



Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

1T 2025



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

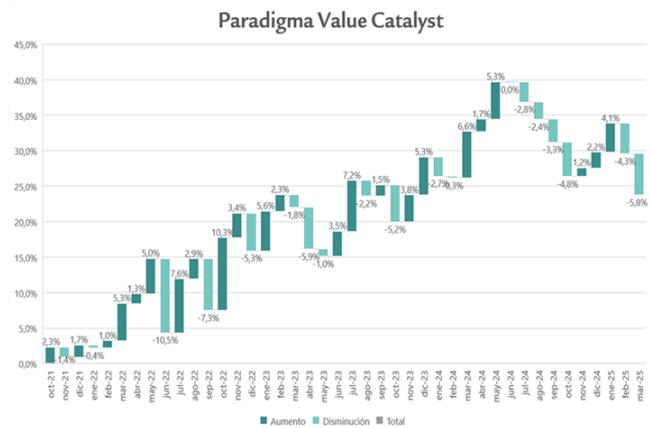
Estimados partícipes,

El primer trimestre de 2025 marca el principio de lo que creemos que es un nuevo ciclo tanto a nivel económico como geopolítico, y hasta tecnológico. El mercado sigue buscando referencias firmes sobre las que basar las previsiones y las valoraciones de todo tipo de activos. En los próximos meses tendremos las nuevas reglas del juego y las compañías que componen el mercado se adaptarán y buscarán la creación de valor para sus accionistas, impulsando con fuerza al mercado. La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A), en los últimos tres meses ha sido del -6.1% neto de costes, y nos deja en un +21.6% acumulado desde el lanzamiento.** Tras un 2024 que sirvió para sembrar, en 2025 seguimos esperando una gran cosecha, y en este principio de año hemos logrado **más visibilidad operativa de la que hemos tenido nunca.**

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%	
Mayo		5,0%	-1,0%	5,3%	
Junio		-10,5%	3,5%	0,0%	
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%	-6,1%

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Al son de los anuncios de aranceles a las importaciones por EE.UU., los programas de recorte fiscal, los planes sobre incremento gasto en defensa global, combinados con la desactivación de conflictos (Gaza, Ucrania), los estrategas y economistas se empeñan en pronosticar tasas de crecimiento e inflación, críticos para valorar cualquier tipo de activo. Pero sin los acuerdos finales, en medio de la cacofonía de las distintas negociaciones, todas las estimaciones quedan obsoletas de semana en semana. La preocupación por la incertidumbre cortoplacista ha tenido consecuencias en la rentabilidad de diversos tipos de activos. La divergencia entre unos y otros sigue siendo enorme: el SP500 se dejó un -4.6% en el trimestre, su peor trimestre respecto al resto del mundo en 23 años (2002), lastrado por algunos de los nombres más populares, mientras el MSCI World quedaba en el -2.1%. El bono soberano estadounidense a 10 años, la referencia “libre de riesgo”, cerró con ganancias del 2.3%, la cara, frente a la cruz del bono alemán (-2.1%). El Nikkei en Japón se dejó un -10.7%, su peor trimestre desde marzo de 2020 (Covid), mientras que el Hang Seng en China ganó un +17%. Mientras tanto, el oro fue un gran refugio ante tanta incertidumbre (+19%), y algunas otras materias primas como el cobre (+25%) señalan inflación, riesgo de tarifas arancelarias, pero también un sólido crecimiento futuro. Parte de todo lo anterior también se explica por la transición entre dos ciclos, y como reacción frente a los excesos de los trimestres/años anteriores. Al margen del desorden en algunos recovecos del mercado, el proceso de digestión ya está muy avanzado, lo cual nos da mucha confianza sobre la vuelta a la eficiencia del mecanismo bursátil.

Mientras escribimos esta carta, los anuncios de aranceles por EE.UU. han subido el tono de agresividad, y han provocado movimientos de mercado aún más extremos, aunque no tan distintos de otros episodios periódicos de corrección, que sanean los excesos acumulados y aceleran el cambio de ciclo. Cuando los signos de pánico se extiendan, será momento de compra indiscriminada de mercado, y por añadidura, de fondos como el nuestro, capaces de encontrar diamantes en bruto.

01.

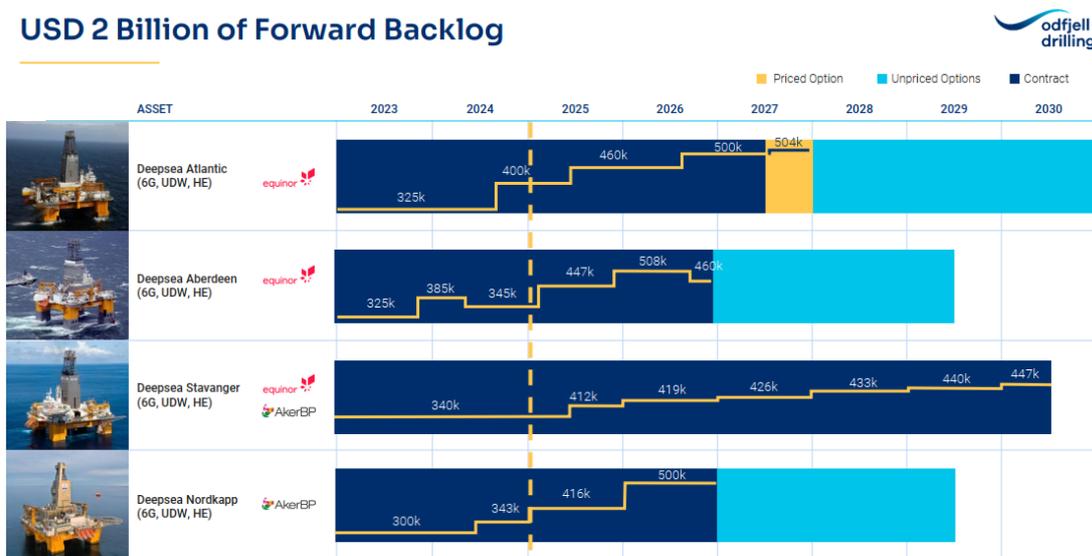
Inversiones y rentabilidad

En el primer trimestre del 2025, **Paradigma Value Catalyst alcanzó una rentabilidad de -6.1%**, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **renovables, materiales y actividad industrial** fueron las principales fuentes de rentabilidad positiva durante el último trimestre. Por otro lado, los peores bloques de la cartera han sido los de **petróleo y gas, tecnología, ambos repitiendo tras el trimestre anterior, así como la infraestructura de gas natural licuado (GNL)**. En este trimestre la composición equilibrada de nuestra cartera no nos ha ayudado a compensar el ruido de mercado. Esto, que no suele ser el caso, no es signo de que haya piezas fuera de lugar. Seguimos teniendo claro que tal equilibrio de construcción en breve volverá a demostrar su valor, sea cual sea el escenario.

A nivel de compañías, **Odfjell Drilling** ha sido la principal contribuyente en el trimestre, junto con **Almirall y Nordic Semiconductors**. Por el contrario, **Soitec y Kosmos Energy** repiten trimestre en la cola, y se les une **Polypeptide**.

Odfjell Drilling, es un ejemplo de libro que nos reafirma en nuestro proceso de inversión, cuyas tres palancas principales de rentabilidad (beneficios en base a catalizadores, revalorización y dividendos), funcionan, siempre que tenemos un horizonte de inversión adecuado. Odfjell Drilling domina la actividad de perforación petrolífera en Noruega, un nicho de condiciones muy especiales. Con un +13% en el trimestre, y un +114% desde nuestra inversión inicial, no hay más trampa ni cartón que su ejecución de negocio. El contraste frente a otras compañías de su sector (Valaris, Transocean, etc – que no están en cartera) no puede ser mayor - sus competidores sufren caídas del -10/-20% en el año, y -50% desde el mismo punto de partida temporal. Lo que diferencia a Odfjell es la estabilidad de sus contratos en Noruega, un mercado diferenciado frente a otros por sus condiciones meteorológicas y regulatorias, que requieren equipo y cualificaciones específicas. Esta protección ha ayudado a que Odfjell mantenga plena utilización de su capacidad, a precios cada vez más elevados. Precisamente la renovación de sus contratos a esos precios cada vez mejores, sumado a la refinanciación sin problemas de su balance, les ha colocado en una posición envidiable que está culminando con el pago de dividendo, que acaban de multiplicar por dos y que ambicionan a volver a aumentar en su próxima presentación de resultados. Como se ve claramente, la mejora de márgenes y beneficios, sumada a los dividendos actúan como catalizadores potentes y muy concretos, que el mercado acaba reconociendo sin falta, impulsando la tercera palanca, una valoración cada vez más elevada. Mantenemos nuestra posición en Odfjell, que ya hemos recortado ligeramente en alguna ocasión, y que sin embargo aún ofrece mucha visibilidad en su recorrido.

USD 2 Billion of Forward Backlog



Day rates shown do not include bonuses, fuel incentives or add-ons. Day rates are subject to fluctuations in exchange rate as contract values use a mix of NOK, GBP and USD and assume a modest assumption on price escalation. Timelines are indicative and are based on normal well progress. Rates on Deepsea Stavanger assumes ceiling rate on 5-year Aker BP contract is met.

Almirall, con un +21% en el trimestre, está empezando a atraer la atención de más y más inversores en el mercado. De nuevo, nuestras palancas de rentabilidad están muy claras: un nuevo producto, Ebglyss (dermatitis atópica), es el catalizador para mejorar sus márgenes y sus beneficios. Decidimos nuestra inversión tras su aprobación por el regulador, y el mercado, que es eficiente pero a menudo es lento, aun no se ha dado cuenta de lo que tenemos entre manos. Ebglyss cuenta con licencia exclusiva en la UE y UK, y confirma el salto de Almirall a la alta tecnología en farma. Se trata de “un biológico”, y Eli Lilly, una de las mejores compañías a nivel global, se encarga de Ebglyss fuera de la EU, donde compiten por un mercado que hoy es de más de \$12bn. Ebglyss lleva años de estudios y pruebas, que han demostrado una eficacia superior a todo lo que hay hoy. Nuestras conversaciones con multitud de expertos así lo respaldan, y sólo hace falta que Almirall continúe lanzando en sus mercados, que conoce bien por sus productos dermatológicos actuales (psoriasis y otras indicaciones) de manera ordenada, para lograr lo que parecen objetivos comerciales bastante realistas. Así pues, con todo ello llegará la mejora de márgenes, hoy afectados por los gastos de lanzamiento, y enseguida la generación de caja, los beneficios, etc. Su cotización está despertando, pero aún le queda mucho, en lo que se antoja la cristalización del cambio estructural que empezó hace unos pocos años: Almirall, desde España, avanza sin complejos hacia una posición relevante en la dermatología a nivel global, no por casualidad, sino por decisión propia, como nos ha explicado tantas veces su presidente y director general, Carlos Gallardo, a nosotros pero también a todo aquél que se interese por sus planes.

Finalmente, **Nordic Semiconductor** nos devuelve un +26% en estos meses. Por fin parece que supera el punto más bajo de su ciclo. Como el de tantas otras empresas, han tenido que digerir niveles de inventario muy superiores a los que ellos y sus clientes esperaban. Lo cierto es que nosotros también erramos en nuestro timing con Nordic, y tampoco esperábamos un ciclo adverso tan pronunciado – nuestra tesis confiaba en que sus nuevos productos, tanto para Bluetooth (wireless en distancia corta), como IoT (distancia larga), e incluso Wifi (distancia media), les mantendrían inmunes a pesar de posibles ralentizaciones, dada la prevalencia cada vez mayor de dispositivos conectados. Su posición de mercado se mantiene tan sólida como siempre, dominando el mercado global de Bluetooth (wireless en distancia corta, con Logitech, Suunto, Garmin, Samsung...y un sinfín de clientes, con una cuota de mercado 4x superior a la de su seguidor inmediato, y de casi un 40% a nivel global). En su reporte trimestral, en febrero, sorprendieron al mercado positivamente, especialmente respecto a la recuperación en la demanda y la salud en los inventarios. Mantienen sus sólidos objetivos a medio plazo, y el 2025 y 2026 deberían demostrar un fuerte rebote en ventas, y beneficios, con el foco adicional en la eficiencia de costes que han aprovechado para implementar.

Mientras tanto, **Kosmos** sufrió un castigo desproporcionado de -33% este trimestre. Desde el rumor de fusión con Tullow Oil (compañía con problemas financieros con los que comparten un campo en Ghana), rechazado rápidamente, y momento que aprovechamos para aumentar nuestra posición, Kosmos se ha visto arrastrado por los movimientos en el precio del crudo, sobre todo a la baja. Incluso admitiendo cierto castigo por el ligero (meses) retraso en su proyecto de gas, Greater Tortue Ahmeyim (GTA), lo que Kosmos ha logrado finalmente en el 2024 es completar toda su inversión de crecimiento, que les da un +50% de volumen. Y además, ponen en marcha uno de los principales bloques globales de gas natural, que serán críticos para Europa en las próximas décadas, y cuya producción planean hacer crecer lo más rápido posible, y a un coste muy reducido gracias a la reutilización de toda la infraestructura ya construida. A partir del segundo trimestre de 2025, con mucha visibilidad, esperan generar alrededor de \$100MM+ de FCF al trimestre, gracias a los mayores volúmenes, y a la vuelta a la inversión de mantenimiento, mucho más reducida. A ese ritmo, **en 2025 lograrán \$300MM de FCF (37% de su capitalización bursátil), y \$400+MM en 2026 (50% de su capitalización)**. Sin vencimientos de deuda apenas hasta el 2027, gracias a la flexibilidad de su capex de mantenimiento, y con precios de venta mínimo para gran parte de su producción, el perfil de riesgo de la compañía es el más favorable de su historia...y además ofrece el mayor potencial. Nuestra convicción en Kosmos sigue más firme que nunca, reforzada por nuestro continuo contacto con la compañía. No puede ser de otra manera cuando se entienden las cifras, en vez de dejarse arrastrar por el pánico de los que se ven forzados a liquidar sus posiciones.

Por su parte, **Soitec** también repite como una de nuestras detractoras, con su -44% en el trimestre, un movimiento propio de una compañía en graves problemas, que sin embargo dista mucho de la realidad. Soitec cayó en un primer momento por su presentación de resultados, donde redujeron ligeramente sus perspectivas para el presente año fiscal (margen 32-34%, vs 35% antes, y ventas ligeramente inferiores). Y además, dijeron que su visibilidad para el año siguiente seguía siendo reducida, lo cual era peor que lo esperado por el mercado. Básicamente lo anterior equivale a una recuperación menos fuerte, tras el punto más bajo de su ciclo que ocurrió en junio del 2024; había empezado a

dar signos de fortaleza, pero que se volvían a aplazar ligeramente. Para Soitec, sin embargo, **el progreso de negocio es innegable, y cada vez cuenta con más productos que son “el estándar”** de la industria (y el 100% a nivel global), desde los módulos de radio frecuencia para 5G, pasando por los filtros de frecuencia - también para 5G, y cada vez más cerca, las conexiones ópticas para centros de datos, que permiten más ancho de banda y una eficiencia energética muy superior. En breve también les veremos acelerar en SmartSiC, un material mejorado para aplicaciones de alto voltage como industriales, coches eléctricos, renovables, etc. Su visión se mantiene, lo cual impulsará su ebitda un +100% por encima de sus niveles actuales. Cuentan con caja neta en su balance, y ganan dinero cada año en cualquier caso, por lo que retrasarse unos trimestres no es un problema existencial ni mucho menos, y pueden seguir mejorando su posición competitiva en sus productos. A las valoraciones actuales, y con sus perspectivas de negocio, a pesar de la frustración reciente, tenemos plena confianza y mantenemos nuestra posición.

Finalmente, **Polypeptide** también nos costó dinero este trimestre, por su -42%. La presentación de sus resultados trimestrales explica gran parte de la caída. A pesar de batir expectativas, en nuestra conversación con ellos, Polypeptide reconocía que **erró en su comunicación**, y no explicó bien el rango tan amplio para sus guías del 2025 (por cautela, pero con gran confianza), y la posibilidad futura de una ampliación de capital (si hiciera falta para financiar la capacidad que sus clientes no paran de pedirles, pero siempre a valoraciones muy superiores, y en ningún caso relevante para sus objetivos antes del 2028). Por otro lado, la compañía confirmó dichos objetivos del 2028, que multiplican sus beneficios, en base a las plantas que se construyen ya, mientras escribimos estas líneas. La primera de ellas, ya completada en 2024, ha superado el periodo de pruebas. Se construyó específicamente para suplir los pedidos de un gran cliente, que les ha pagado parte por adelantado, y les garantiza el volumen varios años (5+), con retornos muy atractivos...y un gran salto en sus resultados, ya para el 2025. El gran desafío de Polypeptide desde el 2022 había sido precisamente completar esta inversión, con lo que el panorama cambia completamente para ellos - comienza la cosecha. Polypeptide, que ayuda a muchas grandes farmacéuticas a fabricar sus compuestos (por ejemplo, los fármacos contra la obesidad, o GLP1s) es parte de un negocio de muy alta tecnología de fabricación y enormes barreras de entrada, donde la demanda se ve muy superada por la oferta. La principal preocupación para Polypeptide y los otros 2 ó 3 fabricantes principales no es otra que cuán rápido pueden ayudar a sus clientes a producir lo que les piden sus pacientes. En 2025 toca empezar a cosechar.

Como se aprecia, los **movimientos en el mercado durante los últimos tres meses han sido bastante extremos**, y cualquier excusa ha sido suficiente para provocar la huida de los inversores, a menudo de manera injustificada. Las “megacaps” sufrieron, como el -19% de Nvidia, -18% de Google, -25% de Novo Nordisk o el -35% de Tesla, y muchas otras más. La mayoría de ellas necesitaba corregir diversos excesos. Pero nuestro fondo ha también sufrido este último trimestre. A pesar del equilibrio que siempre mantenemos en su construcción, la reciente correlación entre tipos de negocios y regiones ha sido muy elevada, lo cual es signo de un mercado en cambio de fase, en cambio de ciclo, un mercado que busca nuevas referencias para los próximos años.

Carta tras carta trimestral, nos empeñamos en contar lo que van logrando nuestras participadas porque al final, a medio plazo, eso es lo que más importa, al margen del ruido macro, que estos meses es ensordecedor. El hilo conductor en nuestra cartera siguen siendo los catalizadores, la chispa concreta que ayuda a acercar en el tiempo la generación de beneficios y de caja, y que los hacen visibles para que otros inversores reparen en ellos, a pesar de la distracción cada vez mayor de las inversiones pasivas/índice. A día de hoy, nuestra cartera cuenta con un **50% de su inversión con catalizadores muy concretos para el 2025, y gran parte de ello antes de verano**. En torno a la mitad de lo anterior se refiere a dividendos de carácter extraordinario, para ayudar al mercado a reaccionar y revalorizar (las compañías han decidido pagarlos para lograr justo ese efecto). En los otros casos, nos referimos a la firma y el anuncio de proyectos de gran calado, que de nuevo deberían ayudar al mercado a cristalizar lo que hoy permanece ignorado.

Tras las más recientes correcciones, y en base a los números del consenso, **nuestra cartera cotiza a 8.3x PER del 2025 ó 5.2x ev/ebitda, 6% de dividendo, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 20x PER y 13x ev/ebitda o MSCI World a 18x y 12x respectivamente**, en ambos casos con niveles de deuda más altos que los nuestros, y peores perspectivas de beneficios y dividendos. **Este no es un mercado para vender, sino para comprar**, pues **ya hay signos de pánico en diversos ámbitos**. Y para el nuevo ciclo, donde primará la generación de beneficios tangibles, en vez de la popularidad de las temáticas, las perspectivas de nuestra cartera nunca han sido tan concretas.

02.

Entrada y salida de inversiones

La rotación de nuestro fondo sigue siendo bastante baja, y su estructura se mantiene casi inalterada. En el último trimestre hemos ido aprovechando los movimientos más bruscos en el mercado para **concentrar posiciones** en algunas de nuestras mejores inversiones. Por ejemplo, redujimos nuestro peso en Odfjell, Noble Corp y EOG, para aumentar nuestro peso en Kosmos ante sus caídas injustificadas, así como en Bluenord, sin cambiar nuestra exposición subyacente al sector de petróleo y gas. También incrementamos nuestra posición en Rovi, aprovechando la reacción tras sus resultados. En su día del inversor, nos dieron más detalles sobre su increíble posición competitiva global, y los hitos que esperan cumplir mientras avanzan con sus nuevas plantas, hacia su visión de 2030. En tanqueros, dimos entrada a Frontline, que ofrece una exposición muy pura al transporte de petróleo, y para ello redujimos el peso en International Seaways y cerramos la posición residual en Hafnia. Seguimos esperando que la flota global de petroleros reaccione fuertemente al alza, fruto de las sanciones a los barcos de la flota “oscura” que han estado transportado el crudo de Rusia/Iran/Venezuela. En cualquier escenario (intensificación/resolución de los conflictos), el resultado final será más petróleo transportado en barcos legales, y el achatarramiento de los barcos de la flota oscura, por su avanzada edad, pobre eficiencia y cuestionable mantenimiento; y por ello, mantemos nuestra inversión en el sector, que además paga un dividendo sustancial y ofrece gran descorrelación y opcionalidad en momentos geopolíticos complicados.

03.

Liquidez

En el último trimestre **la liquidez se redujo según invertíamos en algunas de las posiciones más castigadas, y a cierre del trimestre alcanzamos casi el 100% de nivel de inversión**. 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 **no se produjeron errores**, ni salieron a la luz equivocaciones del pasado.

Retrasos en la recuperación del ciclo, como el reportado por Soitec, o la comunicación poco acertada de sus resultados, como en el caso de Polypeptide, no son errores de inversión como tales, y más bien curvas en el camino hacia el catalizador marcado.

Los vaivenes del mercado intentamos capearlos con una construcción equilibrada de la cartera, que históricamente ha tenido resultados robustos y consistentes, salvo en situaciones de liquidación y pánico bursátil, que por otro lado son siempre temporales.

De cara al futuro, mantenemos un contacto cercano con nuestras participadas, para intentar detectar posibles fallos, y corregirlos cuanto antes. A pesar del ruido, propio del cambio de ciclo, y exagerado por los mensajes que llegan desde EE.UU., nos mantenemos tranquilos gracias a la solidez de los balances de nuestras participadas (poca deuda, y mínimos vencimientos en los próximos años), lo cual permite esperar a que las operaciones avancen y culminen los catalizadores que esperamos, y que ayudarán al mercado a cristalizar su valor oculto.

05.

Reflexiones/Divagaciones

Según escribimos esta carta, la velocidad de los acontecimientos se ha acelerado, y mucho, a nivel global. Lo cierto es que en renta variable, es muy normal experimentar correcciones de -10% al menos cada año, y hasta -15% o -20% cada 3 ó 5 años. Curiosamente, acabamos de cumplir el quinto aniversario de Covid – parece que tocara otro susto. Cada episodio tiene sus razones. La corrección que vivimos ahora, comenzó con el pinchazo de la exuberancia de las “7 Magníficas”, cuando DeepSeek salió de nada, abaratando sobremanera el coste de la IA. Pero el verdadero terremoto tiene que ver con los aranceles a la importación que se anunciaron con este trimestre ya cerrado, el 2 de Abril, pero que se barruntaban desde hacía algunos meses.

Es esta carta vale la pena dedicarle unas líneas a i) **los aranceles**, como pieza de algo mucho más ambicioso que persigue EE.UU. También comentamos brevemente ii) **el impacto real, a nivel micro**, en base a pruebas que recabamos de nuestras participadas. Además, el año 2025 nos ofrece iii) **enorme visibilidad para una parte importante de nuestra cartera** – es esto lo que nos da más confianza que nunca. Finalmente, creemos que puede ser interesante para los que no siguen el mercado cada día (y que hacen bien), darles algo de iv) **contexto actual frente a su ritmo vital natural**, que suele ser tan beneficioso para los que ajustan su horizonte temporal a ese compás.

Aranceles de EE.UU.

El anuncio de un agresivo plan de aranceles en EE.UU., hecho por el presidente Trump el 2 de Abril (“Liberation Day”), y que ya se barruntaba desde hacía algunos meses, ha empujado al mercado a niveles “de rotura” en muchos ámbitos. Nosotros seguimos pensando que todo es parte de un plan, con objetivos claros y no improvisados.

Los aranceles son sólo una parte de la política económica de programa del nuevo gabinete. **En ese programa seguimos pensando que hay muchas cosas buenas.** Desde el principio, casi todos los mensajes del nuevo gabinete habían sido increíblemente “pro-crecimiento” (menos regulación, menos impuestos, re-industrialización e inversión en EE.UU., control del gasto y la deuda pública...). De hecho, estamos de acuerdo con el comentario del secretario del tesoro americano, Scott Bessent: algunos problemas estructurales eran cada vez más acuciantes, y había que elegir entre afrontarlos hoy, con algún sacrificio, o continuar como hasta ahora, hasta que alguna crisis fuerce todos los ajustes, por las malas.

En nuestra opinión, y en base a lo que el presidente y su equipo han ido explicando, el plan de aranceles es un **plan “de máximos”, un garrote para asustar**, que pretenden acompañar de negociaciones bilaterales para lograr acuerdos mucho más razonables. Los aranceles no son para nada una palanca aceleradora del crecimiento, y sí algo totalmente contrario al liberalismo, que impone trabas y fricciones innecesarias. Sin embargo, poniéndonos en sus zapatos, **podemos imaginar 2 motivos** principales para su uso: i) **recaudatorio**, para ayudar a sufragar las bajadas de impuestos, y ii) **geo-estratégico**, para fomentar la re-industrialización de EE.UU., sobre todo en áreas de especial vulnerabilidad.

Por ilustrar, el efecto del primer punto podría ser análogo a instaurar el IVA, o impuesto de valor añadido, que EE.UU. aún no tiene, a diferencia de casi todos los demás países, pero con la clara ventaja electoral de ser sufragado por otros países, en vez de por los consumidores (al menos ópticamente), y sin gravar a toda la economía. Es decir, que un cierto nivel de aranceles es asumible. Respecto al segundo punto, de igual modo que el Jones Act (legislación americana para fomentar/proteger la industria marítima doméstica, porque sería vital en caso de conflicto), o las protecciones de que disfruta la industria del acero (por el mismo motivo), las negociaciones que están teniendo lugar con fabricantes globales de semiconductores (Taiwan Semiconductors, \$65bn + \$100bn de inversión confirmada en las últimas semanas), farma (Eli Lilly, Johnson and Johnson...c. \$82bn de inversión anunciada) y muchos otros, pretenden reducir la vulnerabilidad extrema de EE.UU. en ciertos sectores. El mismo Bessent dice que **“esto no va de gobiernos, sino de compañías”**. Además, aunque el efecto final sea uno de costes algo más elevados (como con el

Jones Act), y a priori imponga un cierto freno al crecimiento, puede tener sentido asumirlo por seguridad doméstica, como lo tiene para ellos invertir en misiles y portaaviones.

Los máximos iniciales de los aranceles incluyen **diversas exenciones** (semiconductores, farma, energía, minerales estratégicos, valor añadido americano si es mayor que el 20%...). Esto también **implica racionalidad en las propuestas**, pues se trata de aquellos productos que EE.UU. necesita comprar a terceros, sí o sí.

En suma, **sobre el conjunto de la nueva política económica de EE.UU., podemos decir que “el fondo puede ser bueno”,** en líneas generales. Aunque **no así “las formas”**.

Es precisamente por esas formas, por las que el impacto en el mercado de los anuncios arancelarios está siendo muy superior al impacto económico teórico. EE.UU. constituye entorno al 12% del comercio internacional, y como hemos visto, parte de ello está exento de aranceles. El posible impacto sobre el crecimiento global se estima desde un -0.3% (FMI), hasta el -0.6% (Capital Economics), mucho menos dramático que lo que sugieren las caídas de mercado. Haciendo un ejercicio similar, *bottom up*, para un sector con exposición representativa como el consumo de productos electrónicos (móviles, PCs, TVs etc.), por ejemplo, EE.UU. constituye entorno al 20% de la demanda global. Mucho de esto se fabrica en Asia, y parte también en México (tarifas reducidas). Asumiendo que un 70% del total esté expuesto a subidas de tarifas del +30%, que afecten los costes de producción (2/3 del precio final), que todo ello se traduzca en subidas de precios equivalentes, y que la demanda se contraiga en la misma medida (elasticidad igual a 1), podríamos esperar una caída de la demanda del -2.8% a nivel global (20% x 70% x 30% x 66%), muy inferior a lo que sugieren las caídas en la cotización de cualquier compañía del sector.

En definitiva, el mercado está poniendo en precio no sólo un frenazo al PIB, por las tarifas que afectan tan sólo al 12% del comercio global, sino también una severa recesión. Pero a diferencia de Covid, por ejemplo, esta crisis es totalmente auto-infligida, y el mundo sigue abierto - no está cerrado/confinado.

Nuestra reflexión final es que Trump, y con él el partido Republicano, **necesita llegar en buena forma al 2026, cuando se celebrarán las elecciones *mid term***, con una economía confiada y en crecimiento. **Lo que quiera reconducir lo tiene que dejar hecho YA.** La incertidumbre que ha creado empieza a afectar a la inversión y al consumo, y estos días parece que incluso está incrementando el coste de la deuda americana que pretenden refinanciar. Las “malas formas” pueden mejorar de la noche a la mañana, acuerdos quedar firmados e inversiones y consumo recuperar su ritmo. Dado que ya vemos muchos países negociando y hasta ofreciendo tarifas cero a EE.UU., y por el riesgo para su economía doméstica de prolongarse la situación de incertidumbre, **lo más probable es que todo encaje para bien en los próximos 2 ó 3 meses.** Hasta ahora, Trump ha hecho todo lo que ha dicho, en lo malo. Pero por eso mismo, en nuestra opinión, sigue teniendo sentido esperar que acabe haciendo lo que ha dicho, también en lo bueno.

Impacto real, a nivel micro

Aunque el mercado está castigando a todo casi por igual, nosotros podemos decir con gran confianza, gracias a nuestro foco en el análisis micro de bastantes compañías, que tal cosa no tiene sentido, y por lo tanto responde en gran medida a i) movimientos de liquidación técnicos, donde algunos inversores se ven forzados a vender, sin importar el precio, incluidos los tan dominantes inversores en índices. Este efecto se ha extendido ya a muchos tipos de activos, desde la renta fija americana, pasando por casi todas las materias primas, diversas monedas, etc. Además, el castigo también responde a ii) reacciones emocionales y no racionales, como suele ser el caso en estos episodios.

A nivel micro, sin embargo, **la exposición de nuestra cartera está centrada en compañías cuyas ventas i) no están afectadas por las tarifas (91%), ii) no dependen de la demanda discrecional (72%), y iii) no tienen apenas deuda, ni vencimientos en los próximos 2 años (100%, incluido un 33% en caja neta).**

Desde hace meses hemos preferido evitar compañías expuestas a la demanda discrecional. La demanda de energía no es discrecional, y como se ha visto en prácticamente la totalidad de las recesiones históricas, su consumo no desciende – como mucho crece menos. Lo mismo ocurre con una parte importante de los semiconductores, o con los fertilizantes, el cobre, las medicinas, la flota de transporte de crudo...En estos ejemplos, lo importante suele ser la disciplina de oferta – aquí centramos nuestras investigaciones, y nuestra confianza incluso ha aumentado: por culpa de la incertidumbre, sigue sin haber suficiente inversión para satisfacer la demanda de los próximos años, y varios **mercados cada vez están más “acorrallados”,** y de todo ello esperamos beneficiarnos cuando asiente el polvo. En otras

de nuestras participadas, además tenemos contratos firmados con visibilidad multianual de ingresos y gastos – lo único que hace falta es que cumplan con su trabajo como siempre han hecho.

Como se ve, puede haber grandes divergencias en la visibilidad y el riesgo de negocio de las miles de compañías que cotizan, por el posible impacto de aranceles, tipos de interés, inflación, elasticidad al crecimiento, etc. Aunque a corto todo se mueva parecido, a medio y largo plazo, el impacto real de la micro suele marcar la diferencia.

Enorme visibilidad para gran parte de nuestra cartera

Enlazando con el posible impacto micro de la volatilidad actual, y los vaivenes en política económica, el contraste con nuestra cartera no podría ser mayor. Lo cierto es que **tenemos más visibilidad de la que hemos tenido probablemente en toda nuestra carrera, sobre más del 50% de la cartera, con una parte importante de ello posible antes de verano**. Hablamos de i) pagos de dividendos extraordinarios para forzar la cristalización de valor por los equipos gestores, ii) anuncios de reestructuraciones accionariales, de nuevo para cristalizar el valor, y iii) enormes contratos, que llevarán algunas participadas a otro nivel.

Nuestro value no se sienta simplemente a esperar, sino que busca compañías y gestiones líderes, que además ayuden a cristalizar el valor intrínseco. Buscamos las tres palancas principales de rentabilidad que ya comentamos en otras ocasiones: cuando un catalizador material confirma un salto en los beneficios, el mercado viaja hacia donde van esos beneficios. Además, la Bolsa suele responder sumando una revalorización al retorno obtenido. En algunas ocasiones, mientras esperamos nos pagan dividendo, que se suma al retorno total. O incluso, nos hacen pagos extraordinarios, para dar la señal y que todos en el mercado entiendan la solidez del negocio y las perspectivas. Las tres palancas de nuestra cartera estarán especialmente activas en lo que queda de 2025, incluido los próximos meses hasta verano.

Contexto de mercado actual, parte de su ritmo vital

El mercado es un mecanismo altamente complejo, con multitud de bucles interconectados: renta variable y renta fija, monedas, materias primas...hasta el inmobiliario, el private equity y otras inversiones no líquidas, que sólo por la falta de *mark-to-market* parecen menos volátiles. El componente numérico del mercado, la valoración por descuento de flujos de caja no es lo difícil. Lo más complejo es el componente emocional, que retroalimenta los movimientos, tanto a favor como en contra. Y a nivel personal, el equilibrio entre el actuar y aguantar con convicción, y a la vez mantener la humildad para cambiar de opinión en un instante si hiciera falta. Porque, ¿en base a qué se debe cambiar de opinión? Desde luego, no por lo que hacen los demás, cuya señal está en los vaivenes de los precios, sino en base a lo que uno sabe que es cierto, o en base a lo que uno no sabe que no lo es.

Como señalábamos hace algunas líneas, cada cierto tiempo el mercado encuentra algún bache, o alguna excusa para tomarse un respiro. Un -10% es bastante común, casi cada año...Y un -15/-20% cada 3 años tampoco es raro. Los -50% no son comunes...aunque la experiencia nos dice que ocurren más a menudo de lo que la estadística pronostica. Con esta perspectiva, se está mejor preparado para aprovechar las oportunidades cuando se presentan.

En la actualidad estamos viviendo un episodio más de estos. Lo bueno es que es totalmente normal, y esperable, sobre todo tras los últimos años de subidas tan fuertes (y valoraciones excesivas en diversas áreas). También es bueno que rápidamente se han alcanzado niveles de pánico/liquidación de activos,...como se ve, entre otros, en los niveles alcanzados por el índice de volatilidad VIX. Todo indica que la limpieza de los recientes excesos está muy avanzada. También es **increíble la uniformidad en las opiniones** (que nos sugieren cuestionarlas y plantearnos la postura contraria), se hable con quien se hable (brókers, compañías, amigos...): casi **todos creen que Trump no tiene un plan**, que actúa por impulsos irrefrenables, y por lo tanto el miedo a sus decisiones impredecibles les atenaza. Con puntos de partida tan extremos, la historia sugiere que la oportunidad de inversión es favorable:

Rentabilidad histórica del SP500, en 3/6/12 meses, a contar desde que el índice VIX de volatilidad alcanza niveles extremos de > 45

	VIX (Volatilidad)	SP500	Rentabilidad a 3 meses %	Rentabilidad a 6 meses %	Rentabilidad a 12 meses %
10/09/1998	45,3	980,2	21%	32%	38%
08/10/1998	45,7	959,4	33%	40%	39%
05/08/2002	45,1	834,6	8%	3%	16%
29/09/2008	46,7	1.106,4	-21%	-29%	-4%
03/11/2008	53,7	966,3	-15%	-6%	8%
01/12/2008	68,5	816,2	-10%	16%	36%
12/01/2009	45,8	870,3	-2%	4%	31%
02/02/2009	45,5	825,4	6%	21%	34%
02/03/2009	52,7	700,8	31%	46%	60%
20/05/2010	45,8	1.071,6	2%	12%	24%
08/08/2011	48,0	1.119,5	12%	20%	25%
03/10/2011	45,5	1.099,2	14%	29%	32%
09/03/2020	54,5	2.746,6	16%	25%	41%
01/04/2020	57,1	2.470,5	25%	36%	63%
04/04/2025	45,3	5.074,1	??	??	??
Media rentabilidad			9%	18%	32%
% éxito			71%	86%	93%
Media ex crisis Lehman			16%	25%	35%
% éxito			100%	100%	100%

Fuente: Bloomberg, Paradigma Value Catalyst

* Durante periodos sostenidos de VIX > 45, como 2008/09, se toma el primer dato mensual.

A nosotros tampoco nos están gustando las malas formas en las negociaciones arancelarias del presidente estadounidense – se podría haber logrado lo mismo con mucha más elegancia. Pero **pensamos que sí que tiene un plan**. De hecho, por ahora ha ido cumpliendo todo lo que ha dicho. Ha empezado por lo más difícil. Y si sigue cumpliendo su palabra, quedan medidas muy favorables para mejorar las condiciones de trabajo de muchos en EE.UU., reducir las desigualdades económicas, aumentar el consumo, limitar los conflictos bélicos, y empujar con fuerza el crecimiento y las valoraciones. EE.UU. no puede mejorar sin contar con el resto del mundo, ni siquiera sin China. Y Trump quiere cambiar su país a mejor, y pasar a la historia. Por su patriotismo y por su vanidad, y por el punto actual de pesimismo extremo, **este no es un mercado para vender, sino para comprar**. Y gracias a nuestros catalizadores, tan visibles en 2025, nuestra cartera ofrece, si cabe, aún más opcionalidad.

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.