

"All human societies contain inventive people. It's just that some environments provide more starting materials, and favourable conditions..." -- Jared Diamond, Guns, Germs, and Steel

Otro año más a punto de finalizar y ya podemos afirmar que éste también tendrá su lugar especial en la historia. No sólo por el intento de asesinato que sufrió Trump durante la campaña, lo cual lo ha situado junto a nombres como los de Roosevelt, Truman o Reagan. Sino también, porque al igual que estos, su presidencia tendrá consecuencias trascendentales en las políticas interior y exterior estadounidense que redibujarán el revuelto tablero geopolítico mundial. Y es que, sin duda alguna, y como ya veníamos advirtiendo, serán la geopolítica y una mayor injerencia gubernamental los factores determinantes que dominarán el espíritu de inversores y mercados en los meses venideros.

La vuelta de Trump a la Casa Blanca vuelve a poner el foco en el yuan y en el superávit comercial de China, a quien ya acusó en el pasado de ser un manipulador de divisas, por lo que nos adentramos en un nuevo orden donde el principal objetivo es reducir el gran déficit comercial estadounidense. En este entorno también estamos siendo testigos del agotamiento que las políticas solidarias e inflacionistas están teniendo en consumidores, inversores y Estados a nivel global. Y es que el giro electoral del cual estamos siendo testigos, con colapso de gobiernos alemán y francés incluidos, obedece a un consumidor que vuelve a votar más con el bolsillo que con el corazón. Mientras los Bancos Centrales a nivel global reinician el ciclo coordinado de bajadas, los inversores se ven obligados a buscar refugio en activos que protejan de políticas monetarias y fiscales desmesuradas.

Esto nos lleva a un nuevo paradigma, donde al igual que en los antiguos sistemas mercantilistas, las decisiones económicas impulsadas por el libre mercado y la maximización de beneficios empresariales están siendo sustituidas por las necesidades que surgen de la lucha de poder, en bien del Estado-Nación. Por lo que seremos testigos de los esfuerzos que estos realizarán para afianzar recursos estratégicos e implementar nuevas políticas comerciales, industriales y tecnológicas que les permitan fortalecer su posición en este nuevo orden mundial.

Por lo que respecta a nosotros, el año que está a punto de acabar ha vuelto a ser un gran año para Miraltabank en términos de resultados. Nuestra estrategia de renta variable, Narval se ha posicionado como el mejor fondo de su categoría a uno, tres y cinco años, según Morningstar. Y Sequoia, nuestro fondo de renta fija, continúa siendo el más rentable a cinco años y dentro del top 3 a tres años. Por otro lado, seguimos reforzando nuestro apoyo a las pymes mediante el lanzamiento de un nuevo fondo de financiación alternativa y nuestra entrada en el capital de Bank of Climate para facilitar una descarbonización inteligente.

A punto de finalizar 2024, quiero agradecer un año más a nuestro equipo por su trabajo incansable y dedicación, que una vez más nos han permitido destacar en un entorno tan desafiante. Como siempre recordamos, la clave para superar con éxito un panorama tan complejo reside en mantener un sólido control de riesgos. Esto nos permite enfrentar cada reto con un enfoque constructivo y seguir maximizando nuestras rentabilidades a largo plazo. Y por supuesto también quiero agradecer sinceramente a todos nuestros inversores por confiar en nosotros un año más. Juntos seguimos construyendo un camino de crecimiento y éxito compartido. Muchas gracias a todos.

Para finalizar, quiero compartir nuestras perspectivas de cara a 2025. Como ya venimos señalando, nos adentramos en una nueva era, donde los Estados buscarán soluciones no convencionales a los altos déficits y niveles de endeudamiento. Un mundo con tintes mercantilistas donde los gobiernos tendrán un papel central en la economía, reforzando su control sobre comercio y recursos, favoreciendo monopolios estratégicos e implementando políticas proteccionistas, por lo que contar con un sólido control de riesgos volverá a ser determinante. Desde todo el equipo de Miraltabank les deseamos un saludable, feliz y próspero 2025.

1. Inflación: un impuesto encubierto

Uno de los grandes perdedores de las políticas inflacionistas de los últimos años ha sido el ciudadano medio. Y es que a diferencia de una crisis económica tradicional donde el desempleo afecta a un porcentaje limitado de la población, el shock inflacionista consecuencia de las políticas monetarias y fiscales adoptadas tras la crisis Covid han golpeado al 100% de la población. El consumidor, con una tasa de ahorro en mínimos y una vez agotado el colchón acumulado durante el confinamiento, ha retrasado gastos importantes como es la renovación de vehículos (la vida media del parque móvil se encuentra en máximos históricos) y ha tirado de tarjeta, cuyo saldo ha sobrepasado el billón de dólares, para mitigar la pérdida de poder adquisitivo y la falta de financiación barata y a largo plazo. El deterioro de los datos de mora al consumo en EE. UU. evidencia la frágil situación del consumidor americano, último bastión del relato optimista. Esto ha hecho que durante 2024 seamos testigos de un giro electoral a nivel global que denota el agotamiento de las políticas solidarias, y que corroboran que el consumidor comienza a votar más con el bolsillo que con el corazón. No nos debería extrañar que comencemos a desandar también en Europa el camino recorrido en los últimos años en términos de regulación y políticas sociales, en favor de políticas económicas que permitan aumentar el crecimiento y reducir los elevados niveles de déficit y endeudamiento.

2. Tribulaciones chinas

China se encuentra actualmente en una posición que en algunos aspectos recuerda a la de Europa en los años previos a la crisis de 2008, al destacar como el nuevo challenger a la supremacía económica estadounidense. La realidad es que desde la crisis del COVID-19, el país se ha venido enfrentado a una serie de problemas estructurales en su modelo económico, marcados por la pérdida de inversión extranjera y profundas correcciones en los mercados inmobiliarios y financieros. Estas dificultades se han visto agravadas por las dinámicas demográficas y las crecientes tensiones sociales, que reflejan un malestar interno ante las incertidumbres económicas.

A pesar de los repetidos anuncios de medidas expansivas por parte del gobierno chino, que han logrado frenar temporalmente la caída de los principales índices bursátiles, el mercado de renta fija muestra un creciente escepticismo. Los nuevos mínimos en la rentabilidad alcanzados por la deuda gubernamental reflejan dudas significativas sobre la capacidad de China para retomar un crecimiento sostenido, mientras se enfrenta a un panorama interno y externo cada vez más complejo. Por primera vez, los rendimientos de los bonos a largo plazo de China han caído por debajo de los de Japón, lo que sugiere que los inversores comienzan a apostar a que la segunda economía más grande del mundo podría verse atrapada en la deflación que ha afectado a su vecino durante décadas. Con la vuelta de Trump a la Casa Blanca, acabar con el modelo económico chino basado en superávits comerciales mediante la exportación de bienes baratos, deflación y presión de los tipos globales a largo plazo, vuelve a ser prioritario.

3. Europa solidaria: "Trata de arrancarlo, Mario, ¡por Dios!"

Como explica Charles Calomiris en su libro "De frágil diseño", la fragilidad de los bancos y la disponibilidad de crédito no es más que el reflejo de la estructura de las instituciones políticas de un país. Y el panorama político europeo es uno de excesiva fragmentación, donde el eje francoalemán cada vez diverge más económica y políticamente y donde los incentivos políticos han diferido de los intereses que el proyecto europeo necesitaba. Esto ha dejado a Europa, siendo Francia el eslabón más débil, perdida en medio de esta nueva Guerra Fría. Perdida porque por un lado sacrificó su economía e industria al renunciar al gas ruso, por carecer de una estrategia de defensa y política exterior propias, siempre dependiente de la seguridad que le otorgaba EE. UU. y la OTAN. Perdida además por verse arrastrada de nuevo a una nueva guerra de tarifas, dificultando su acceso a China, uno de sus principales socios comerciales y dinamitando así las pocas esperanzas que albergaban sectores clave como el industrial o el automóvil. Pero igualmente perdida porque intuye que, bajo el nuevo mandato de Trump, Estados Unidos pivotará antes de lo esperado hacia el sudeste asiático, presionando aún más si cabe las necesidades de rearme de un continente sobre regulado y que ha priorizado el estado del bienestar al de su competitividad y seguridad. El agotamiento que un exceso de regulación y unas malas decisiones estratégicas están teniendo sobre la sociedad se manifiesta en las urnas, con un claro giro a la derecha. Y es este sin duda el catalizador que Europa necesita para abandonar el uso de la regulación como único mecanismo de defensa contra el abuso monopolístico americano, y poder recuperar así la confianza y el interés de los inversores.

4. Green Deal: banca verde, empresas rojas

Otro de los puntos que menciona Calomiris con gran acierto es que, un mayor desarrollo financiero y acceso al crédito, impulsan la rápida acumulación de capital, fomentan el crecimiento económico y tecnológico, y contribuyen a la creación de un mercado laboral sólido y dinámico. Además, dada la relación entre crecimiento y la habilidad para proyectar poder en el ámbito internacional, los países con un débil sector financiero se encuentran en desventaja para defender su soberanía e influir en acontecimientos del exterior.

Este parece ser el caso de Europa, afectada por las consecuencias que el Pacto Verde a tenido en bancos y empresas. Al exigir que la banca canalice el crédito hacia actividades alineadas con la taxonomía, al mismo tiempo que reduce las emisiones de sus carteras crediticias, también se restringe la financiación a sectores clave con alto consumo energético (metalurgia, industria, automoción, etc.). Estos sectores, que a su vez están afectados por la falta de visibilidad, dinamismo y competitividad que el exceso de regulación y la nueva guerra comercial generan, evitan acometer el capex necesario que la transición hacia una economía baja en emisiones necesita. El resultado es un círculo vicioso que no solo perjudica gravemente a los más vulnerables, como son las pymes y los sectores intensivos energéticamente, sino que también compromete actividades esenciales para la defensa del Estado. La capacidad de movilizar la masa de ahorro privado que facilite a empresas acceder a fuentes de financiación más flexibles y dinámicas, se vuelve esencial para una Europa donde el crédito bancario sigue siendo omnipresente.

5. Inflación cíclica vs Deflación estructural

Las dinámicas de inflación y deflación en las economías occidentales pueden explicarse distinguiendo entre fuerzas cíclicas y estructurales. Mientras las fuerzas cíclicas suelen estar asociadas al ciclo, las fuerzas estructurales tienen que ver con tendencias más profundas, de carácter duradero, capaces de alterar la tendencia de la economía. En un entorno global donde las fuerzas deflacionistas estructurales siguen desafiando la estabilidad económica (Suiza, China, Europa...), los Estados están adoptando nuevas estrategias para intentar revitalizar el crecimiento, aumentar la inflación y poder así deflactar la ingente cantidad de deuda. Y es que estos, mediante aumentos salariales y con las ya mencionadas políticas reindustrializadoras, persiguen medidas que aumenten la inversión y den origen a un ciclo de crecimiento de la demanda (con mayor o

menor éxito), que genere mayores lecturas de inflación y les permita escapar de la trampa de deuda en la que se encuentran. Con estas políticas mercantilistas, están intentando contrarrestar las fuertes presiones deflacionistas alimentadas por factores como el envejecimiento, tecnología, globalización, bajos salarios o el excesivo endeudamiento. ¿Tendrán éxito? Esa es la pregunta del millón que todo inversor quisiéramos saber responder. Mientras tanto, y desde un punto de vista pragmático, es clave invertir en activos que nos permitan protegernos de la devaluación monetaria de la que estamos siendo testigos.

6. Gold rush

El embargo llevado a cabo por Estado Unidos y sus aliados a Rusia en 2022, por valor de unos 300mil millones de dólares, ha dejado en entredicho la seguridad que ofrece el dólar a países como China. Esto ha desencadenado una ola de compras del metal precioso por parte de múltiples bancos centrales y en especial del Banco Popular de China, que buscan diversificar sus reservas y protegerse ante una posible escalada geopolítica. El oro también se ha visto, y seguirá viéndose beneficiado, por la inestabilidad geopolítica y las perspectivas de menores tipos, lo cual ha provocado que tanto inversores institucionales como privados hayan hecho acopio de etfs, monedas y lingotes.

Al igual que en otras épocas, el tinte mercantilista actual está llevando a estados de todo el mundo a buscar activos tangibles, reforzando su soberanía monetaria frente a posibles sanciones o inestabilidades del sistema financiero occidental. Paralelamente, este creciente interés por el oro no solo responde a una coyuntura geopolítica crítica, sino también a la búsqueda de mecanismos que aseguren el valor del capital a largo plazo, más allá de la volatilidad de las monedas fiat. Con ello, se aprecia una creciente "desdolarización" en las reservas internacionales, donde el metal precioso adquiere cada vez más protagonismo. De esta manera, es posible establecer paralelismos con épocas pasadas en las que el atesoramiento de metales preciosos definía el poder e influencia de las naciones. En la actualidad, ante el miedo a sanciones, guerras comerciales, tensiones entre potencias y el cuestionamiento del rol hegemónico del dólar, el oro emerge nuevamente como el activo estratégico por excelencia, símbolo de estabilidad en un mundo cada vez más incierto y competitivo.

7. Cripto: de problema a solución

La adopción de una reserva estratégica de Bitcoin por parte de Estados Unidos está ganando aceptación como el catalizador necesario para modernizar su sistema financiero, reforzando al mismo tiempo al dólar al apalancarse en la escasez y robustez de la moneda digital. Esta iniciativa emerge como un componente clave de la política monetaria y financiera de una administración que busca, mediante medidas no convencionales, rememorar su época de esplendor.

Las últimas declaraciones del presidente de la Reserva Federal y del Departamento del Tesoro, en las que han equiparado al Bitcoin con una suerte de "oro digital", han allanado el camino para la adopción institucional a gran escala. Este discurso oficial no solo legitima al criptoactivo ante el gran público, sino que le otorga un sello de aprobación que tranquiliza a los inversores institucionales, contribuyendo así a consolidar su valor y robustez dentro de la arquitectura financiera norteamericana. La transición hacia un sistema financiero y una web basados en tecnología blockchain ofrecería a Estados Unidos la oportunidad de incrementar sus monopolios digitales, asegurando así su posición hegemónica en esta nueva era. Este nuevo paradigma permitiría de nuevo al país establecer estándares, regular el acceso a la nueva infraestructura y cimentar su dominio global, como ya lo hizo en el pasado con las finanzas tradicionales o la tecnología.

Además, la consolidación de stablecoins ligadas a la moneda estadounidense podría potenciar aún más el dominio del dólar en el ecosistema digital, a la vez que proporciona una solución al ingente problema de la deuda, al haberse convertido estas en serios compradores de deuda americana.

En este contexto, la conjunción de Bitcoin como reserva estratégica, la hegemonía del dólar en el mundo digital y la consolidación de nuevos monopolios tecnológicos basados en blockchain, refuerzan el nuevo paradigma que transforma a las criptos de problema a solución.

8. Armas, chips y acero: bienvenido al nuevo orden mundial

Como argumentábamos nos adentramos en una nueva era con tintes mercantilistas donde los Estados tendrán un papel central en la economía, reforzando su control sobre comercio y recursos, favoreciendo monopolios estratégicos e implementando políticas proteccionistas que favorezcan el desarrollo industrial interno. En este sentido, y al igual que argumentaba Jared Diamond en su aclamado libro "Armas, gérmenes y acero", un entorno y condiciones favorables, seguirán siendo determinantes para el devenir de los estados.

El panorama geopolítico actual refleja una transición hacia un sistema que recuerda más al mercantilismo de los siglos XVI y XVII que al capitalismo liberal al que estamos acostumbrados. En este contexto, la rivalidad entre Estados Unidos y China, del que Europa sale como la gran perjudicada, configura un nuevo orden global donde los estados buscan maximizar su poder económico y estratégico a través de la acumulación de superávits comerciales y recursos, la creación de monopolios, una mayor intervención estatal y proteccionismo. Este nuevo paradigma, basado en "armas, chips y acero", redefine cómo naciones aliadas que compiten y cooperan en un mundo de recursos limitados, deberán hacer uso del balance saneado del sector privado para acometer las inversiones necesarias en sectores como renovables, defensa, tecnología e industria.

9. Supply shocks 2.0

El estallido de la pandemia de la COVID-19 trajo consigo el mayor shock de oferta de la historia reciente, cuyas repercusiones aún se dejan sentir en las lecturas de la inflación global. Lejos de ser un fenómeno pasajero, las dinámicas de la oferta han demostrado ser una fuerza trascendental para entender la formación de precios, determinando la evolución de los activos tanto en el corto como en el largo plazo.

El escenario actual adquiere una nueva capa de complejidad si consideramos los factores que rodean a China, donde el envejecimiento demográfico, la ralentización económica y el posible recrudecimiento de las guerras comerciales alteran los flujos de bienes y servicios. Esta combinación puede desembocar en consecuencias imprevistas para los precios, afectando no solo la cesta de la compra sino también la estabilidad de los mercados financieros en su conjunto.

De cara a los próximos años, analizar con detenimiento el equilibrio entre demanda y oferta resultará imprescindible. Invertir en activos y temáticas con problemas estructurales de escasez puede marcar la diferencia: sectores como la defensa, la vivienda, el oro o incluso el Bitcoin, se vislumbran como refugios capaces de preservar valor ante eventuales disrupciones en la oferta.

10. Beware of animal spirits

Tal como hemos venido advirtiendo, mantener un férreo control de riesgos resulta indispensable para navegar con éxito el incierto panorama al que nos enfrentamos. Las elevadas valoraciones actuales y el sentimiento generalizado de FOMO (Fear Of Missing Out) son un claro reflejo de la tensión emocional que domina el mercado. Estos impulsos, más emocionales que racionales, ponen de manifiesto los peligros intrínsecos de invertir en activos con retornos potenciales asimétricos, susceptibles de sufrir giros bruscos ante cualquier cambio en la percepción o la narrativa dominante.

De momento, el mercado ha decidido enfocarse en el lado positivo de las medidas anunciadas por la nueva administración Trump —por ejemplo, las reducciones impositivas o las desregulaciones sectoriales. Sin embargo, es preciso no perder de vista los riesgos que se mantienen latentes: una renovada guerra comercial y arancelaria, la posibilidad de recortes en el gasto público o la incertidumbre que generaría una política migratoria más estricta, con deportaciones masivas, son factores que podrían alterar drásticamente el equilibrio de los mercados financieros. Si estos riesgos se materializan, las valoraciones actuales podrían percibirse como injustificadamente infladas, exponiendo a los inversores a la realidad de los eventos de alto riesgo que nos viene acompañando en los últimos años. Un riguroso control del riesgo y un análisis objetivo huyendo de la narrativa imperante siguen siendo esenciales para orientarse en un mundo financiero donde la psicología colectiva pesa tanto como los datos económicos.