

# Comentario

## Trimestral

Miralta SICAV Sequoia

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**".



[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.*

## EVOLUCIÓN

El fondo ha obtenido una rentabilidad del +0.94% en la clase A durante el primer trimestre del año, frente a un Bloomberg Global Aggregate del +2.64% y un Euro Aggregate del -0.90%.

El comportamiento de los mercados de renta fija globales ha sido dispar durante el primer trimestre. Un fuerte ajuste ante las expectativas más optimistas de los inversores con la nueva administración estadounidense, unido a un deterioro en la confianza por los posibles efectos de las tarifas y el inicio del ajuste en el gasto llevado a cabo por DOGE, han hecho que la renta fija mostrara un comportamiento sólido. Por el contrario, Europa que comenzaba el año con más de 4 recortes de tipos en precio dada su débil situación económica, ha sorprendido por el lado negativo tras el anuncio de expansión fiscal en Alemania y el giro de Bruselas. Esto supuso un seísmo en los mercados de renta fija europeos, que vivieron la mayor corrección del Bund en las últimas décadas. Destacar la ampliación de los diferenciales de crédito, especialmente en los bonos basura, que nuevamente mostraban dispersiones en mínimos históricos y aún se encuentran lejos de los altos rendimientos de doble dígito que solían mantener históricamente.

Estos hechos han influido positivamente en el comportamiento del fondo durante el trimestre, gracias a que habíamos reducido significativamente el riesgo de crédito y la subordinación, manteniendo duraciones largas en la curva americana, y algo más moderadas en Europa. Adicionalmente, la reducción de los tipos de interés a largo plazo en EEUU, tanto nominales como reales, y el ajuste en las expectativas europeas tuvo un fuerte impacto en el dólar, cuya exposición habíamos eliminado por completo durante el mes de febrero.

Ante mayores evidencias de una desaceleración más profunda en la economía americana, y un decalaje entre expectativas y ajuste real en el gasto por parte del Gobierno, hemos preferido mantener una posición ágil en términos de duración, fluctuando esta entre 4 y 5 años, a medida que los tipos a largo oscilan en esta banda. En este sentido preferíamos duraciones algo más largas en la curva americana que en la europea, que aún puede continuar ampliando su pendiente a medida que los inversores recalibran sus carteras ante el giro de Bruselas.

Durante el trimestre, las coberturas de dólar contra euro ha sido la posición que más beneficio ha reportado al fondo. Dado el fuerte comportamiento de los mercados de renta variable europeos, los bonos convertibles han contribuido significativamente a la rentabilidad, destacando por el lado positivo los bonos de Iberia y Voestalpine. También han aportado rentabilidad la posición en futuros que manteníamos en los bonos a 10 años americanos, así como las posiciones de cupones cero que tenemos en México y Brasil.

Por el lado negativo, los bonos convertibles de Coinbase y Galaxy Digital, han sido las posiciones que junto con los cupones cero en Turquía, más rentabilidad han defraudado del fondo. Adicionalmente, y dado el fuerte ajuste en el dólar, la posición que manteníamos en los bonos en dólares de Nokia también ha restado rentabilidad al fondo. En este sentido destacar que este vector de riesgo (el de corporativos en grado de inversión en el largo plazo) lo hemos sustituido por futuros del 10 años americano, dado el riesgo de ampliación que preveíamos en el crédito americano. Por último los bonos ligados a la inflación españoles e italianos también han restado rentabilidad durante el trimestre.

## 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, no sólo por los estrechos diferenciales que todavía muestra el crédito corporativo pese a la ampliación de las últimas semanas, sino porque además sus dispersiones se encuentran en mínimos históricos. Al igual que lo estuvieron en los días previos al tapering de la Fed del '18, la Crisis Covid del '20 o el pinchazo de la burbuja de bonos del '22. Por lo que durante el trimestre el principal cambio que hemos realizado es una reducción significativa en el riesgo de crédito y subordinación de la cartera.



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. Ante esta incertidumbre y dada la falta de una adecuada remuneración en el riesgo corporativo, hemos aprovechado la tensión en la deuda gubernamental europea para rotar una parte significativa de la cartera hacia gobiernos.

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 180º, 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.

A cierre del trimestre la tir de la cartera es del 4.01%, con una duración modificada de 4.52 años y un flujo por cupón del 2.46%. El precio medio ponderado de la cartera es de 88.9 céntimos el euro. La exposición al dólar vuelve a ser del 3.98%.

