Estimado partícipe,

La revalorización de Sigma Internacional en el primer trimestre de 2025 ha sido del +9.4% (Eurostoxx TR +7.5%, S&P TR -4.3%, Índice Global TR -6%), acumulando una rentabilidad desde constitución del fondo (abril 2021) del +59.6% (Eurostoxx TR +43.5%, S&P TR 42.5%, Índice Global TR +46%).

En el periodo analizado, Alemania aprobó un histórico paquete de medidas fiscales con el objetivo de reactivar su economía. Después de las elecciones, el nuevo gobierno consiguió suficientes apoyos para flexibilizar la estricta política de control de gasto público y anunció grandes inversiones en defensa y la creación de un fondo de infraestructura de 500.000 millones para los próximos 10 años. Así, la mayor economía europea se suma a China adoptando una política fiscal expansiva, que históricamente ha sido muy favorable para los mercados bursátiles. Por el contrario, la situación es muy diferente en EEUU. El gobierno de Trump tiene como objetivo reducir el déficit público y para ello ha creado el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE), dirigido por Elon Musk, que busca eliminar los excesos cometidos por la anterior administración.

Por otra parte, DeepSeek en primera instancia y Qwen (Alibaba) y Hunyuan (Tencent) unas semanas después, fueron protagonistas en el trimestre al probar que China está lista para competir en el campo de la inteligencia artificial. Las empresas del país asiático, especialmente DeepSeek, demostraron que podían igualar, e incluso superar, los rendimientos de los modelos americanos empleando menos recursos. De esta manera, los inversores comenzaron a tener dudas sobre los retornos de las grandes inversiones americanas y provocaron una significativa corrección en los mercados bursátiles, especialmente en las siete magníficas.

En este entorno, nuestra estrategia tiende a comportarse de manera muy regular y este trimestre no ha sido una excepción. Los inversores huyen de los valores más populares y se centran en los fundamentales de las empresas y sus valoraciones. Hay que destacar que en Sigma Internacional somos inversores en valor, lo que significa que evitamos las tendencias/modas. En épocas donde los inversores ignoran las valoraciones e invierten en base a narrativas, nuestros valores suelen quedarse rezagados/olvidados. Sin embargo, la historia nos ha demostrado que perseguir las modas y pagar precios exigentes tiene un impacto directo en la rentabilidad futura. Hay que reconocer que salirse del rebaño no es algo agradable, sin embargo, creemos que es la única manera de generar retornos excepcionales y sostenibles en el tiempo, ya que al invertir en empresas que no están en boca de todos, tenemos la oportunidad de adquirir excelentes compañías a precios muy atractivos.

A cierre del primer trimestre, Sigma Internacional ha generado un retorno anualizado desde el inicio cercano al 13%. Sin embargo, durante el comienzo del segundo trimestre el fondo ha experimentado fuertes correcciones, en línea con el mercado, borrando una parte importante de las ganancias de este año. El 2 de abril, Donald Trump anunciaba un cambio radical en la política comercial de Estados Unidos, acelerando el camino hacia la desglobalización y el proteccionismo. El presidente americano imponía un arancel universal del 10% que entraba en vigor el día 5 de abril. Además, también anunciaba "aranceles recíprocos" sobre 57 países, que oscilaban entre el 11% y el 57% en función del saldo de la balanza comercial con cada país. Estos últimos aranceles iban a entrar en vigor el 9 de abril, pero finalmente los ha retrasado 90 días para tener margen en las negociaciones, excepto para Canadá, México y China. El país asiático decidió contraatacar y en estos momentos se han impuesto aranceles mutuos del 125% y 145% respectivamente, aunque durante el fin de semana del 12 de abril EEUU anunciaba exenciones temporales a teléfonos inteligentes, ordenadores y otros dispositivos electrónicos.

La política errática por parte del presidente Trump y la falta de claridad ha provocado fuertes caídas en todos los mercados. Este es el quinto peor comienzo del año de la historia para el S&P 500. Además, a diferencia de otras ocasiones, la deuda gubernamental no ha actuado como valor refugio, lo que ha intensificado el "sell-off" en los mercados. De hecho, la corrección ha sido tan virulenta que ha entrado en el TOP 10 de caídas de la historia del S&P 500. Por otra parte, el dólar se ha depreciado fuertemente contra prácticamente todas las divisas, en especial el Euro. Hay que tener en cuenta que esta devaluación de la moneda hace más pronunciado el impacto de los aranceles sobre los ciudadanos estadounidenses.

Si nos fijamos en la reacción de los mercados tras la elección de Trump apreciamos que toda esa euforia se ha desvanecido. Las promesas de terminar rápidamente con las guerras en Ucrania y el conflicto en Oriente Medio, reducir el déficit público y fomentar la desregulación inspiraron una alta confianza entre los inversores. Además, Trump había formado un equipo muy "promercado" con nombres propios como Scott Bessent (gestor de fondos alternativos), Howard Lutnick (empresario multimillonario) y Elon Musk. Sin embargo, Trump ha sorprendido a todo el mundo, incluso a sus defensores, y los inversores se empiezan a cuestionar si realmente hay un plan.

Tanto sus declaraciones como las de todo su equipo son confusas y en muchos casos se contradicen. Esto ha generado que no haya un consenso unánime sobre qué es lo que realmente pretende conseguir.

¿Reindustrializar América? Es algo que repite constantemente en sus entrevistas, pero, en nuestra opinión, es un escenario poco realista. Trasladar la fabricación a EEUU llevaría al menos 5 o 6 años en el mejor de los casos y, tal y como un extrabajador de Apple contaba a Bloomberg recientemente, EEUU no dispone del ecosistema de empresas y mano de obra cualificada necesarias. De hecho, estos días ha salido a la luz una entrevista de Tim Cook de 2017 en la revista Fortune. En esta entrevista Cook negaba que su gran posicionamiento en China se debiese a la mano de obra barata y argumentaba que el país asiático había dejado de ser low-cost desde hacía muchos años. Según Cook, la razón por la que Apple tiene prácticamente toda la producción de teléfonos inteligentes en China es por el número de trabajadores cualificados y con habilidades para desarrollar sus modelos; esto no existe en otra parte del mundo. Tras visitar fábricas en Shenzhen el pasado noviembre, confirmamos que ningún país occidental puede replicar el modelo chino. Además, EEUU se encuentra en pleno empleo y no necesita la creación de trabajo en talleres textiles, ya que la realidad es que los estadounidenses no quieren fabricar las deportivas Nike, sino llevarlas. Además, ¿quién retiene la mayor parte del beneficio, el país que fabrica las zapatillas o el país que las diseña, las distribuye, las anuncia y las vende?

¿Eliminar los aranceles a nivel mundial y crear un mundo de comercio libre? Algunos consideran que Trump quiere erradicar las barreras comerciales a nivel global. Sin embargo, EEUU ha impuesto altos aranceles a países como Singapur o Suiza, países que no tienen ningún tipo de restricción sobre los productos americanos. Además, sus cálculos están basados en el comercio de bienes entre países, sin tener en cuenta los servicios. Es decir, ¿cuánto genera Netflix con sus suscripciones en Europa?, ¿Cuál es el beneficio en publicidad de Meta o Google? Trump no ha tenido en cuenta estas cantidades ya que no implican una exportación de un bien material desde EEUU. Sin embargo, generan un beneficio significativo para las empresas estadounidenses.

¿Reducir los tipos de interés para refinanciar la deuda? Una de las teorías apunta a que Trump quiere causar una recesión para refinanciar la deuda a tipos más bajos. Hay que tener en cuenta que el gobierno tiene que refinanciar $8trn (23% de la deuda total) en lo que resta de año y un total de $28trn durante los próximos 4 años. A estas enormes cantidades habría que sumar el déficit anual que actualmente se encuentra en casi $2trn. Sin embargo, esta teoría omite la alta correlación de los tipos de interés con la inflación. Normalmente, en una crisis, la demanda disminuye y los precios tienden a caer. De esta manera, la inflación se reduce o se convierte en deflación y los tipos de interés caen. Sin embargo, las políticas proteccionistas derivan en un aumento significativo de la inflación, pudiendo causar estanflación, es decir,

recesión con inflación. El arancel promedio ponderado por el comercio aumentó del 2% a un estimado del 24% después de los anuncios de Trump, aunque tras las recientes exenciones se estima que estaría cercano al 18%. Estos niveles son los más altos del último siglo e inevitablemente resultará en productos más caros para los estadounidenses. Además, si el objetivo es refinanciar enormes cantidades de deuda a tipos atractivos, no parece muy inteligente atacar a los países que deberían comprar esa deuda. China es el segundo mayor tenedor de deuda pública americana, tan solo por detrás de Japón.

¿Aislar económicamente a china formando un gran bloque? Tampoco parece que sea el motivo principal, ya que Trump no ha discriminado entre países a la hora de aplicar los aranceles. Además, el presidente americano y su equipo han despreciado y ridiculizado públicamente a sus aliados. En recientes declaraciones ha dicho textualmente que los lideres de todos los países habían ido a "besarle el culo" para cerrar un trato. Tan sólo unas pocas semanas antes ridiculizó en directo a Zelenski en la Casa Blanca. De hecho, estos gestos pueden haber provocado un movimiento anti-EEUU. Sorprendentemente, durante el inicio de 2025, EEUU ha recibido entre un 20% y 30% menos turistas que el año anterior procedentes de los principales países europeos. Además, días después del inicio de la guerra arancelaria, Europa y China han iniciado negociaciones para eliminar los aranceles a los coches eléctricos, mientas que el presidente Xi ha anunciado que visitará Vietnam, Malasia y Camboya. De hecho, parece que, a raíz de la inestabilidad en Estados Unidos, China está reforzando sus relaciones comerciales con el resto de los países.

¿La creación de un nuevo impuesto para reducir el déficit público? Este es quizás el razonamiento más coherente desde nuestro punto de vista, pero de ser así, consideramos está muy mal ejecutado. En EEUU no existe el IVA. El IVA es un impuesto indirecto en la mayoría de los bienes y servicios que recae en el consumidor, no en los negocios, aunque estos últimos son los encargados de recaudarlo. Hay estudios que defienden el impacto positivo de la introducción de pequeños aranceles, ya que generan unos ingresos extra para el gobierno, mientras que dicha carga sería compartida entre el consumidor, la empresa importadora y la exportadora sin provocar grandes disrupciones. Sin embargo, la teoría sugiere que se empiece con tipos muy reducidos (2%) para incrementarlos gradualmente hasta un (20%). Sin embargo, esto es un "impuesto" sobre la clase trabajadora y este planteamiento va en contra de sus declaraciones: "trabajamos para Main Street, no para Wall Street".

El clima de incertidumbre que están generado las políticas erráticas de Trump ha aumentado notablemente la posibilidad de recesión en Estados Unidos. La confianza del consumidor y los empresarios ha caído significativamente en las últimas semanas y ha acelerado la corrección en las bolsas. En este escenario, los ciudadanos tienden a posponer el consumo y las inversiones hasta disponer de mayor claridad. Además, este escenario es especialmente negativo para EEUU, a diferencia de otros países donde los ciudadanos tienen menor exposición a los mercados. Este fenómeno es muy característico de la economía americana y se llama efecto riqueza, es decir, cuando la bolsa sube, los americanos se sienten más ricos y son más proclives a utilizar el crédito para el consumo y la inversión, sin embargo, cuando la bolsa cae agresivamente, los ciudadanos pierden la confianza y reducen significativamente su nivel consumo e inversión.

Hay que destacar que la economía ya estaba ralentizándose antes del anuncio de aranceles según algunos indicadores adelantados, en especial el que diseña la FED de Atlanta. De la misma manera que la política expansiva de Biden mantuvo la economía fuerte en un escenario de altos tipos de interés a costa de aumentar notablemente el déficit público, la política contractiva de Trump tiene el efecto contrario. Delta Airlines anunciaba al mercado que revisaba a la baja sus beneficios (profit warning) y achacaba sus malos resultados a que los funcionarios estaban viajando un 50% menos, mientras que Accenture hacía lo mismo al experimentar cancelaciones de contratos por parte de la administración Trump.

Movimientos de la cartera

En Sigma Internacional no nos hemos quedado de brazos cruzados. Estos días hemos revisado todas las empresas de la cartera para tratar de estimar el impacto en el potencial del fondo. Al mismo tiempo, hemos aprovechado para incrementar nuestra posición en aquellos valores que han corregido por causas injustificadas.

Después de un exhaustivo análisis llegamos a la conclusión de que la política de aranceles actual tiene un impacto muy limitado en la cartera, tan solo afectando a unos pocos valores como Navios, Pax Global, Gestamp y Eurogroup. Sin embargo, estos valores cotizan a unos precios tan atractivos y nuestra valoración es tan conservadora que el impacto es muy reducido.

No creemos que estos aranceles afecten a Alibaba, Tencent o JD.com ya que estás empresas dependen en mayor medida del consumo interno chino. La exposición de JD y Tencent al mercado americano es prácticamente nula, mientras que la de Alibaba es muy limitada. En este último caso, EEUU se encuentra dentro del segmento internacional donde Alibaba opera principalmente con su marca Aliexpress. Esta división está generando pérdidas, por lo que el mercado le asigna un valor negativo. Por otra parte, creemos que los aranceles acelerarán la transición de China hacia un modelo con mayor énfasis en el consumo interno, en línea con otras economías desarrolladas. En este escenario, los gigantes de e-commerce serán los grandes beneficiados.

El mercado ha castigado fuertemente a estos valores con caídas promedio del 15%, señalando que son los grandes perjudicados de esta guerra, sin embargo, nosotros no compartimos esta opinión. Hay que recordar que esta es la segunda legislatura de Trump, por lo que su animadversión por el país asiático no es ninguna novedad para el presidente Xi. China ha ido reduciendo la dependencia de EEUU con el paso del tiempo. Hace 10 años, la cifra de comercio con EEUU era el doble que con el resto de los países asiáticos, mientras que ahora es la mitad. Por otra parte, los inversores asumen rápidamente que China es el país que más pierde en esta guerra, sin embargo, los resultados no son tan claros como podríamos pensar. En China, las exportaciones representan el 20% del PIB, sin embargo, las exportaciones chinas a EEUU tan solo representan el 15% del total de exportaciones, es decir, un 3% del PIB. Por otra parte, las importaciones americanas representan el 16% del PIB y un 30% provienen de China, por lo que las importaciones chinas representan un 5% del PIB estadounidense. China tiene un déficit fiscal controlado y puede cubrir parcialmente la pérdida del comercio mediante estímulos y así acelerar la transición a un modelo de consumo interno, pero EEUU se enfrenta a mayores problemas con un déficit histórico. Hay que recordar que la guerra comercial de 2018 provocó que China dejase de comprar productos agrícolas americanos y China es el mayor importador. Esto obligó a la administración Trump a subsidiar este sector con ayudas de $28bn en 2018 y 2019. Además, es especialmente interesante el trabajo que ha realizado Goldman Sach. El banco americano ha estudiado más de 20.000 productos y ha determinado que China tiene un papel más crítico que EEUU. Según su análisis, China tiene un papel fundamental en más de un tercio de los productos importados por los estadounidenses, resultando prácticamente imposible reemplazar al país asiático, mientras que esta cifra se limita al 10% a la inversa. Quizás este haya sido el motivo por el que finalmente el presidente Trump haya decidido no aplicar los aranceles en determinados productos provenientes de China.

Durante el trimestre hemos aprovechado para aumentar nuestra exposición en Golar hasta el máximo legal. La empresa que opera barcos de licuación flotante se ha contagiado de las caídas del resto de empresas de petróleo y gas, a pesar de su limitada exposición a estas materias primas. Además, tal y como confirmó recientemente YPF en su día del inversor, Golar firmará próximamente dos grandes contratos que ayudarán a convertir Argentina en uno de los principales exportadores de gas natural licuado.

Otro de los valores que hemos incrementado es Grifols. La empresa no se verá impactada por los aranceles ya que tiene la mayor parte de su negocio en EEUU, tanto los centros de plasma como la fabricación de sus productos. Además, el modelo de negocio de Grifols es muy resiliente al ciclo económico e incluso podría verse beneficiado en caso de una recesión debido al menor coste del plasma.

Muchas gracias por la confianza

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro

SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC

Aviso Legal

El contenido del presente documento ha sido elaborado por Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. y se suministra solo con fines informativos. Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. es una entidad domiciliada en España (Goya II, 2800I Madrid), sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C/ Edison, 4 Madrid), en cuyo Registro de Sociedades Gestoras de IICs se encuentra inscrita con el número I85. El documento ha sido elaborado en base a la información disponible en el momento de generación del mismo, habiendo llevado a cabo sus mejores esfuerzos para asegurar que la información contenida se encuentre actualizada, resulte suficiente y se presente de forma comprensible para sus destinatarios o para los receptores probables de la información. Sin embargo, la situación actual de la cartera del vehículo podrá diferir a la recogida en el mismo, tanto por cambios en las circunstancias de mercado, como por las decisiones de inversión adoptadas, de acuerdo con las limitaciones legales y contractualmente aplicables. Singular Bank no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia de este informe. - Estos datos tienen finalidad informativa y no deben interpretarse en ningún caso como una recomendación de compra o venta, o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base de ningún tipo de decisión sobre inversiones actuales o futuras. En todo caso, la entidad no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor como consecuencia de las operaciones que formalice teniendo en cuenta dicha información. - Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. no se hace responsable de las posibles limitaciones legales derivadas, entre otras cosas, de la nacionalidad o residencia del inversor. El tratamiento fiscal aplicable depende de las circunstancias individuales de cada inversor, pudiendo cambiar en el futuro. Se advierte expresamente que el presente documento no incluye recomendaciones fiscales, legales o contables de ningún tipo. - Le informamos que rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de rentabilidades futuras. Tenga en cuenta que toda inversión conlleva riesgos, incluido el riesgo de ausencia de rentabilidad, pérdida del capital invertido y/o el riesgo de tipo de cambio para los productos denominados en divisa distinta del EUR. - Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros o de los servicios de inversión referidos en el presente documento, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos más comunes, una disminución en dichos resultados brutos, que podrá ser mayor o menos dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate. - Sin perjuicio del cumplimiento por Singular de las condiciones establecidas en la normativa pertinente sobre servicios, operaciones y productos de inversión, llamamos la atención de los destinatarios y de los receptores probables del presente documento a que su contenido y forma no ha estado sujeta a verificación previa y/o aprobación o registro por ninguna autoridad financiera. En caso de que lo hubiera estado, así como cualquier referencia a dicha autoridad supervisora en el presente documento, no debe entenderse como una indicación acerca del respaldo o aprobación por dicha autoridad a los servicios, operaciones y productos objeto del presente documento. Tenga presente que Singular, se reserva el derecho de modificar la gama de servicios, productos y precios en cualquier momento, sin previo aviso y que toda la información y opiniones expresas en el presente documento están sujetas a modificaciones. - Adicionalmente, se señala que este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en Instituciones de Inversión Colectiva debe consultar su documentación legal, incluyendo el último Folleto Informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico. Dicha información legal estará a su disposición en la sede de la gestora y/o en su página web. Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de cualquier forma o medio o redistribuida sin el previo consentimiento por escrito de Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.