un ápice. La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A)**, en los últimos tres meses ha sido del **+7.3% neto de costes¹**, que nos deja en un **+30.4% acumulado desde el lanzamiento**. La visibilidad operativa de nuestra cartera no para de mejorar en 2025; la siembra de nuestra inversión de los últimos trimestres/años ya está dando fruto abundante – y la cosecha sólo acaba de empezar.

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

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Como decíamos, los últimos tres meses no han dejado tiempo para el aburrimiento. Tras el susto de Liberation Day (4 abril), cuando el presidente Trump amenazó con elevadísimos aranceles recíprocos a las importaciones en EE.UU. (EE.UU. ya paga para vender en muchos países, así que lo presenta como una corrección justa), el mercado convulsionó, semana a semana, conforme a los titulares (o los mensajes en redes).

Muchos dignatarios han ido pasando por la Casa Blanca intentando comprender los motivos y los objetivos de EE.UU., y negociar de la mejor manera posible. Al mismo tiempo, el miedo a la futura inflación, y la inminente reforma fiscal presionaron los costes de la deuda federal americana. Y en poco tiempo el mantra de su “excepcionalidad” se tornó en consenso anti-estadounidense, lo que presionó al dólar, retroalimentando el efecto dominó en la venta de activos americanos, tanto en renta fija como variable. Pero las pruebas de racionalidad en la administración de Trump están ahí, y en cuanto hubo riesgo técnico sobre la fontanería financiera global, por lo brusco de los movimientos, el Secretario del Tesoro Scott Bessent suavizó mensajes, Trump concedió una prórroga arancelaria de 90 días, y hasta “se rebajaron” a pedirle a China una reunión para avanzar en los términos de su relación comercial bilateral – la más importante de todas.

Por si todo lo anterior no fuera suficiente, el conflicto en Ucrania sigue su lenta búsqueda de una solución, incluida la firma de su acuerdo de explotación mineral con EE.UU., pero sin que cesen las provocaciones y los ataques. Mientras tanto, India y Pakistán también vieron llegar la sangre al río, aunque en este caso Trump consiguió que las dos potencias nucleares desescalaran su conflicto en una semana. Además, Israel, que continuaba su campaña en Gaza/Siria, también atacó a Irán de manera directa, en un movimiento que se preparaba desde hacía décadas. Finalmente, para rematar la faena, EE.UU., que lideraba las conversaciones para la paz entre Israel e Irán, decidió unirse y bombardear las instalaciones de enriquecimiento de uranio Iraníes, tal vez arriesgando el cierre del estrecho de Ormuz, que desembocaría en una grave crisis energética global. La OPEC ya está acelerando su aumento de producción de crudo, tal vez para ayudar a Trump a controlar la inflación, pero el cierre del estrecho negaría tal esfuerzo.

Por fortuna, en pocos días se llegó a una tregua en Irán, la reforma fiscal en EE.UU avanza hacia su confirmación el 4 de julio (fecha tan simbólica para los americanos), los mensajes de las empresas siguen siendo sólidos, el empleo aún no se resiente, la inflación tampoco se descontrola, e incluso muchos países ya están bajando sus tipos de interés, aunque Powell se resista en EE.UU. Además, tenemos nuevo Papa (¡casualmente, estadounidense!), Warren Buffet se ha retirado, España sufrió el peor apagón de su historia, Carlos Alcaraz va tomando el relevo del “rey de la tierra

¹ Fuente: Bloomberg, con datos a 30 de junio de 2025.

batida” - Nadal,... Como decía alguien (Lenin), ¡en algunas décadas no pasa nada, y en algunas semanas pasan décadas!

El marcador final de los mercados no refleja ni por asomo todo lo anterior – el SP500 cerró en un +10.6% y el MSCI World en +11% - aunque por la pérdida del dólar (hasta la fecha, su peor año desde 1973), **para un inversor europeo se quedaron en un +1.5% y +1.8% respectivamente**, lo que **aún les deja en negativo para el año**. Lo anterior, además **esconde algunas de las peores caídas de la historia** (peor caída en semiconductores desde la crisis de Lehman, segundo peor día en Asia tras el crash de 1987, etc), así como uno de los rebotes más violentos. El bono soberano estadounidense a 10 años, la referencia “libre de riesgo”, cerró el trimestre con ganancias del +0.8% en divisa local (o lo que es lo mismo, un -7.5% en Euros). Y más abultados fueron los retornos en renta fija grado de inversión (+4%) o high yield (+4.9%). En definitiva, **al mercado se le va pasando el miedo**.

Nosotros aún pensamos que estamos justo en el punto de inflexión entre dos ciclos, y es precisamente ese cambio de ritmo el que explica gran parte del desorden en las cotizaciones actuales. Además, ya vemos signos operativos tangibles en muchas compañías, que demuestran que el proceso de digestión de los excesos del ciclo anterior está muy avanzado. Así pues, seguimos convencidos de la pronta recuperación de la eficiencia de los mercados bursátiles.

01.

Inversiones y rentabilidad

En el segundo trimestre del 2025, **Paradigma Value Catalyst alcanzó una rentabilidad de +7.3%**, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **tecnología, farma y materiales fueron las principales fuentes de rentabilidad** positiva durante el último trimestre. Por otro lado, **los peores bloques** de la cartera han sido principalmente el de **petróleo y gas, que repite en la cola, así como un mínimo impacto proveniente del sector de lujo y de gas natural licuado (GNL)**. El equilibrio en la construcción de nuestra cartera ha sido muy beneficioso, más allá de los peores días de abril, que se resolvió con un rebote técnico de similares características. Pero a partir de ahí, incluso durante los días de mayor incertidumbre geopolítica o de aranceles, la construcción de nuestra cartera ha ayudado a compensar el ruido, mientras aspiramos a los avances específicos de nuestras participadas. Seguimos teniendo claro que tal equilibrio de construcción es muy valioso a medio y largo plazo, y como tal, es parte esencial de nuestro proceso de inversión.

A nivel de compañías, **Hynix** ha sido la principal contribuyente en el trimestre, junto con **Maire Tecnimont y Atalaya Mining**. Por el contrario, **Kosmos Energy** repite en la casilla de castigo, mientras que **Bluenord y Nordic Semiconductors** también nos perjudican ligeramente.

Hynix, líder global en fabricación de memoria DRAM HBM de banda ancha (High Bandwidth Memory) es un claro exponente del comportamiento cortoplacista del mercado en los últimos trimestres. Con Hynix, el mercado se dejó arrastrar desde el verano de 2024 por preocupaciones cortoplacistas de ciclo, del tipo: “Hynix va muy bien, pero es probable que atraviese 2 ó 3 trimestres más flojos para su negocio de no-HBM”. El horizonte temporal mucho más realista de nuestro fondo, el Paradigma Value Catalyst, así como nuestra flexibilidad y foco global, nos dio una enorme ventaja de inversión para subirnos al carro de Hynix, con su situación de liderazgo ya establecida en HBM. A pesar de **lograr un +53% en el trimestre (y +90% desde nuestra inversión inicial el verano pasado)**, es importante recordar su contexto de valoración actual (3.7x ev/ebitda 2025, 10% FCF yield 2025, neto de inversión de crecimiento, y más bien 15% en ritmo de mantenimiento). Por este precio, a años luz de los 30x ev/ebitda de Nvidia y sus competidores (sin saber cuáles sobrevivirán), se puede ser socio en el número 1 mundial, y hasta hace poco único, proveedor de DRAM HBM, sin el cual la IA no es posible.

Como se ve, para encontrar valor no nos hace falta invertir en compañías desconocidas. Y a pesar de su valoración, no estamos arriesgando, como en una start up, por si su tecnología no fuera ganadora, o aventurar si tienen las relaciones comerciales adecuadas, o si conseguirán llegar al mercado, etc. La deuda en su balance es virtualmente cero. Los planes de inversión global en IA y otros centros de datos se mantienen e incluso aumentan, ahora también por jugadores “nacionales” como Arabia Saudi, UAE, etc. Y mientras, la disciplina en la industria de memoria está cada vez más establecida – con signos muy claros en 2022/23/24/25, cuando los fabricantes pararon plantas por primera vez en la historia. **Desde su punto bajo del ciclo, Hynix ha multiplicado por 8x su ebitda.** Y dado que sus beneficios y flujos de caja seguirán aumentando, el mercado seguirá avanzando para reflejar su trayectoria.

Maire Tecnimont, con un **+27% en el trimestre, más +4% de dividendo**, continúa su sólida progresión. Su cotización simplemente refleja su ejecución, que cada vez atrae la atención de más inversores. En 2025 esperan ver su negocio crecer más de un 15%...y lo más probable es que suban sus objetivos en su próxima presentación de resultados. Su margen de beneficios continúa al alza, y más y más órdenes engordan su libro de pedidos, que además dependen principalmente de decisiones estratégicas de países productores de petróleo y gas. Al margen de un precio del crudo de \$55 o \$75 por barril, lo que **todos tienen claro** es que i) **deben extraerlo cuanto antes** y ii) **quieren capturar el máximo valor añadido posible**, para exportar productos terminados. Adicionalmente, la división cuyos beneficios crecen más rápido es la de **Sustainable Tech Solutions (STS)**, que **ayuda a plantear la transición energética y el reciclaje, en base a tecnologías propias**. Maire aspira a ser un líder en el futuro de la transición energética (captura de carbono, reciclaje, combustibles y plásticos limpios, etc), igual que logró serlo en los fertilizantes y la industria petroquímica desde hace ya mucho tiempo. Como confirmamos recientemente en nuestra reunión con ellos en Madrid, incluido su CEO Alessandro Bernini, su plan de **más que doblar el ebitda en los próximos años** (otra vez, o sea 4x desde 2021) continúa en pie, incluyendo 5x para STS desde el 2024, así como 2x para la ingeniería. La asignación de capital de la compañía continúa siendo impecable, e incluye el dividendo que recibimos. Pero igualmente, trabajan para que el mercado reconozca el valor oculto de STS, promoviendo la monetización de participadas que reduzcan la complejidad accionarial, y ayuden a destacar el valor intrínseco.

Finalmente, **Atalaya Mining** nos deja un **+37% en estos meses**. Su punto de partida era muy favorable, pues en el 2024 se retrasaron algunos de sus proyectos. Sin embargo, en 2025 vuelven al lugar que les corresponde, y a la mejora en sus volúmenes y sus leyes de cobre, se suma el precio del metal rojo, que refleja la solidez de la oferta y la demanda, y también cierto componente especulativo por miedo a los posibles aranceles en EE.UU. La compañía sigue a lo suyo, concentrada en lo que puede controlar: la ejecución de sus planes de minas, la seguridad, el cumplimiento de los requisitos medioambientales,...para que su buen hacer siga siendo una carta de presentación imaculada a la hora de conseguir nuevos permisos de minería. En los **próximos meses deberían recibir el que será tan sólo el segundo permiso de cobre concedido en España en los últimos 10 años – será Touro**, en Pontevedra. Con ella aumentarán su producción +60% en los próximos años, desde una jurisdicción y con una logística mucho menos problemática de lo que suele ser el caso en su negocio. Mientras avanzan con eso, sus operaciones en **Río Tinto también empujan, y el 2025 verá cómo su ebitda aumenta un 100%**. El mercado empieza a reconocer todos estos avances, y la reciente inclusión de Atalaya en algunos de los índices más relevantes (FTSE All Share y FTSE 250) les dará más visibilidad, y añadirá el flujo de inversión pasivo al empuje de su cotización.

Entre las detractoras, **Kosmos** sufrió un gran castigo de nuevo, un **-24.6%**. Durante el trimestre su proyecto de GNL en Mauritania/Senegal comenzó su producción. Tras más de 5 años de inversión, el proyecto en cuestión, Greater Tortue Ahmeyim (GTA), alcanzó su día de lanzamiento oficial (COD) este trimestre como estaba previsto, y con ello no sólo deja de absorber inversión, sino que explota la generación de caja en la compañía. Adicionalmente, tanto Kosmos como su socio BP, empiezan a mover las piezas para acelerar las siguientes fases de GTA, que producirán lo mismo, por tan sólo una fracción del capex. Con todo ello se abre la puerta a la monetización de parte de esos activos, si se presentan ofertas adecuadas – el plan siempre fue ese. A pesar de todo, el mercado castiga la cotización de Kosmos como si fuera un proxy del precio del petróleo; y cuando la OPEC anuncia más volúmenes que presionarían el precio del crudo, o cuando se teme una recesión, la volatilidad en Kosmos atrae flujos especulativos a la baja. También **nos consta que un gran accionista vendió toda su posición de manera indiscriminada** (posiblemente a causa

de la liquidación/transformación de su cartera), un factor técnico que ya no debería presionar más. La principal **vulnerabilidad de Kosmos es su nivel de deuda, de casi 3x ebitda**. Tal deuda tiene su origen en el capex de GTA, que se acaba de completar, y Kosmos siempre ha estructurado los vencimientos de manera conservadora. Por ello, no hay **ningun vencimiento en 2025, y la cantidad pendiente para 2026 es bastante limitada**. Kosmos ha demostrado en el pasado su flexibilidad y su proactividad, y siguen planeando un llamativo punto de inflexión en la generación de caja, incluso a niveles de petróleo de \$60-65/bbl. Además, **su estrategia de coberturas les protege de las caídas puntuales del precio de crudo**. En mayo pudimos reunirnos con Andy Inglis, su CEO, quien confirmó su foco en la generación de caja y la reducción de deuda, así como que ésta no supone una amenaza inminente. Y que hasta en el peor de los casos, tienen capacidad de sobra para cambiar la estructura de sus pasivos. La situación de la compañía nada tiene que ver con la de hace 5 años, cuando empezaban GTA, y sin embargo se puede invertir prácticamente al mismo precio. Por todo lo anterior, pudimos **aprovechar algunas de las caídas recientes para incrementar nuestra posición**.

Por su parte, **Bluenord** nos retrasó ligeramente, con su **-10.8%** este trimestre, incluido el dividendo pagado de +12%. El nerviosismo respecto al precio del petróleo tampoco ha sido beneficioso para ellos, a pesar de que también cubren sus precios de venta futuros de petróleo gas. Lo más importante, en su caso, es que **su proyecto Tyra II**, en el que han invertido \$1bn durante los últimos años, **se reiniciara y alcanzara sus volúmenes objetivo**. A partir de ese momento, nuestras tres palancas de rentabilidad empiezan a surtir su potente efecto: i) el ebitda aumentará +100%, ii) la compañía se revalorizará al entrar en el radar de fondos e inversores, hasta ahora poco interesados en compañías de gas/petróleo en mitad de un programa de capex transformador, pero con quién sabe qué riesgos, y iii) Bluenord se propone **pagar el 80% de su capitalización en dividendo entre 2025 y 2026**. El primer dividendo pagado (24 junio) da el pistoletazo de salida. A continuación, Bluenord además renegoció su convertible, con vencimiento en diciembre de 2025, para evitar ningún tipo de dilución, pero preservando toda la liquidez disponible para poder pagar el máximo retorno al accionista. A partir de aquí, nuestra rentabilidad objetivo cada vez es más tangible, por lo que también aprovechamos las correcciones para aumentar nuestra posición.

Finalmente, **Nordic Semiconductor** también **nos costó dinero** este trimestre, **a pesar de haber logrado un +7.5%** en el mercado. Aquí el principal motivo para nuestra pérdida fue la venta de parte de nuestra posición durante los días de caídas más fuertes, por la posible incertidumbre ante su inminente presentación de resultados, y para aprovechar el rebote esperado en alguna otra participada que debería reaccionar más rápido y con más fuerza. Por ello, **experimentamos la caída de Nordic Semiconductor con más peso en la cartera que la recuperación posterior**. En cualquier caso, el día a día de su negocio avanza, aunque su presentación de resultados del primer trimestre no fuera bien recibida (-14% en el día). A pesar de batir su previsiones, al mercado no le convenció la cautela por la falta de visibilidad para los próximos trimestres, como nos temíamos. En nuestra opinión, el mensaje de los directivos de Nordic es perfectamente normal y comprensible en los tiempos que corren; cualquier otra promesa habría comprometido su credibilidad. Nordic continua su inversión en I+D, lo que protege su sólida posición competitiva. Aunque a corto plazo es importante ver cómo aterrizan los posible riesgos de aranceles, que podrían afectar a muchos de los productos finales que usan la tecnología de Nordic Semiconductor, así como sesgar la competitividad de jugadores alternativos de origen estadounidense, mantenemos nuestra limitada posición, con vistas a reconstruirla en próximos trimestres, cuando podrán recuperar la iniciativa gracias a la ventaja tecnológica de sus recientes lanzamientos.

Al margen de los vaivenes del mercado, nuestra cartera aspira a lograr su retorno objetivo, y a batir al mercado a lo largo del ciclo, en base a los proyectos y progresos operativos concretos de nuestras participadas, cada una en lo suyo. Repasando la cartera, hay quien podrá sorprenderse del enorme crecimiento de beneficios que vamos recibiendo – pero **no hay contradicción, el Value no tiene por qué ser opuesto al Growth**.

Nuestro proceso nos sigue ayudando a construir una cartera diversificada, con compañías que nos permiten lograr un potente equilibrio entre i) beneficios fuertemente al alza, en base a proyectos concretos, ii) revalorización gracias a los atractivos niveles de entrada, invirtiendo a la contra, cuando la mayoría prefiere otras opciones más populares, y iii) dividendos sustanciales, como palanca de rentabilidad adicional. Estas son las razones de ser de nuestro foco constante en el progreso operativo, la asignación de capital y la credibilidad y calidad de los equipos ejecutivos.

También nos mantenemos atentos a posibles riesgos de todo tipo, como han sido los titulares sobre aranceles en EE.UU. o el conflicto de Irán. De nuevo, la construcción ordenada de nuestra cartera nos suele proteger, como ha vuelto a ser el caso en estos últimos meses.

Tras las más recientes correcciones, y en base a los números del consenso, **nuestra cartera cotiza a 13.7x PER del 2025, o 6.3x ev/ebitda, y 8% de dividendo, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 24x PER y 16x ev/ebitda o MSCI World a 21.1x y 13.9x respectivamente**, en ambos casos con niveles de deuda más altos que los nuestros, y peores perspectivas de beneficios y dividendos. Mirando hacia el 2026, nuestra foto mejora aún más (PER 10x, ev/ebitda 5.4x), pues parte de la reciente rotación de la cartera ha buscado compañías rezagadas, o que van a cristalizar de manera más visible el próximo año. Tras el fuerte rebote de los últimos meses, principalmente técnico, y que como explicamos en nuestra anterior carta trimestral, la historia recomendaba comprar y en ningún caso vender, nos encontramos de vuelta a un punto en el que la clave vuelve a estar en la selección de compañías, sobre todo, aquellas empresas que se verán beneficiadas por el cambio de ciclo en el que nos vemos inmersos.

02.

Entrada y salida de inversiones

La rotación de nuestro fondo suele ser muy baja, a la espera de que los catalizadores respectivos de nuestras participadas lleguen a buen puerto. Sin embargo, también somos capaces de adaptarnos a las oportunidades cuando el mercado las ofrece. En este sentido, durante el último trimestre la **rotación ha sido superior a lo habitual, y concentramos nuestro portfolio en 28 compañías**, aprovechando las caídas generalizadas para i) vender algunas de nuestras posiciones que apenas habían caído, ii) concentrar y aumentar peso en aquellas que eran más susceptibles de rebotar por motivos simplemente técnicos, cuando pasara el pánico, y iii) reducir la exposición a algunas cuyo rebote se producirá como parte de una segunda ola.

Además, en este trimestre iniciamos una posición, que a continuación ha crecido en peso hasta ser relevante, en **Zegona Communications**. Se trata de la dueña de Vodafone España, y el equipo que en su día culminó tan exitosamente su inversión-reestructuración-salida en Telecable, y a continuación Euskaltel. Ahora, vuelven a la carga y están en proceso de mejorar sustancialmente las operaciones de Vodafone España. Pero mientras avanzan a nivel operativo, se avecina un gran cambio financiero. Con la monetización de sus activos de fibra óptica, conseguirán reducir deuda de manera acelerada, y así podrán cancelar una gran parte de sus acciones en circulación. El potencial de revaloración para nosotros los minoritarios, es muy sustancial a largo de los próximos meses/trimestres.

03.

Liquidez

Hacia finales del trimestre, tomamos algunos beneficios en posiciones que habían rebotado con más fuerza, siendo conscientes de la incertidumbre pendiente respecto a i) los aranceles en US, ii) los diversos conflictos geopolíticos pendientes de resolución y iii) la inminente temporada de resultados que podría desilusionar por la falta de visibilidad generalizada, como nos van explicando muchas compañías en nuestras reuniones con ellas. Además, a nivel estacional, también tiene sentido prepararse para aprovechar oportunidades durante el verano - el periodo estival suele ser época de menor liquidez y mayor volatilidad. Por todo ello, **incrementamos la liquidez disponible en el fondo hasta el 4.7%**, aunque el perfil de la cartera se mantiene estable, y el ligero rebalanceo entre posiciones ha variado poco las exposiciones sectoriales y otros factores de riesgo.

04.

Errores

En este trimestre decidimos liquidar nuestra inversión en **Orsted**. En su momento invertimos a niveles muy atractivos, allá por noviembre de 2023, y llegamos a tener una gran rentabilidad acumulada. Las premisas eran que i) lo peor había pasado para sus proyectos en EE.UU. (5% de su capacidad total prevista), ii) su repliegue estratégico blindaba su balance y iii) Europa y Asia apuntaban un crecimiento en beneficios y el 95% de su valor intrínseco. Tales premisas se iban cumpliendo, y los siguientes movimientos de tipos de interés, a la baja antes o después, añadirían viento de cola a nuestra tesis. Sin embargo, la llegada del **presidente Trump a la Casa Blanca** trajo consigo un riesgo cada vez mayor de **cambio en las reglas del juego para la industria de renovables en EE.UU.** Desde su victoria electoral en Noviembre, se empezó a cuestionar la **permanencia de diversos incentivos fiscales**, que eran parte de las proyecciones financieras de todos los proyectos renovables ya aprobados. Finalmente, con su toma de posesión, a la incertidumbre fiscal, se sumó la amenaza de los aranceles pendientes de anuncio hasta el 4 de abril – cualquiera de los dos tendría un impacto significativo sobre la creación de valor de la nueva capacidad en EE.UU. Aunque muchos expertos vaticinaban un impacto reducido, y defendían el carácter estratégico de la generación eléctrica para la creciente demanda de los centros de datos, en nuestra opinión no era nada descabellado que Orsted volviera a reportar pérdidas latentes por todo lo anterior. Finalmente, antes de “Liberation Day”, decidimos cerrar nuestra inversión en Orsted para concentrarnos en otras participadas cuyos catalizadores estaban más claros, y que suponían asumir menos riesgo. **Nuestro proceso** (definición precisa los catalizadores y detonantes para el éxito o fracaso de proyectos, cuantificación del impacto económico y de los tiempos, comparación con opciones alternativas de inversión), **nos brindó un buen servicio una vez más**. Orsted sigue en nuestro radar, a la espera de que asiente el polvo en renovables, un sector totalmente denostado a día de hoy, pero donde los mejores operadores saldrán reforzados, para aprovechar la siguiente ola de la industria, cuando llegue.

05.

Reflexiones/Divagaciones

Como cada segundo trimestre, su cierre da paso al verano, un periodo ideal en el que parece que el mundo se ralentice durante algunas semanas, y que podemos aprovechar para recuperar las referencias, o para buscar inspiración y pensar de manera independiente para invertir a la contra.

Junto con los catalizadores, una parte fundamental de nuestro proceso es la inversión a la contra, invirtiendo en momentos y lugares que a otros no interesan. Dicho esto, es peligroso menospreciar al mercado. Para sobrevivir a la contra, es crucial afinar para fallar poco, lo que a menudo implica...no hacer nada. En cualquier caso, un buen punto de partida suele ser un consenso extremadamente uniforme sobre algún tema. Por ejemplo, a día de hoy, el consenso parece bastante extremo sobre i) el desastre de las políticas de Trump, ii) la debilidad del dólar y la pérdida del atractivo de los activos de EE.UU., iii) la concentración y el cortoplacismo que vuelve a dominar el mercado, y iv) la gestión del riesgo inefectiva en muchas ocasiones, que tiene que ver con la inversión cada vez más pasiva.

Desastre de las políticas de Trump...o no.

Ya comentamos en nuestra anterior carta, cómo **al margen del fondo** de sus propuestas, **las formas del presidente Trump no han hecho muchos amigos**. Pero también comentamos que no aceptó el cargo para hacer amigos, sino para corregir de manera drástica un rumbo que conducía a EE.UU. hacia un callejón sin salida fiscal, monetario, tecnológico y seguramente geopolítico, tal vez en pocas décadas. Sus **formas** “poco elegantes”, además adolecen de una **aparente falta de consistencia**, con cambios semanales e incluso diarios. **La reacción de casi todos es muy emocional, y de rechazo frontal**. Pero en nuestra opinión vale la pena señalar algunos matices.

Primero, es que **no hay excusa para las formas. Punto.**

Sobre **la inconsistencia y los cambios semanales**, en nuestra opinión son parte de su táctica negociadora. Lo cierto es que ese mismo tira y afloja es **parte de cualquier negociación**, pero hasta ahora, ningún proceso multinacional había sido tan público como lo están siendo los aranceles. Tal vez se deba a la presión para dejar el tema visto para sentencia, y que la incertidumbre retrase inversiones y empleo lo menos posible, para que EE.UU. pueda llegar con fuerza a noviembre de 2026, fecha de las próximas elecciones “mid-term”.

Sobre su **irracionalidad**, que muchos denuncian, también comentamos anteriormente que vemos **muchos signos justamente de lo contrario**: por ejemplo, cuando a los pocos días de provocar el caos en el comercio y las bolsas globales, y hasta poner en peligro la fontanería financiera del mundo (caída de la deuda americana a largo, impactando y forzando la liquidación de fondos de renta fija - considerados “de poco riesgo”-, ultra-apalancados, dio marcha atrás, anunciando una **tregua arancelaria de 90 días**. O cuando ante la escasez de tierras raras (China domina su producción, con un 90% de cuota), cambiaron su postura intransigente y buscaron una ronda de reuniones, y rebajas arancelarias también para ellos.

Si algo hay que reconocer a la administración de Trump, es que **su plan está claramente definido (aranceles, reducción de impuestos y desregulación), así como sus tiempos (aranceles cuanto antes, reducción fiscal el 4 de julio, y desregulación, a la vuelta de verano)**. Sus objetivos son **enormemente ambiciosos**. Pero es probable que algunos/muchos se retrasen (de ahí la agresividad negociadora). Nada es tan fácil como suena, y no hay más que ver el conflicto de Ucrania, para el que no ha podido lograr la paz en el mes que prometía, la falta recuperación de los rehenes o la paz en Gaza, aún pendiente, su involucración en Irán a pesar de su promesa de “menos guerras”, o su reforma fiscal, que a punto estuvo de no superar el voto del Congreso.

Lo curioso es que, a pesar de la **emotividad y el catastrofismo de los comentarios de estrategas, inversores, periodistas, etc., el mercado poco a poco va reconociendo el potencial de que las reformas de Trump consigan un impacto positivo**. Y si finalmente logra que i) las tarifas ayuden a recaudar un poco, y con ello se gana tiempo en el presupuesto federal, ...ii) sin que la inflación se descontrole, como hasta ahora, ...iii) mientras su impulso para la inversión doméstica en industrias estratégicas da... iv) un impulso al empleo y los salarios, y se suma... v) al empuje de la bajada de impuestos e incentivos fiscales, mientras ...vi) la desregulación actúa como acelerador final, parece que el impulso al crecimiento y el consumo, sobre todo para PYMEs y rentas más bajas, **habrá logrado el milagro de cambiar el curso de EE.UU. Adicionalmente, se esperan bajadas de tipos de interés**, más pronto que tarde. Todo esto encajaría con el cambio de ciclo que percibimos que está ocurriendo a muchos niveles, no sólo económico.

El mercado, tras su reciente rebote, aún sólo descuenta que las grandes corporaciones puedan seguir avanzando, como hasta ahora. Pero **el potencial es inmenso** para los negocios y la valoración de casi todas las demás, pequeñas, medianas, y hasta algunas grandes también. Sin entrar en las formas, y con el foco en el fondo, en nuestra cartera tenemos las herramientas para apostar por este potencial, a nivel global, sin asumir riesgos binarios.

Debilidad del dólar y pérdida de atractivo de los activos de EE.UU...o no.

El principal consenso que ha tomado forma recientemente, y además en pocos meses, es que el dólar es muy vulnerable y debería debilitarse, en gran parte debido a la pérdida del carácter excepcional de los activos estadounidenses. Curiosamente, este consenso tomó forma a raíz de que **el dólar sufriera su peor comienzo de año desde 1973 (-10.7% en la primera mitad de 2025)**. Alguno reflexionará que después de visto todo el mundo es listo, y que a estas alturas, el consenso parece poco original. Pero ahora es frecuente ver a expertos y estrategias explicar que los activos americanos han perdido su atractivo, y que se ha puesto en marcha una avalancha de desinversión que perpetuará a la baja su movimiento y el del dólar.

Frente a consensos tan unidireccionales, nuestra respuesta refleja suele ser la contraria. Y aunque finalmente pueda ser incorrecta, le dedicamos cierta atención, por si acaso.

Lo primero, en el caso del dólar, es que **las monedas se deprecian...frente a otras monedas**, en un tira y afloja relativo. Para aceptar su debilidad futura, es importante definir frente a qué alternativa. Las monedas actúan en gran medida como termómetros, o medidores de flujos. Y es posible que hayamos visto el efecto de flujos de salida desde activos

estadounidenses. Pero para creer que el movimiento va a continuar, **hace falta asumir que en el futuro se va a deshacer más inversión de la que se genera cada año de manera orgánica (stock vs flujo)**, porque debe haber una alternativa aventajada. Tal alternativa, sin embargo, no parece nada evidente a día de hoy. Más allá de un rebalanceo inicial puntual desde niveles de enorme sobreponderación en EE.UU., las perspectivas de crecimiento/fiscales/tecnológicas de Europa no parecen superiores en absoluto. Y el resto de opciones (Japón, China, otros emergentes...) carecen del tamaño y/o la credibilidad para reemplazar al dólar y EE.UU. como destino de inversión. Tan sólo la valoración no basta.

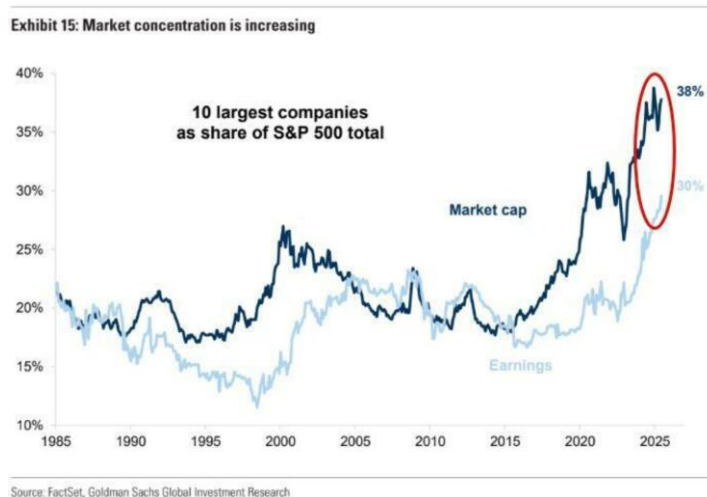
Con un consenso tan marcado en contra, si parte/mucho/todo lo que repasamos en el punto anterior se fuera cumpliendo, no sería sorprendente que EE.UU. y los beneficios de sus empresas recuperasen una senda de crecimiento muy sólido incluso desde 2026, en cuyo caso, el riesgo para el consenso tan negativo no sería nada despreciable. **El componente emocional respecto a Trump puede estar dificultando la independencia de muchas conclusiones.**

Nuestra opinión respecto al dólar no está tan definida como la del consenso, y abrimos una puerta muy grande al escenario opuesto. Como muchos recordarán, por defecto, nuestra exposición a divisas no se cubre. Aunque podríamos protegernos, sólo lo haremos en contadas ocasiones, cuando i) sea barato, ii) nuestra exposición sea material y así lo recomiende la gestión proporcionada del riesgo y iii) tengamos una opinión muy clara sobre la probabilidad del movimiento adverso de la divisa en cuestión. Mientras tanto, y por suerte para nosotros y nuestros partícipes, muchas de nuestras compañías disfrutan de la cobertura natural de sus negocios (por ejemplo, suben los precios de sus productos si cae el dólar), y podemos construir una cartera sin mucho sesgo pro/anti dólar, sin “tener que mojarnos”.

Concentración en el mercado y cortoplacismo...o no.

Mientras esperamos que quede atrás el punto de inflexión entre el ciclo que superamos y el que comienza, con cambios dramáticos a muchos niveles (económicos, pero también políticos, regulatorios, tecnológicos...e incluso algunos éticos/de valores), seguimos experimentando niveles de incertidumbre que a muchos les resultan incómodos. Aunque como decía alguien, “así es como se siente la oportunidad, incómoda”.

Huyendo del mercado preocupados, pero presa del FOMO (fear of missing out), muchos han buscado refugio en unas pocas compañías populares, de gran tamaño, que salen en prensa, invirtiendo en directo o través de índices. Del mismo modo, los gestores profesionales cada vez han gravitado más hacia esas mismas compañías, preocupados por no salir mal en la foto aunque sea durante unos pocos trimestres.



Parte del cambio de ciclo que vemos también tiene que ver con esto, con i) cierto **agotamiento en la oportunidad que ofrece la inversión pasiva (comisiones más baratas...pero a partir de un punto, con un coste implícito importante por la falta de diversificación y de diferenciación)**, y ii) **el extremo al que se ha llevado, a nivel comercial en la industria de inversión, la promesa del éxito y el beneficio inmediato**. Estos dos ingredientes, combinados, han llevado al mercado

a extremos sin precedentes de i) concentración y ii) cortoplacismo, que tenderán a corregirse en el próximo ciclo. Cada vez se comprende menos y se evita más, cualquier inversión que no salga en redes, que no se promoció en blogs, que no domine titulares...que no suba un +20/30/40% este trimestre/mes/semana, que no esté en el índice SP500, o en la ETF de turno (Defensa, IA, IA enablers, Space Exploration, Vacunas-Covid, , Infraestructura...y hasta hace poco ESG, Metaverso,...etc). Y sin embargo, por definición, cuanto más popular la temática, más tarde se llega a la fiesta.

Nuestras anécdotas de los últimos meses/semanas se suceden cada vez más rápido. Y es frecuente oír de analistas, o de otros inversores, cómo tal o cual compañía **crystalizará su enorme valor oculto dentro de 3 trimestres, ¡y por lo tanto hay que empezar a invertir dentro de 2!** El mercado sigue siendo eficiente. Pero cada vez reacciona 1) más lento ante cambios operativos, anticipando menos y reaccionando después, y 2) más violentamente, de ida y vuelta, frente a distorsiones macro/geopolíticas e incluso temáticas, por la uniformidad de los flujos de inversión pasivos. A nosotros el punto 2 nos beneficia enormemente, dándonos niveles de entrada mucho mejores. Y frente al punto 1, nos protege nuestro proceso de inversión, que exige catalizadores, ayudando a evitar trampas de valor. A día de hoy, **la oportunidad de arbitraje temporal**, entre el muy corto plazo y la concentración del mercado, y los catalizadores a medio plazo y la diversificación de nuestras compañías **alcanza niveles nunca antes vistos**.

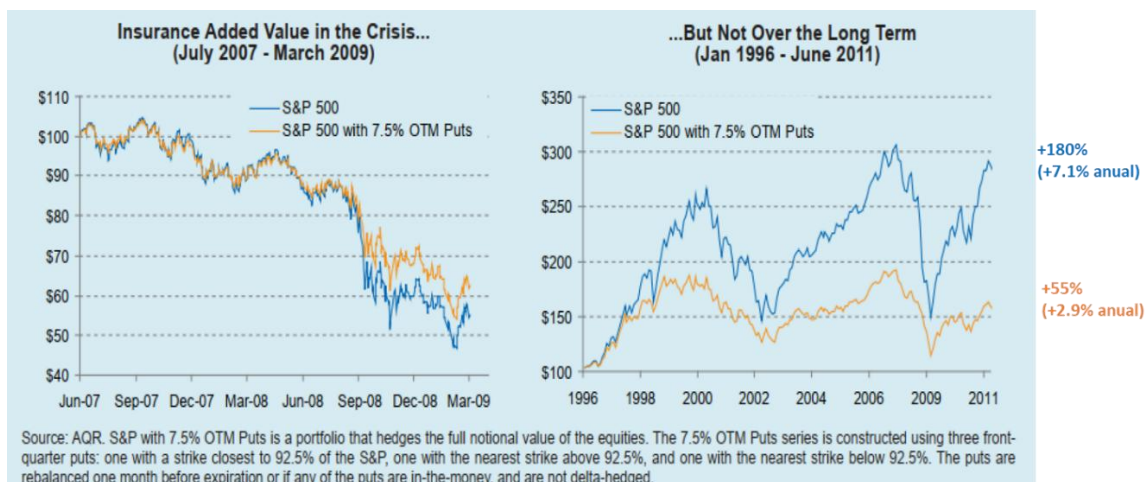
Gestión del riesgo efectiva...o no.

Relacionado con los tres puntos anteriores – el riesgo de desastre por las políticas de Trump, el riesgo por la debilidad del dólar y los activos estadounidenses (en particular los bonos soberanos, que actúan como referencia “libre de riesgo”), y la concentración y el cortoplacismo imperante en el mercado, que amplifica el peligro de movimientos desordenados – se plantea la cuestión de cómo protegerse, frente a esto y en general, ante cualquier otra amenaza.

Protegerse en inversión, o gestionar el riesgo, no tiene nada que ver con predecir el futuro, y tiene todo que ver con la preparación. Como dice el refrán, **“hombre precavido vale por dos”**. Tal enfoque encaja con algunos procesos de inversión, y es totalmente opuesto a otros (que nosotros consideramos inapropiados). Por ejemplo, ante el miedo a que las políticas de Trump sean un desastre, o el riesgo ante el dólar, en nuestra opinión uno se puede preparar de cuatro maneras principales, algunas más problemáticas que otras:

1.- Hacer **timing de mercado** (o intentarlo). Esto implica salirse del mercado justo antes de un anuncio de aranceles preocupante, cerca de máximos, volver a entrar en mercado en el momento de pánico más extremo, para rebotar a continuación y tomar beneficios, y así ir adivinando al menos algunas de las idas y venidas de Mr. Market, errando menos de lo que se acierta. La propia explicación, como si se contara con una bola de cristal, da una idea de lo absurdo que resulta prometer (vender) algo así. Pero la inversión pasiva en índices, y muchos fondos que los siguen de cerca, está eliminando otras opciones de valor añadido para más y más inversores, que deciden intentarlo de este modo. Desafortunadamente, tras casi 25 años de dedicación exclusiva a este “arte” que es invertir a nuestras espaldas, desde varios países y grandes casas de inversión, coincidiendo con algunos de los mejores de nuestros tiempos...no conocemos a nadie (ni hemos leído sobre nadie) que sea capaz de hacer timing de mercado. Es decir, **el timing es una estrategia inefectiva (fallida)** para la gestión del riesgo.

2.- **Coberturas sistemáticas.** Una vez asumido que el timing no es posible, algunos se pueden plantear la cobertura sistemática, por ejemplo con derivados. Tales coberturas, compradas de manera estructural (todos los años, como un seguro anti-incendios), sí que funcionan durante los periodos de más incertidumbre y en las caídas más abultadas. Pero su coste es muy elevado. **El collar acaba costando casi más que el perro.** Para un inversor pasivo preocupado por los aranceles, o el dólar, o la geopolítica, la cobertura de su índice podría lograrse de manera sencilla (es más sencillo cubrir un índice que cada compañía individual), pero no barata. El impacto final es **inefectivo como estrategia de gestión del riesgo**, tan desalentador como el del timing – devasta la rentabilidad a largo plazo.



3.- **Diversificación:** La opción de “**no tener todos los huevos en la misma cesta**”, que es de sentido común, sí que es **efectiva**. Esto incluye diversidad de tipo de activos (renta variable vs renta fija, inmobiliario, alternativos...), siendo consciente de las limitaciones de cada uno, para lo cual se definen los perfiles de riesgo. También se refiere a la diversificación dentro de cada clase. El problema aquí puede venir de la mano del **exceso de diversificación**, que diluye el impacto de las inversiones más exitosas para aspirar tal vez a un retorno mediocre a largo plazo. La diversificación también implica **un cierto coste, psicológico en este caso**: hay que asumir que los titulares de Nvidia +170% en 2024, Coreweave +40% en su salida a bolsa...brillan mucho más que nuestra estrategia pensada para lograr otro tipo de objetivos. Pero cuando en verano veamos turistas retozando en sus motos de agua, como si fueran Nvidia o Coreweave, nos recordará que ellos nunca elegirían algo así, y preferirían menos saltos y cabriolas y más ropa seca, para cruzar el Atlántico. **La diversificación es gratis**. De hecho, **es uno de los escasísimos “duros a pesetas” que se pueden encontrar en el mercado, y más aún hoy por el auge actual de la gestión pasiva**, que la desdén. Para fondos como el nuestro, cada vez hay más donde elegir para añadir valor en este sentido, a la contra frente a la concentración.

4.- **Paciencia:** El poder esperar un tiempo razonable (“**TIME-IN**”, que no timing), es **la otra gran palanca efectiva para mitigar el riesgo**. El **único coste aquí también es psicológico**, porque hay que asumir que **los retornos no se generan de manera lineal** cada mes/trimestre/año, y que el progreso operativo a menudo debe superar contratiempos. **Mientras se espera, pueden surgir las dudas**. Especialmente la liquidez diaria, erosiona la paciencia de muchos, que prefieren esconder la cabeza en la arena de los activos ilíquidos. La liquidez, un factor técnico (y una virtud), en vez de sumar, les preocupa. Por el contrario, cuando compramos bien, y podemos elegir nuestro punto de salida, y si además damos tiempo para que se cumplan nuestros catalizadores concretos, la historia demuestra que la volatilidad desaparece, y que el riesgo se gestiona solo. O mejor dicho, lo gestionan los directivos de nuestras empresas (que se adaptan a la competencia, los impuestos, la inflación, la regulación, etc). **La paciencia es una palanca extremadamente potente para invertir a la contra, pues el mercado está totalmente enfocado en el corto plazo**. Por definición, gestionar el riesgo así no sólo no cuesta dinero, sino que hoy genera retornos extra.

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



Andrés Allende Rodríguez-Losada, CFA

Gestor del fondo Paradigma Value Catalyst

Aviso Legal

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

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

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