

Comentario

Trimestral

Miralta SICAV Sequoia

Abril, 2024

MiraltaBank

Advanced Banking

LA NUEVA ECONOMÍA POLÍTICA

Desde octubre de 2022, donde la liquidez global marcó mínimos, hemos vuelto a ser testigos de la rapidez e intensidad con la que la devaluación monetaria vuelve a escena. Este fenómeno se ha hecho evidente tras cada episodio significativo de tensión experimentados en los últimos 18 meses, incluyendo la Crisis Presupuestaria en el Reino Unido, la Crisis de Banca Regional en EE.UU., la Crisis Inmobiliaria en China y una segunda Crisis Presupuestaria en EE.UU. En cada una de estas situaciones hemos observado cómo Bancos Centrales y Tesoros han intervenido, inyectando liquidez en economías que, pese a estar sobreendeudadas y carentes de dinamismo, han mostrado una notable recuperación en la mayoría de activos financieros, gracias a esta mejora en la liquidez a nivel global. En este entrono han destacado especialmente el oro y el Bitcoin, que han vuelto a demostrar sus capacidades como coberturas contra la inflación monetaria.

En Estado Unidos, la simbiosis entre la Secretaria del Tesoro, Janet Yellen, y el Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, ha ofrecido un alivio temporal a la preocupante situación fiscal del país. El ajuste en la estrategia de emisión y financiación de la deuda (letras vs bonos) llevada a cabo por Yellen, ha actuado como un control de curva encubierto, aliviando la presión sobre los largos plazos y relajando significativamente las condiciones financieras. Esto ha cogido a contrapié a Powell, que muy a su pesar, ha tenido que ir relajando su discurso a medida que se acercan las elecciones de noviembre. En cualquier caso y a pesar del tiempo ganado, el excesivo endeudamiento gubernamental en términos de PIB y una situación fiscal insostenible, ponen en relevancia hoy más que nunca conceptos como represión financiera y dominancia fiscal, evidenciando una vez más la preocupante falta de independencia de los bancos centrales.

Como ya argumentábamos desde las primeras medidas tomadas en la pandemia, que más tarde fueron ratificadas en junio de 2021 con el comunicado del G7 de Carbis Bay, hemos sido testigos de la mayor intervención del Estado en todos los ámbitos de la economía desde la Segunda Guerra Mundial. Y una vez más también hemos sido testigo de la abismal diferencia en la capacidad, tanto en términos de magnitud y agilidad, entre Estados Unidos y Europa para implementar medidas, ampliando así la brecha en la productividad y el crecimiento económico entre ambas regiones.

La situación en Europa es especialmente alarmante. A la persistente parálisis política, agravada desde la Crisis de Deuda Europea de 2012, ahora hemos de añadir la pérdida de competitividad y de productividad de una economía carente de innovación y de dinamismo demográfico, asfixiada por una excesiva presión regulatoria y carga fiscal, con una débil posición energética y de recursos, y donde se prioriza la ideología sobre las necesidades económicas de sus empresas. Esto inevitablemente, y a pesar de quienes quieren hacernos creer que la sostenibilidad no está reñida con la competitividad, ha disparado la fuga de empresas hacia el otro lado del Atlántico, al calor de mayores incentivos, valoraciones más suculentas y unos precios de la energía más competitivos.

A los retos mencionados se suma la contracción del crédito, resultado de las subidas de tipos y el endurecimiento de los estándares crediticios. Este escenario se complica aún más por la pérdida de independencia de un Banco Central Europeo, que ha asumido como propias la lucha contra el cambio climático y la sostenibilidad, lo cual dificultará más el acceso al crédito y la financiación de ciertos sectores y empresas que no se encuentre alineados con las expectativas del regulador, frenando por lo tanto el crecimiento económico, la creación de empleo y la innovación tecnológica.

En esta nueva economía politizada, donde el gasto gubernamental supone el 49.25% del PIB, y ante la ausencia de reguladores que fomenten la innovación y un marco regulatorio que propicie el desarrollo de una economía competitiva, nuestra estrategia se ha de centrar en identificar aquellos sectores y compañías hacia los cuales se va a facilitar el flujo de crédito y de capital, poniendo en perspectiva las valoraciones y evitar caer así en las llamadas "trampas de valor".



www.miraltabank.com

Este material tiene únicamente fines informativos y no constituye un asesoramiento de inversión, una recomendación ni una oferta o solicitud de compra o venta de valores a ninguna persona.

EVOLUCIÓN

El fondo ha obtenido una rentabilidad del +0.42% en la clase A a cierre del primer trimestre, frente a un Bloomberg Balrclays Global Aggregate del -2.07%.

Como advertíamos a finales del año pasado, 2024 iba a ser un año de menos a más. El mercado ha desdibujado 100 pb. de bajadas, tras las expectativas excesivamente agresivas con las que contaban los inversores tras los *rallies* de noviembre y diciembre. En términos de comportamiento, las estrategias que más rentabilidad han aportado a la cartera han sido los Cocos de entidades financieras europeas y los RMBS españoles de añadas antiguas. También han añadido rentabilidad significativa, aunque en menor medida, los convertibles, la deuda senior de entidades financieras y la inversión en inmobiliarias nacionales. Por el lado negativo la deuda ligada a las coberturas de divisa y los cupones zero AAA emergentes, son las estrategias que más rentabilidad han detráido del fondo.

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

Durante el trimestre hemos seguido manteniendo un posicionamiento ágil en cuanto a la gestión de la duración, aprovechando las correcciones de los largos plazos europeos para tomar beneficios en las coberturas e ir aumentando la duración progresivamente, que hemos fijado en los 4.75 años. En términos de dólar, hemos mantenido un *bias* ligeramente largo, entorno al 6%, lo cual nos ha permitido amortiguar parte del mal comportamiento de los largos plazos.

En cuanto a nombres, hemos añadido crédito de Intesa y Nokia en los largos plazos de la curva americana al 7.5% y 7% respectivamente, lo que representa un *pick-up* de unos 175bps básicos de rentabilidad vs las emisiones en euros, una vez mitigado el riesgo divisa. También hemos incorporado deuda convertible de Zalando y Coinbase, y por primera vez en meses hemos añadido un emisor de HY debido al deterioro que sufrió Eutelsat tras la presentación de resultados, con rentabilidades superiores al 10%. En cuanto a ventas, hemos tomado beneficios en parte de los largos plazos de la curva europea que manteníamos en cartera, vendiendo nombres como Hungría, Jab Holdings o Blackstone. También tomamos beneficio en las posiciones de Vallourec y Volkswagen por el poco valor que ofrecían.

Seguimos pensando que va a ser un año de menos a más. Donde el proceso deflacionista debería seguir desarrollándose, a medida que unos tipos de interés reales del 2% y cerca de su media histórica, estrangulan unas economías sobreendeudadas. Esto esperamos haga mover ficha a la Reserva Federal a medida que se acercan las elecciones de noviembre, tras las cuales deberíamos ver una la relajación en los incentivos fiscales, lo cual permitirá un cierto alivio en los costes de financiación del Tesoro, aunque ni de lejos supondría la solución.

A cierre del trimestre la tir de la cartera es del 5.3%, con una duración de 4.7 años y un cupón *cashflow* del 2.9%. El precio medio ponderado de la cartera es de 85.9 céntimos el euro. La exposición al dólar es de 5,7%.

