

# Comentario Trimestral

Miralta Narval Europa  
Abril, 2025

MiraltaBank  
Advanced Banking

"It may be dangerous to be America's enemy, but to be America's friend is fatal."  
— Henry Kissinger

" There are decades where nothing happens; and there are weeks where decades happen."  
— Vladimir Ilyich, *alias* Lenin

## U-TURN

La historia nos demuestra que los **cambios de paradigma** son poco frecuentes, pero cuando irrumpen lo hacen con tal intensidad, que en cuestión de semanas resuelven décadas de tensiones y desequilibrios. El idilio de los inversores con Donald Trump ha sido fugaz: un **férreo control del poder** en su regreso a la Casa Blanca ha sido el catalizador que inversores y mandatarios, especialmente aquellos en Bruselas, han necesitado para asumir el declive del "**excepcionalismo estadounidense**" y dar un **giro de 180°** en sus estrategias.

Tal como anticipábamos, los acontecimientos recientes evidencian el **agotamiento** del modelo económico surgido tras la Segunda Guerra Mundial. Nos adentramos en una **nueva era** de marcado carácter **mercantilista**, donde los Estados compiten por asegurar **recursos estratégicos** y adoptan soluciones **no convencionales** para fortalecer su posición en este nuevo orden global. Mucho nos tememos que este reordenamiento económico y geopolítico no se resolverá con una simple semana de **volatilidad** en los mercados.

Como ya advertíamos a finales de 2024, tras cruzar el Rubicón de las elecciones estadounidenses, la transición de una economía en esteroides financiada por el gasto público hacia otra de **déficits sostenibles**, impulsada por el sector privado, iba a erosionar la percepción de fortaleza en la economía americana. Y es que la pérdida de confianza en el "excepcionalismo estadounidense" ya nos está mostrando sus primeras víctimas. Tras dos décadas absorbiendo flujos de inversión extranjera, hasta acumular un déficit inversor de 23 billones de dólares, el resto del mundo ha comenzado a rotar sus carteras desde activos americanos, con valoraciones "excepcionalmente" infladas, hacia geografías con valoraciones "extremadamente" atractivas, como es el caso de **Europa y China**, que se han visto empujadas a lanzar nuevos programas de **expansión fiscal**.

El retorno de Trump no solo ha **eliminado la ortodoxia presupuestaria** de estas economías, sino que también ha sacudido el **avispero regulatorio**. Tras décadas de una intensa presión normativa, estas se han visto obligadas a dar un giro de 180° - a menudo de **difícil justificación** ante sus electores - buscando fortalecer su posición económica y militar en este nuevo reordenamiento mundial. Esto ha cogido a **contrapié** a gran parte de la comunidad inversora, sorprendida por el súbito giro de los mercados. Las fuertes correcciones en los índices de renta variable estadounidenses, especialmente los tecnológicos, y el repentino auge de los deprimidos mercados europeos o chinos, era algo impensable hace apenas unos meses.

La llegada de lo que se ha dado en llamar el "**Liberation Day**" de las tarifas es la estrategia con la que Trump pretende subsanar prácticas comerciales consideradas abusivas; a la vez que le permite reindustrializar sectores geoestratégicamente críticos, equilibrar ingresos que contrarresten las bajadas impositivas y/o **renegociar acuerdos bilaterales** con sus socios comerciales. Supuestamente esta reindustrialización le permitirá repatriar los empleos perdidos durante décadas de globalización, aliviando el malestar de sus votantes ante los sacrificios que habrán de realizar por alcanzar el "**Golden Age**" en el renacer estadounidense. Solo el tiempo dirá si Trump estaba en lo cierto al afirmar en su investidura: "**In America, the impossible is what we do best**".

## EVOLUCIÓN

El fondo ha obtenido una rentabilidad del +3.48% en la clase A durante el primer trimestre del año, frente a un MSCI Europe Net Total Return del +5.91% y un S&P500 de -4.59%.



[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.*

Los mercados de renta variable globales se han tomado un respiro en la última parte del trimestre, a medida que nos aproximamos al "Liberation Day". Los inversores han comenzado a aceptar la realidad de los efectos que las nuevas políticas de la administración estadounidense tendrán en las valoraciones y diferenciales de crédito. La rotación que iniciamos en la última parte de 2024 hacia Europa, nos ha permitido mantener un buen comportamiento durante este comienzo de año, a medida que hemos reducido la exposición a mercado, tanto de la cartera de contado como con derivados.

Estos hechos han influido positivamente en el comportamiento del fondo durante el trimestre, donde destacan por el lado positivo las ganancias aportadas por el sector bancario, el de defensa, las utilities y las coberturas de dólar. En este sentido mencionar que el mundo parece haberse dado cuenta que ya no puede girar alrededor del déficit estadounidense como motor de crecimiento global, por lo que el ciclo del "long USD" podría estar llegando a su fin. El nacimiento de las **Stablecoins respaldadas por deuda pública** podrían ser un instrumento para suavizar la transición y seguir manteniendo el rol de moneda de reserva.

Por el lado negativo, la exposición que mantenemos al sector de inteligencia artificial y criptodivisas, especialmente mediante Galaxy Digital que ha presentado unos sólidos resultados y ya está un paso más cerca de poder cotizar en los índices americanos, han sido las estrategias que más rentabilidad han traído del fondo. También añadir el mal comportamiento que ha mostrado Novo Nordisk durante el trimestre al verse cogida en el fuego cruzado ante las expectativas norteamericanas con respecto a Groenlandia.

## POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

Mientras comprobamos la magnitud y profundidad de la implementación de tarifas por parte de la administración Trump, y casi tan importante el efecto que estas tienen en la respuesta de sus socios comerciales, preferimos mantener un posicionamiento prudente. Esto además viene exacerbado, por el elevado nivel de apalancamiento que muestran los datos de FINRA, que confirman los estrechos diferenciales que todavía muestra el crédito corporativo. La administración americana ha manifestado que la peor parte en una guerra de tarifas, la sufren aquellos que mantienen superávits comerciales, como es el caso europeo. Es por ello y que desde comienzo del mes de marzo hemos procedido a reducir drásticamente la exposición del fondo, para poder mitigar una posible explosión de volatilidad ante un desapalancamiento desordenado por la irrupción de las tarifas en el escenario geopolítico mundial.

En este punto nos gustaría señalar que el principal problema de Europa no es uno de mantener una política monetaria restrictiva (con tipos reales ya en cero), o de falta de capital (una parte significativa de los fondos NextGen siguen sin usarse y todavía hay 2,8 trillones de euros de exceso de liquidez en el Euro Sistema). El principal problema de Europa es uno de exceso de regulación. Europa no necesita más alquimia monetaria o fiscal. Europa necesita, en este nuevo orden, un proceso desregulatorio que no sólo elimine las trabas, sino que además apoye a empresas y sectores críticos (como el automóvil, acero o defensa) en este nuevo paradigma mercantilista y les permita ser competitivos tanto a nivel externo como interno (creando un verdadero mercado único). Europa también necesita un proceso desregulatorio que permita a sus bancos aumentar su apetito por el riesgo y transformar sus balances, inundados de deuda gubernamental, en crédito al sector privado, y especialmente a las pymes.

Aún y con todo esto, y como mencionábamos al inicio, la vuelta de Trump ciertamente ha conmocionado a nuestros dirigentes en Bruselas, que han visto la necesidad del rearme como un hecho existencial. No tanto en nuestra opinión para protegerse de la amenaza rusa, sino para como insinuaba Kissinger, poder tener autonomía en términos de política exterior, independiente de los vaivenes de quien gobierne la Casa Blanca. Este hecho claramente lo ha interpretado el mercado como un giro de 180°, que acabará afectando también las estrictas políticas regulatorias y fiscales, al mismo tiempo que percibe en las antípodas la situación estadounidense. Lo que, unido a un déficit récord en términos de posición inversora internacional, y un diferencial de valoración en máximos, ha generado uno de los movimientos relativos más súbitos e intensos que se recuerden.

Como ya venimos advirtiendo, 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 se ha demostrado en las dos últimas décadas es que seguir manteniendo un control de riesgos adecuado, y un espíritu oportunista, es la mejor manera de navegar el entorno que nos ha tocado vivir.

