Comentario Trimestral

Miralta SICAV Sequoia

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 globalización y favorece la búsqueda de alianzas alternativas con las que mitigar sus efectos adversos sobre el crecimiento.

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, la "Genius Act" o la creación del "Strategic Bitcoin Reserve" - a la vez que intentan influir en las decisiones de 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 de +0.54% en la clase A durante el tercer trimestre del año, frente a un Bloomberg Global Aggregate de +0.60% (+0.50% en euros) y un Euro Aggregate de +0.17%. Esto deja la rentabilidad del fondo en el año en +3.07% frente a +7.91% (-4.90% en euros) del Bloomberg Global Aggregate y a +1.01% del Euro Aggregate.

El comportamiento de los mercados de renta fija ha estado caracterizado durante el trimestre por unas pendientes más pronunciadas en las principales economías occidentales (*bearish steepening*). Unos datos de crecimiento más fuertes de los esperado en EEUU, unidos a una inflación pegajosa (aunque con expectativas ancladas) y unos déficits fiscales en aumento, han elevado las pendientes de las curvas de una manera paulatina y constante. A pesar de ello, una última revisión en los datos de empleo cercana al millón de puestos de trabajo abrió de nuevo las puertas de la Fed para reducir los tipos de interés, plegándose así a las exigencias de la administración Trump.

Esto nos permitió tomar beneficios en parte de la exposición que manteníamos en los largos plazos de la curva americana. Y es que, a pesar de la bajada, los bonos a largo plazo vuelven a sentirse pesados, en un entorno de fuerte crecimiento. La última revisión del PIB, con un +3.8% de crecimiento anualizado, provocada por las fuertes inversiones que se están llevando a cabo en IA, así lo constata. Esto ha reducido las bajadas de tipos en EEUU para los próximos 12 meses a tan sólo 3.5, a la vez que las eliminaba completamente en Europa, ante un BCE más ambiguo ante el crecimiento por encima de potencial de la economía.

Durante el trimestre, la exposición a bonos convertibles, y más concretamente el bono de Galaxy Digital, es la estrategia que más rentabilidad ha aportado a la cartera. Además la exposición a financieras IG en EEUU, los cupones zero de supras AAA en países emergentes y los bonos financieros senior y la deuda gubernamental europea han sido las estrategias que más rentabilidad han aportado a la cartera. En este sentido mencionar que hemos tomado beneficios en la exposición que manteníamos en los tramos cortos e intermedios del Tesoro Francés.

Por el lado negativo, las coberturas de divisa y de tipos a largo plazo en Europa y estados unidos, son las estrategias que más rentabilidad han detraído de la cartera. También han restado rentabilidad las coberturas de crédito HY europeas

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

La débil mejora en los datos de crecimiento en Europa, acentuada por unas dinámicas de acceso a crédito restrictivas, la omnipresente presión regulatoria y unas expectativas de bajadas inexistentes, nos han llevado a rotar parte de duración hacia el viejo continente.

Un mayor ritmo de emisiones por parte de empresas, con vencimientos más largos que en el pasado (5 – 7 e incluso 10 años), denotan el mayor apetito por duración existente por parte de la comunidad inversora institucional. Es por ello por lo que hemos aprovechado para ampliar plazos, beneficiándonos además de unas mayores pendientes en las curvas de tipos.

Las dinámicas que venimos mencionando en cuanto el acceso al crédito por parte de empresas, unido a un ritmo lento en cuanto a la simplificación regulatoria se refiere, un mal acuerdo comercial para las empresas europeas pactado por la presidenta Von der Leyen, y un aumento de los costes energéticos en la recta final del año, nos hacen ser pesimistas de cara a los próximos meses.

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 3.3%, con una duración modificada de 4.95 años y un flujo por cupón del 2.80%. El rating medio de la cartera es A- y el precio medio ponderado es de 90.8 céntimos el euro. La exposición al dólar vuelve a ser del 5.46%.

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.