

Comentario

Trimestral

Miralta SICAV Sequoia

Diciembre, 2024

MiraltaBank

Advanced Banking

"All human societies contain inventive people. It's just that some environments provide more starting materials, and favorable conditions..."

— Jared Diamond, Guns, Germs, and Steel

GUNS, CHIPS & STEEL

Otro año más 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.

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.

Los datos de crecimiento en la Eurozona siguen apuntando a la débil situación en la que se encuentra la economía, caracterizada por su rigidez normativa, falta de innovación y carencia de recursos energéticos. A estas deficiencias hemos de añadir los riesgos que emergen de la transición hacia una economía baja en emisiones, que afectará a empresas y hogares de la misma manera durante los próximos años. EEUU, por el contrario, no sólo sigue manteniendo un crecimiento positivo gracias a los enormes impulsos fiscales de la administración Biden, sino que además ha recibido grandes flujos de inversión tras la victoria de Trump. Esto está desconcertando a la Fed, que no consigue "domar" la economía con medidas convencionales y ha adoptado una postura *data-dependant*.

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.



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.

Y es que estos, mediante aumentos del salario mínimo 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, salarios congelados o el excesivo endeudamiento.

Entre tanto, y a pesar de que las lecturas de inflación subyacente se han estabilizado entorno al 2.7% en Europa y al 2.8% en EEUU (Core PCE), hemos de ir acostumbrándonos a que las proyecciones de los Bancos Centrales las verán convergiendo al objetivo. Esto les permitirá continuar reduciendo el nivel de tipos, con el doble objetivo de reducir los costes de financiación de los sectores público y privado y estimular unas economías excesivamente dependientes de los estímulos fiscales.

En este entorno, donde los mercados sólo descuentan 2 bajadas de tipos para los próximos 12 meses en EEUU, y casi 5 en Europa, el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate terminó el año con una caída del -1.69% y el índice Bloomberg Barclays European Aggregate con un alza del +2.63%. Esto deja las tires de la deuda gubernamental a 10 años española en el 3.06%, la alemana en el 2.37% y la americana en el 4.57%.

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 en un entorno donde se aprecian ciertas fisuras en el mercado laboral y el consumidor: 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. Mientras los tipos a largo en EE. UU. convergen con los niveles de crecimiento nominal, 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.

EVOLUCIÓN

El fondo ha obtenido una rentabilidad del -0.95% en la clase A durante el cuarto trimestre, frente a un Bloomberg Barclays Global Aggregate del -5.10%, lo que supone una rentabilidad para el ejercicio del +1.70% vs el -1.69%, respectivamente.

Durante el trimestre hemos reducido la duración del fondo hasta los 3.75 años, en parte por la toma de beneficios en los largos plazos de la curva europea, y en parte por ejecutar el stop-loss en la deuda gubernamental inglesa tras el presupuesto presentando por el nuevo gobierno laborista. Y es que, a pesar de todo pronóstico y tras la crisis experimentada en 2022, vuelven a incidir en un mayor gasto público y fuertes subidas del salario mínimo, con la esperanza de relanzar la débil economía inglesa.

El último trimestre del año ha estado caracterizado por un endurecimiento de las condiciones financieras, tras el fuerte recorte de tipos, que será recordado como un *policy mistake* por parte de la Fed. La volatilidad de los datos de inflación enmarcados en el proceso desinflacionista, junto con los fuertes impulsos fiscales de la administración Biden y la contundente victoria de Trump, ha desconcertado a la Fed, que no consigue “domar” la economía con medidas convencionales. Esto le está llevando a variar su discurso, al haber adoptado una postura *data-dependant*, lo cual infiere si cabe aún más volatilidad a los tipos de interés.



Durante el ejercicio, el impacto del unwind del carry trade en los emergentes ha sido uno de los factores que más ha pesado sobre el comportamiento del fondo a nivel estrategia. Gran parte de esta pérdida viene explicada por los *Zero-Coupon* en Brasil y México. Tanto Turquía e India, como especialmente Sudáfrica, han ayudado a mitigar las pérdidas. Las coberturas de dólar, aún habiendo mantenido una ligera exposición de entorno al 5% al billete verde, también han restado rentabilidad de fondo durante 2024. La deuda a 10 años inglesa y los bonos ligados a la inflación norteamericanos han completado las inversiones con peores comportamientos.

Por el lado positivo, tanto la subordinación en financieros como el crédito en papeles corporativos y financieros grado de inversión, han aportado ganancias significativas al fondo durante el ejercicio. Algunos bonos convertibles, como son el caso de IAG o Prysmian, han destacado durante el periodo especialmente. También cabe destacar la rentabilidad aportada por los ABS nacionales, donde hemos continuado viendo unas dinámicas solidas. Por último, mencionar algunos emisores en los largos plazos de la curva americana, como son Intesa o Nokia, que han tenido un ejercicio notable a pesar del mal comportamiento que ha tenido la duración durante el año.

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

Mientras vuelven los rumores de los Bond Vigilantes por las delicadas posiciones fiscales de países como Reino Unido, Francia o Estados Unidos entre otros, consideramos que el fortalecimiento del dólar no encaja adecuadamente dentro de esta narrativa. Y es que, en el caso estadounidense, un oasis de crecimiento dentro de un mundo que languidece y a pesar de su débil posición fiscal, los tipos a largo están más bien convergiendo hacia los niveles de crecimiento nominal de una economía en esteroides ($\pm 5\%$), con el consecuente *steepening* de la curva. Esto vuelve a presentar una oportunidad de invertir en la curva americana, una vez ya terminada la carrera presidencial, en un mundo donde el consenso cada vez resulta menos atractivo dada la elevada asimetría de retornos potenciales.

Como argumentábamos, es preciso no perder de vista los riesgos latentes. La situación de un mercado laboral excesivamente dependiente de contratación pública y un consumidor *maxed out*, pueden verse rápidamente deteriorada por recortes en el gasto público, una renovada guerra comercial o tensiones de la nueva política migratoria, entre otros. Si estos riesgos se materializan, las valoraciones actuales podrían percibirse como injustificadamente infladas, produciéndose un *flight-to-quality* y exponiendo a los inversores a la realidad de los eventos de alto riesgo tan frecuentes en los últimos años.

Si los Gobiernos tendrán éxito en su intento de revitalizar el crecimiento, combatir las fuerzas estructurales deflacionistas y poder así deflactar la ingente cantidad de deuda, sólo el tiempo lo dirá. Mientras tanto lo que sí parece claro es que, lo consigan o no, ir invirtiendo paulatinamente nuestro capital en activos de calidad que ofrezcan tipos de interés reales positivos es la mejor estrategia para protegernos de las amenazas de unas políticas monetarias y fiscales desmesuradas.

Es precisamente debido a esta asimetría que, a lo largo del año, hemos incrementado progresivamente la calidad y reducido la subordinación de la cartera. También hemos favorecidos los bonos ligados a la inflación, especialmente una vez los estadounidenses superaban de nuevo el 2.10%. Históricamente los episodios de *steepening* en curvas tan planas como las actuales vienen a confirmar la entrada en recesión de las economías, y suelen ir acompañados de bajadas significativas en los tipos reales y nominales a largo plazo. Esto encaja muy bien además con las necesidades de los Gobiernos, que necesitan tipos de interés reales reducidos para poder resucitar sus economías y deflactar la ingente cantidad de deuda. Por último, hemos aumentado el buffer de *quasi* liquidez hasta el 30% en el último trimestre, a medida que tomamos beneficios en buena parte de la subordinación del fondo, reduciendo así la exposición a cocos, It2 e híbridos.

En cuanto a nombres, hemos tomado beneficios en gran parte de la inversión a cocos que manteníamos y también a deuda subordinada, tanto financiera como corporativas, debido a los escasos diferenciales a los que cotizaban. Por el lado de las ventas hemos también tomado beneficios en la deuda gubernamental sudafricana e india, reduciendo así la exposición a emergentes. Por el lado de las compras, hemos incluido exposición a agencias y deuda gubernamental europea en plazos intermedios, también por el escaso diferencial extra de rentabilidad que ofrece el crédito corporativo. En Europa hemos también tomado beneficios en parte de las posiciones de deuda italiana que manteníamos (tanto nominal como ligada a la inflación).



Seguimos prefiriendo la calidad vs la subordinación, en especial con los escasos diferenciales y los riesgos asimétricos que presenta el crédito ante unas situaciones económica y geopolítica en retroceso. A pesar de la volatilidad en los datos a corto plazo, consideramos que el proceso deflacionista debería seguir desarrollándose, a medida que los elevados niveles de tipos golpean las economías.

A cierre del trimestre la tir de la cartera es del 3.96%, con una duración de 3.77 años y un cupón cashflow del 2.4%. El precio medio ponderado de la cartera es de 90.2 céntimos el euro. La exposición al dólar es del 4,8%.

