

Comentario Trimestral

Miralta Narval Europa

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.

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.



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.

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 apenas descuentan 2 bajadas de tipos para los próximos 12 meses en EEUU, y casi 4 en Europa, el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate terminó el año con una caída del -1.69% dejando las tises de la deuda gubernamental a 10 años alemana en el 2.37% y la americana en el 4.57%. Por otro lado, los mercados de renta variable americana han vuelto a sobresalir, impulsados de nuevo por las grandes tecnológicas. Así el S&P500 acabó el año con alzas del 25.0% y el MSCI Europe con alzas del 8.59%, dividendos incluidos.

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 +3.36% en la clase A, en el cuarto trimestre, frente a un MSCI Europe Net Total Return del -2.72%. Esto deja la rentabilidad del fondo en el ejercicio en +22.11% vs +8.59% de su índice de referencia.

Durante el trimestre los mercados de renta variable europeos han continuado con un comportamiento errático, dominados por las carencias de una economía que ahora se ve además expuesta a los caprichos de Trump en su vuelta a la Casa Blanca. Durante el año hemos tratado de minimizar los riesgos del fondo manteniendo una aproximación flexible en términos de exposición y beta. Uno de los grandes riesgos este año, dada la delicada situación de la economía europea, ha sido perderse las fuertes ganancias generadas por el mercado de renta variable estadounidense. Ello nos ha llevado a tener una ligera exposición a compañías de este país, lo que nos ha permitido entregar una sólida rentabilidad a los partícipes. Durante el año, hemos intentado invertir en temáticas que considerábamos contaban con fuertes vientos de cola, como es el mundo de las finanzas descentralizadas, defensa europea o real estate entre otros. Desde el punto de vista de control de riesgos, hemos tratado de mitigar los posibles aumentos de volatilidad mediante el uso de derivados y toma de beneficios parciales en la cartera.

El fondo sigue manteniendo preferencia por grandes compañías a nivel mundial, aunque también ha invertido en valores de menor capitalización. Sectorialmente, los sectores que más rentabilidad han aportado al fondo han sido software, capital markets, defensa, semiconductores y banca. Por el contrario, los sectores que más rentabilidad han detruido de la cartera en el ejercicio han sido químicas y maquinaria, las coberturas de divisa y coberturas de renta variable.

En cuanto a posiciones individuales, las posiciones que más han aportado al fondo fueron las acciones de Microstrategy, Palantir, Coinbase, Rolls Royce, Galaxy Digital, Eli Lilly, y Nvidia. Por el contrario, las posiciones que más detrayeron rentabilidad fueron: coberturas de dólar y de yen, Fanuc, Albermale, Química y Minera de Chile, Vestas y coberturas de renta variable americana en derivados de Russell y Nasdaq.

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

La entrada en el periodo vacacional, el aumento del apalancamiento de los inversores, unas elevadas valoraciones y los riesgos derivados de la incertidumbre alrededor de las posibles políticas de Trump, nos lleva a reducir la exposición general del fondo y su beta. Adicionalmente, y dado el excesivo castigo que han sufrido ciertos sectores en Europa, como son renovables o autos entre otros, hemos comenzado a tomar una cierta exposición a los mismos, a la espera que el mercado ponga en precio el giro electoral que también se está produciendo en el viejo continente.

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.



Sobre la parte de finanzas descentralizadas y la inversión en compañías con exposición al mundo cripto, hemos ido tomando beneficios y reduciendo la exposición a medida que éstas afluían el valor tras años de una regulación excesivamente dura. El cambio de paradigma con la llegada de Trump a la Casa Blanca, ha abierto el espacio a los inversores institucionales. Por este motivo, y por encontrarse cotizando a unos múltiplos muy atractivos por ser una compañía cotizada canadiense, hemos rotado una parte sustancial de la exposición a Galaxy Digital, que debería verse beneficiada por una mayor adopción institucional y un cambio regulatorio que le permita culminar con éxito su traslado definitivo a EEUU.

Por último, también hemos salido mayoritariamente de bancos europeos, para tomar posiciones en gestoras de activos, que no sólo cotizan a múltiplos muy atractivos, sino que además pueden verse beneficiadas de un cambio en la percepción inversora sobre el continente dado el giro político del que estamos siendo testigos.

