Comentario Trimestral

Miralta Narval Europa

Octubre, 2025

MiraltaBank
Advanced Banking

"Russia plays Chess, China plays Go & the US plays Poker."
— Jeffrey Sachs

LIAR´S POKER

El regreso tras el parón vacacional nos devuelve a un escenario macro muy complejo. Por un lado, persisten las **fuerzas estructurales deflacionistas**, mientras que, por otro, las **políticas fiscales expansivas ejercen una presión inflacionista**. A ello se suma la consolidación de un nuevo orden mercantilista que frena la globali-zación y favorece la búsqueda de alianzas alternativas con las que mitigar sus efectos adversos sobre el creci-miento.

Este entorno es especialmente delicado si consideramos las dudas sobre la **capacidad de crecimiento, la sostenibilidad de la deuda y los elevados déficits** que arrastran las principales economías occidentales. Los Estados, cada vez más intervencionistas, exploran fórmulas atípicas para no quedar rezagados en la carrera geopolítica - como ilustran las inversiones en Applied Materials e Intel, el "Genius Act" o la creación de la "Strategic Bitcoin Reserve" - a la vez que intentan influir en las decisiones de los Bancos Centrales, fenómeno conocido como **dominancia fiscal**.

Occidente se enfrenta a un grave problema de endeudamiento, con Francia, Reino Unido y EEUU en el punto de mira de los **Bond Vigilantes**. Esta situación genera la necesidad de reducir los tipos de interés – en un entorno de inflación persistente (**represión financiera**) –, ya que la austeridad al más puro estilo Milei aún no es bien recibida en occidente. En Estados Unidos es previsible que la Reserva Federal, ya sea bajo el mandato de Powell o de su sustituto, reduzca los tipos a corto sustancialmente, lo que acentuará la pendiente de las curvas de tipos.

Este escenario seguirá pesando sobre el dólar, cuya devaluación resulta imprescindible si Estados Unidos aspira a reconvertirse en una potencia manufacturera, un objetivo que hoy parece más aspiracional que real. Sin embargo, la reactivación del crecimiento difícilmente será posible sin un mayor impulso fiscal y, en consecuencia, déficits aún más abultados. Algo que tanto tipos a largo como metales preciosos parecen estar intuyendo – la vuelta a **políticas expansivas y la consecuente devaluación monetaria.**

A la incertidumbre derivada de la guerra arancelaria y la desglobalización, con sus efectos potencialmente inflacionistas, hay que añadirle las **preocupantes dinámicas del mercado laboral**. En su última reunión en Jackson Hole, celebrada en agosto, los principales banqueros centrales advirtieron de la necesidad de mantener las políticas migratorias que compensen el envejecimiento y la contracción de la fuerza laboral. Cuestión que está generando fuertes tensiones políticas y sociales en Occidente.

Precisamente, **Mario Draghi**, en su contundente discurso de este verano en Rímini, instó al electorado europeo a exigir **reformas estructurales** que permitan a la Unión Europea dejar de ser un mero espectador y recuperar relevancia geopolítica en el nuevo orden mundial.

En definitiva, el arranque de curso tras el verano se plantea **especialmente complicado, enturbiado por los conflictos en Ucrania y Oriente Medio,** con múltiples clases de activos mostrando **valoraciones excesivas** y niveles de **apalancamiento cercanos a los observados en periodos de claros excesos.** En este contexto, mantener el foco en la gestión del riesgo y adoptar un enfoque oportunista vuelve a presentarse como la estrategia más adecuada para encarar la recta final del año.

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 +4.22% en su clase A durante el tercer trimestre del año, superando a su índice de referencia, el MSCI Europa, que ha registrado una subida del +3.19%. Con este resultado, la rentabilidad acumulada del fondo en lo que va de año se sitúa en un +19.55%, frente al +9.85% que acumula el índice en el mismo periodo.

El comportamiento de los mercados de renta variable europeos durante el trimestre ha estado marcado por una clara rotación sectorial, en un entorno de crecimiento económico modesto y divergente entre países. La política monetaria del Banco Central Europeo, que se acerca al final de su ciclo de bajadas de tipos, ha sido un catalizador clave, con la inflación estabilizándose cerca del objetivo del 2%. En este escenario, los inversores han mostrado un mayor apetito por el riesgo, favoreciendo a los valores de crecimiento por encima de las estrategias defensivas. Este sentimiento ha impulsado especialmente al sector de defensa, beneficiado por el aumento del gasto gubernamental, junto a los sectores financiero e industrial. No obstante, la debilidad de la economía alemana y la incertidumbre sobre posibles aranceles comerciales por parte de EE.UU. se han mantenido como un lastre para la región.

En este contexto, nuestra gestión se centró en capturar de forma selectiva las oportunidades que ofrecía el mercado. La exposición a empresas de redes, con Prysmian como uno de los principales contribuyentes, se benefició del impulso inversor en infraestructuras. Supimos capitalizar la fortaleza del sector financiero, aunque con un enfoque muy selectivo: mientras tomamos beneficios y redujimos la exposición en bancos tradicionales, incrementamos el peso en gestoras de activos como Amundi. La agilidad fue clave en el sector de materiales; nuestra posición en Thyssenkrupp se abrió a principios del periodo y se vendió en septiembre, consolidando una rentabilidad cercana al 30%. Por otro lado, anticipando una recuperación del gasto discrecional del consumidor en un entorno de tipos a la baja, tomamos posiciones en el sector de bebidas a través de Davide Campari y Pernod Ricard. La debilidad del consumo en Europa, más persistente de lo esperado, ha impedido que esta estrategia diera sus frutos, detrayendo casi medio punto porcentual durante el trimestre. En paralelo, en el mercado de materias primas, capitalizamos el fuerte momentum del oro, una operación que se tradujo en una notable rentabilidad para el fondo.

Al otro lado del Atlántico, el entorno macroeconómico estadounidense presentó una marcada dicotomía que fue clave para los mercados. Por un lado, la economía exhibió una fortaleza sorprendente en su crecimiento, con una revisión del PIB del segundo trimestre al +3.8% anualizado e impulsada por una inversión sin precedentes en infraestructura dedicada a la inteligencia artificial. Sin embargo, este dinamismo contrastó fuertemente con las señales de agotamiento del mercado laboral, que fueron el principal catalizador del cambio de rumbo de la Reserva Federal.

El punto de inflexión fue la histórica revisión de datos de empleo publicada en septiembre, que reveló que la economía había creado 911.000 puestos de trabajo menos de lo informado previamente en el año hasta marzo de 2025. Este ajuste, el mayor jamás registrado, reescribió por completo la percepción sobre la salud del mercado laboral. La debilidad fue confirmada por los datos del propio trimestre: el informe de empleo de agosto mostró la creación de tan solo 22.000 nuevos puestos, mientras la tasa de paro ascendía al 4.3%, su nivel más alto en casi cuatro años. Ante esta evidencia contundente de un mercado laboral estancado, la Reserva Federal inició su esperado ciclo de bajadas de tipos en la reunión de septiembre con un primer recorte de 25 puntos básicos. Esta decisión consolidó el apetito por el riesgo e impulsó a las bolsas estadounidenses a nuevos máximos históricos.

Dentro de nuestras posiciones tácticas, la temática de inteligencia artificial americana continuó generando un valor significativo. Tras el fuerte rendimiento del sector, decidimos tomar beneficios parciales en nombres como Palantir, consolidando a Google como nuestra principal posición en IA. En el ecosistema de activos digitales, Galaxy Digital siguió siendo la que más contribuyó a la rentabilidad global del fondo. Ambos sectores se han gestionado activamente mediante la estrategia de covered calls, donde aprovechamos la elevada volatilidad del sector, permitiéndonos generar ingresos recurrentes y proteger parte de las ganancias en un entorno de valoraciones muy exigentes.

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.

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

Nuestra estrategia de inversión se fundamenta en la identificación de una clara y creciente divergencia en las dinámicas geopolíticas y económicas entre Europa y Estados Unidos. Lejos de ser un entorno homogéneo, cada región presenta un conjunto de riesgos y oportunidades distintos que exigen un posicionamiento diferenciado y complementario en la cartera.

En el tablero europeo, nuestra estrategia pivota sobre la emergente necesidad de soberanía estratégica. El continente ha tomado conciencia de una excesiva dependencia exterior que se ha vuelto una vulnerabilidad inaceptable, lo que ha desatado un ambicioso programa de inversión y reforma. Este viraje político se está comenzando a manifestar a través de un doble impulso: una desregulación selectiva para liberar el potencial de las principales industrias y, por otro lado, la canalización de ayudas económicas directas para acelerar el crecimiento en los ámbitos de defensa y digital. Este pilar tecnológico no puede sostenerse sin una infraestructura energética y de redes robusta que lo respalde. La construcción y operación masiva de centros de datos y fábricas de chips genera una demanda energética que, en un mundo que transita hacia la sostenibilidad, debe ser satisfecha con fuentes renovables. Esta interconexión justifica nuestro posicionamiento en empresas como Ørsted, líder en energía eólica marina, NKT, proveedor de cables de alta tensión esenciales para la red eléctrica, y Repsol, por su papel en la transición energética.

Por otro lado, en Estados Unidos observamos una dinámica opuesta pero igualmente poderosa: la consolidación y expansión de sus monopolios tecnológicos globales. La tendencia apunta a que las grandes plataformas buscan afianzar su dominio en las dos grandes revoluciones de esta década: la inteligencia artificial y la tokenización de activos. Nuestra exposición táctica en este mercado busca, de forma muy selectiva, participar en las empresas que lideran esta consolidación, tales como Galaxy Digital y Alphabet.

Con la vista puesta en la recta final del año, hemos realizado ajustes tácticos para proteger el sólido desempeño acumulado. Hemos procedido a reducir la beta general de la cartera y a incrementar marginalmente la exposición al dólar estadounidense. Este reajuste busca asegurar plusvalías y optimizar el posicionamiento ante la creciente divergencia entre el ciclo económico de EE. UU. y el de Europa. Paralelamente, seguimos aplicando de forma rigurosa nuestra estrategia de venta de opciones call cubiertas sobre las posiciones de mayor volatilidad, una herramienta que nos sigue proporcionando ingresos recurrentes al mismo tiempo que nos permite gestionar activamente el riesgo en un entorno de mercado que prevemos complejo.

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.