

Comentario Trimestral

Miralta Narval Europa
Octubre, 2024

MiraltaBank
Advanced Banking

"It was the best of times, it was the worst of times, it was the age of wisdom, it was the age of foolishness, it was the epoch of belief, it was the epoch of incredulity, it was the season of Light, it was the season of Darkness, it was the spring of hope, it was the winter of despair, we had everything before us, we had nothing before us, we were all going direct to Heaven, we were all going direct the other way—in short, the period was so far like the present period, that some of its noisiest authorities insisted on its being received, for good or for evil, in the superlative degree of comparison only."
Charles Dickens

GEOECONOMICS: RENOVARSE O MORIR

Como sugería Dickens en su famosa novela, vivimos en una época en la que la narrativa solo se cuenta en términos superlativos: calentamiento global y eventos climáticos extremos, fin de la globalización y multipolarización geopolítica, fin de la Pax Europaea y riesgo nuclear, desinformación y censura, debilitamiento de las instituciones democráticas y polarización del electorado, crisis migratoria y desigualdad, atentados y terrorismo, subsidios y aranceles, riesgo en las cadenas de suministros y materias primas, inflación o los potenciales riesgos de la IA son algunos de los asuntos que nos mantienen alerta en estos últimos años. **Tan solo la fortaleza del consumidor americano y la resiliencia de su mercado laboral actuaban como únicos puntos de anclaje ante un relato desolador.**

En medio de este panorama desalentador, marcado en los últimos años por eventos de alto riesgo y volatilidad elevada, también hemos sido testigos de algunos de los mejores comportamientos tanto en bolsa como en bonos, con retornos anuales que han alcanzado el +25% y el +7%, respectivamente. Esto se debe gracias a las pasadas, pero también a las esperadas, inyecciones de liquidez de Bancos Centrales (Fed put). A pesar de esto, advertíamos en nuestra última nota de los riesgos que preveíamos ante la llegada del periodo vacacional, y a medida que se acercaba el periodo electoral estadounidense, con el posible aumento de la volatilidad por la pérdida de liquidez en un entorno de elevadas valoraciones y niveles de apalancamiento y apetito por el riesgo.

Y es que en apenas tres meses desde nuestro último comentario hemos vuelto a ser testigos de estos fuertes contrastes: ante la victoria histórica laborista en Reino Unido y el vuelco electoral en Francia de la extrema izquierda, tenemos la victoria y auge sin precedentes de la extrema derecha en Alemania y Austria; ante el desalojo de Biden de la carrera presidencial, tenemos los dos intentos de asesinato a Trump; ante el bombardeo incesante en Gaza, hemos sido testigos de los "ataques selectivos" a gran escala a Hezbolá; ante la invasión rusa de Ucrania, tenemos la invasión ucraniana de Rusia (Kursk); o frente al constante declive del yen, la explosión histórica de volatilidad por el unwind del carry trade por excelencia.

Una subida inesperada por el BoJ, unida a una Fed más dovish ante unos datos de actividad manufacturera y empleo más débiles, hicieron mella en el eslabón más débil: el yen. El desapalancamiento del carry trade supuso una explosión de volatilidad histórica, poniendo de nuevo en relevancia la fragilidad e interconexión del sistema financiero global y la necesidad de una gestión del riesgo adecuada que nos permita navegar con éxito los eventos de alto riesgo y alta probabilidad. Los inversores, interpretando que se trataba de un desapalancamiento por falta de liquidez y no una crisis crediticia, han devuelto en tan solo dos semanas los índices de renta variable a máximos. Por el contrario, el mercado de renta fija, descontado una nueva trayectoria de crecimiento, pusieron en precio casi 10 bajadas de un cuarto de punto para el próximo año, *steependo* la curva con fuerza.

Entre tanto hemos conocido que el mercado laboral americano no estaba tan fuerte como nos habían contado. Una revisión de cerca de un millón de puestos de trabajos menos rebaja su crecimiento en casi un 30% (ríete de la calidad de los datos chinos). Además, de los empleos creados en el último año, un tercio aproximadamente es empleo gubernamental (como no podría ser de otra manera en año electoral). Incluso Powell ha tenido que admitir que los datos reportados podrían estar sobreestimados, lo que aumenta el riesgo a movimientos extremos ante futuros datos más débiles.

Tampoco por el lado del consumidor es oro todo lo que reluce, más bien lo contrario. Ante el relato de resiliencia del consumidor americano, hemos de entender que esta tiene como contraprestación una tasa de ahorro en mínimos históricos (tan sólo superada en los años previos a la Crisis Financiera Global de 2008). Por lo que más de la mitad de los estadounidenses no son capaces de hacer frente a un gasto imprevisto de mil dólares. Por lo que lo más preocupante sea el rápido deterioro en la mora de tarjetas y autos en los últimos trimestres, que empiezan a hacer sonar las alarmas en Wall Street.



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.

En estos tres meses, también hemos sido testigos de la necesidad de estimular las economías, con bajadas “coordinadas” de más de 20 Bancos Centrales a nivel global. Y una vez la Fed ha abierto la veda con un serio recorte de tipos, el primero en sacar el genio de la botella y liberar los “animal spirits” ha sido China.

Y es que durante este tiempo también hemos podido comprobar como las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento chino impactaban de lleno en los precios de materias primas y energía, por lo que China ha seguido siendo una fuente de deflación para todo el mundo. Las últimas medidas anunciadas la semana pasada evidencian la preocupación de sus autoridades, ante el efecto de bola de nieve que las fuertes correcciones del mercado inmobiliario y la bolsa han tenido sobre el consumidor chino. Mucho nos tememos que mientras siga la tensión alrededor de Taiwán, difícil será atraer de nuevo capital e inversión extranjera a una economía incapaz de estimular su demanda interna.

Por último, también se ha publicado el esperado informe Draghi, que plasma la difícil situación a la que se enfrenta Europa para acometer sus planes de descarbonización y rearme. Estos requerirán ingentes cantidades de dinero tanto público (con un eje franco-alemán cada vez más polarizado) como privado (con una banca maniatada y unas empresas estancadas y con fuertes necesidades de capex), y que podría resumirse en tres palabras: renovarse o morir.

Ahora, y una vez dejada atrás las dudas sobre la magnitud de la primera bajada de tipos de la Fed en años, sólo nos queda cruzar el Rubicón de las elecciones norteamericanas, para lo que la Fed ya ha tendido un sólido puente. Es de esperar que una vez conozcamos los resultados, los impulsos fiscales a los que nos ha acostumbrado la administración Biden, empiecen a evaporarse como ya es tradición en nuestros líderes tras un hito electoral. Por lo que, y a pesar del retorno a las inyecciones de liquidez global, no estaría de más continuar con la prudencia, que como cantaba Bob Dylan: *he not busy being born is busy dying*.

EVOLUCIÓN

El fondo ha obtenido una rentabilidad del +3.91% en la clase A, en el tercer trimestre, frente a un MSCI Europe Net Total Return del +2.35%. Esto deja la rentabilidad del fondo a un trimestre de fin de año en +18.14% vs +11.62% de su índice de referencia.

Durante el tercer trimestre los mercados de renta variable europeos han continuado con un cierto comportamiento errático, dominados por la explosión de volatilidad histórica tras el *unwind* del carry trade del yen, la primera bajada de tipos de la Fed, el anuncio de medidas expansivas por parte de China y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. En este entorno los índices europeos se han vuelto a ver penalizados vs sus comparables americanos que han obtenido ganancias cercanas al 6% en el trimestre.

En términos de comportamiento las estrategias que más rentabilidad han aportado a la cartera durante el trimestre han sido las de real estate europeo, oro y minería de oro e inteligencia artificial, y especialmente las acciones de Palantir, que ha vuelto a sorprender en su publicación de resultados. Cabe también destacar el buen comportamiento que ha mostrado el sector de utilities durante el trimestre, con retornos cercanos al 15%, lo que han contribuido notablemente también a la rentabilidad del fondo. Desde el lado negativo, y lastradas por las dudas sobre el crecimiento chino, materias primas y energía han sido, junto con el sector de la salud, los que más rentabilidad han traído en el periodo. Aquí cabe mencionar la sustancial reducción de peso que hemos venido realizando, por toma de beneficios, durante los últimos meses en los dos principales fabricantes de insulinas (Eli Lilly y Novo Nordisk).

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

La reducción de exposición y beta que realizamos previa al verano nos ha permitido amortiguar con cierta soltura el breve episodio del mes de agosto, que pensamos iba a tener un mayor calado. El retorno “coordinado” a las bajadas de tipos de interés, con la consecuente expansión de liquidez a nivel global, nos ha hecho retomar gran parte de la exposición, deshaciendo coberturas y rotando parte de la cartera hacia compañías europeas que puedan verse beneficiadas por las bajadas de tipos (inmobiliarias y seguros) o el proceso de descarbonización (consultoría, movilidad e infraestructura eléctrica). Así algunos de los nombres que hemos añadido han sido: Gecina, Vonovia, Mapfre, Aegon, Accenture, Nexans, Siemens o Andritz, entre otros.

Por el lado de las ventas, hemos reducido la exposición a banca, sustituyendo parte por el sector seguros, que debería comportarse mejor en un entorno de bajada de tipos. También hemos reducido bastante la exposición a IA, mediante la toma de beneficios parciales en Nvidia, ASML, Tesla y la venta de Microsoft. Como mencionábamos con anterioridad, también hemos reducido notablemente la exposición a los fabricantes de insulinas que ahora se sitúa entorno al 2% de la cartera.

Las medidas anunciadas por China, tras el contundente recorte de tipos de la Fed, deberían marcar el camino a seguir por Banco Central Europeo, que será pieza clave para resolver el problema existencial de Europa.

