

# Comentario Trimestral

Miralta Narval Europa

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](http://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 +14.44% en la clase A, a cierre del primer trimestre, frente a un MSCI Europe Net Total Return del +7.63%.

En este primer trimestre los mercados de renta variable han continuado con el buen tono que mostraron en la última parte de 2023, a pesar de los recortes en las expectativas de bajadas por parte de los Bancos Centrales. La temática que mejor han funcionado y más rentabilidad ha aportado a la cartera sin duda ha sido la de compañías sensitivas a una apreciación significativa del Bitcoin. A pesar de la corrección de enero, el impacto de la entrada de los etfs y la aproximación al halving de abril han hecho que compañías como Microstrategy o Coinbase marquen la diferencia en términos de rentabilidad agregada. También han aportado significativamente al buen comportamiento de la cartera, las estrategias de IA, defensa, banca e insulinas.

Por el lado negativo, las coberturas de tipos de interés, utilities y minería, han sido las estrategias que más rentabilidad han detruido de la cartera.

## POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

Durante el primer trimestre, y al igual que en nuestras estrategias de renta fija, hemos mantenido una cierta prudencia en términos de exposición, debido al gran ajuste de los cortos plazos de las curvas de tipos de interés. En términos de dólar, hemos mantenido un *bias* ligeramente largo, entorno al 10%, lo cual nos ha permitido amortiguar parte del mal comportamiento de las coberturas.

En cuanto a nombres, hemos eliminado la exposición a las grandes tecnológicas americanas, y más concretamente a Meta, Microsoft y Alphabet. También hemos tomado beneficios parcialmente en la posición de Nvidia. El buen comportamiento, que ha sufrido la estrategia de insulina con las posiciones de Eli Lilly y Novo Nordisk, nos ha llevado a tomar también beneficios parciales, a la espera de una posible corrección en el corto plazo.

También hemos tomado beneficios parciales en la posición de compañías sensitivas al precio del Bitcoin, por el gran tamaño que estaban tomando en la cartera y por las elevadas valoraciones en el corto plazo, especialmente en el caso de Microstrategy.

Por el lado de las compras hemos aumentado exposición, entorno al 10% de la cartera, mediante la compra de derivados del Russell 2000, debido a las atractivas valoraciones y los posibles impactos positivos para las small caps de una posible bajada de tipos en la segunda mitad del año. También hemos añadido cierta exposición a compañías que se pueden ver beneficiadas por esta nueva economía de guerra en Europa, como son el caso de Thales, Dassault o Rheinmetall. En este sentido hemos incorporado dos pequeñas posiciones en compañías de seguridad en la red como son Fortinet y Palo Alto.

En el mundo de activos digitales, y dada las ventas que hemos realizado de Microstrategy y Coinbase, hemos incorporado a la cartera una posición de Galaxy Digital. Galaxy es una compañía financiera que ofrece múltiples servicios de finanzas tradicionales en el mundo de los crypto activos, como son el brokerage, la gestión, consultoría y research o el préstamo de títulos. A estos servicios hemos de añadir su rama de minería de Bitcoin, con uno de los mineros más eficientes a nivel global, o los nuevos servicios de staking. Galaxy Digital es uno de los principales players más reconocidos en el mundo crypto, que por estar basada en Canadá, cotiza a unos múltiplos muy inferiores a sus comparables estado unidenses. La compañía lleva interactuando con la Sec desde hace tiempo para conseguir cotizar en el Nasdaq.

El mercado de renta variable creemos que seguirá soportado durante los próximos meses por una combinación de factores, como son: la continuación del proceso deflacionista, una Reserva Federal más cerca que nunca de iniciar el ciclo de bajadas a medida que nos acercamos a las elecciones de noviembre y un posicionamiento relativamente ligero por parte de los inversores que se ve reflejado en los aún moderados niveles de apalancamiento del sistema.

