

# Comentario

## Trimestral

Miralta SICAV Sequoia

Enero, 2026

MiraltaBank

Advanced Banking

"In America, the impossible is what we do best."

— Donald Trump

### RUN IT HOT

La llegada de Trump a la Casa Blanca se produjo bajo la promesa de una nueva **era dorada**. Para ello, la nueva Administración ha intentado resetear el comercio mundial, atraer inversión y dar rienda suelta al surgimiento de nuevos monopolios - como son la IA o la tokenización del sistema financiero y de los medios de pago - que facilitarían el acceso a la tan aclamada era de la abundancia. Por ahora, el resultado más visible es otro: una economía cada vez más polarizada y con un **crecimiento a dos velocidades**.

Con unos tipos reales a largo plazo en torno al 2% y un endeudamiento público que supera los **38 billones** de dólares, o más de **100 billones** si incluimos la deuda privada, la situación se ha vuelto insostenible. La ruptura prematura de la simbiosis Trump/Musk dio por finiquitado cualquier intento de ajuste del gasto y supuso un **all-in por el crecimiento**: recortes de tipos, bajadas impositivas y desregulación.

La apuesta pasa por forzar un círculo virtuoso de crecimiento nominal sin inflación (el repetido plan 3-3-3 de Bes-sent): bajar tipos y, por tanto, la carga financiera; estabilizar el déficit en el medio plazo; y reducir el endeudamiento sobre PIB, al tiempo que caen los costes de financiación a largo, clave para un consumidor exhausto. Y si eso exige **dominancia fiscal** al estilo Erdogan, que así sea.

De momento, el problema es que la polarización política también se ha trasladado al crecimiento. Los datos de la economía estadounidense reflejan una economía a dos velocidades. Mientras la Administración saca pecho con lecturas de crecimiento impulsadas principalmente por el *capex* en IA, gasto de *baby boomers* y rentas altas, algunos ajustes del sector exterior y el impulso del gasto público en defensa; las generaciones más jóvenes y buena parte de la clase media y baja se encuentran agotadas y al límite.

Y con un 70% de la economía dependiendo del consumidor, esta recuperación en "K" puede convertirse en el **ta-lón de Aquiles** de los planes de Trump - económica y políticamente.

La **crisis de asequibilidad** ha pasado al primer plano de la política estadounidense, generando tensiones dentro del Partido Republicano y ha empujado a Trump a preparar una gira, de cara a las *midterms*, bajo el lema *Let's Make America Affordable Again*. El shock de precios post-Covid ha erosionado el "colchón" del consumidor: ahorro en mínimos, deuda en máximos y un aumento extendido de la morosidad (autos, tarjetas, crédito estudiantil y vivienda). El problema es que, en esta nueva "era dorada de abundancia", donde la IA promete una mejora sustancial de la productividad, el consumidor intuye que su estabilidad laboral y su poder de negociación salarial se debilitan. Y eso ha terminado por deprimir los indicadores de confianza.

Si los beneficios de la desregulación bancaria, recortes de tipos e impuestos, no llegan a tiempo para aliviar al ciudadano de a pie, puede desencadenarse una espiral de dudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Un cóctel explosivo capaz de poner fin al ciclo de crecimiento: aceleración del desempleo y morosidad, desapalancamiento en los mercados y crear de nuevo dinámicas negativas en tipos a largo, renta variable y dólar, como ya vimos en 2025.

De momento la Fed ha priorizado la estabilidad financiera frente a la estabilidad de precios; los mercados de bonos y repos así lo requieren. Con un margen de error tan pequeño, sólo el tiempo nos 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 de +0.09% en la clase A durante el cuarto trimestre del año, frente a un Bloomberg Global Aggregate de +0.24% (+0.29% en euros) y un Euro Aggregate de +0.23%. Esto deja la rentabilidad del fondo en el año en +3.16% frente a +8.17% (-4.63% en euros) del Bloomberg Global Aggregate y a +1.25% del Euro Aggregate.

El comportamiento de los mercados de renta fija durante el último trimestre ha vuelto a estar caracterizado por unas pendientes más pronunciadas en las principales economías occidentales (*bearish steepening*). En Europa, unos datos de crecimiento más fuertes de lo esperado han permitido que el Banco Central continúe con su mensaje inmovilista. A pesar de ello, el crecimiento es desigual: mientras España lidera con expansiones del 0,6%, Alemania permanece estancada. La inflación ha continuado próxima al objetivo del 2%, aunque con presiones persistentes en servicios, en torno al 3.4%-3.5%.

Mientras tanto, en EEUU, la Fed ha retomado las bajadas de tipos, obligada en cierta manera por unos peores datos laborales y unos mercados de renta fija que muestran señales de fatiga. Las tensiones en el corto plazo, que han ido aumentando a lo largo del trimestre, han obligado a la Reserva Federal a terminar antes de lo previsto el QT (Quantitative Tightening), mientras iniciaban un nuevo programa de recompras de deuda a corto.

Esta debilidad en los largos plazos, exacerbada por nuevas subidas de tipos en Japón, nos ha permitido aumentar la duración, a la vez que diversificábamos aún más si cabe la exposición geográfica. En este sentido hemos añadido deuda polaca, australiana, neozelandesa e inglesa. También hemos tomado beneficios en papeles financieros, dado los reducidos diferenciales a los que cotizan, rotando parte de la exposición crediticia hacia el sector autos que entendemos se verá beneficiado por unas políticas medioambientales menos restrictivas. Por último, hemos alargado la duración de las posiciones de bonos ligados a la inflación europea italianos aprovechando el repunte de los tipos reales por encima del 2.5%.

Durante el trimestre, la exposición a bonos convertibles ha sido el principal driver de rentabilidad, destacando especialmente el convertible de Galaxy Digital y Voelstapine, que han capitalizado la volatilidad del mercado de acciones. En paralelo, la estrategia de mercados emergentes ha aportado 11 puntos básicos, con Asia como región destacada, mientras que la duración selectiva en Estados Unidos ha generado casi 8 puntos básicos mediante nombres como Nokia. La exposición a financieras de grado de inversión en Estados Unidos, cupones cero de supras AAA en países emergentes, y bonos financieros senior junto a deuda gubernamental europea han proporcionado contribuciones significativas a la cartera. Hemos aprovechado la fortaleza de estas estrategias para tomar beneficios en los tramos cortos e intermedios del Tesoro Francés.

Los principales detractores de rentabilidad han sido las estrategias de cobertura de divisa y de duración a largo plazo en Europa y Estados Unidos, que han detruido 11 y 13 puntos básicos respectivamente, reflejando la volatilidad de las curvas y los movimientos cambiarios durante el trimestre. Las coberturas de crédito HY eu-ropeo también han restado rentabilidad a la cartera, en un contexto de spread tightening en el segmento de alto rendimiento.

## POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

Los esfuerzos europeos para estimular el crecimiento y reducir la carga normativa, junto con una mayor tolerancia al déficit en Alemania, ha tensionado prácticamente todos los plazos de las curvas de deuda. Esto nos ha llevado a mover parte de la duración hacia otras geografías que entendemos ofrecen un mejor risk/reward y a aumentar la exposición a bonos ligados a la inflación en Italia con tipos reales del 2.5%.

Por un lado, hemos vuelto a añadir duración a través de **gilts**. En Reino Unido hemos visto como el Gobierno de Keir Starmer presentó un programa fiscal que optó por una combinación de subidas selectivas de impuestos y reformas en las reglas fiscales que aumentaron el margen de maniobra presupuestaria, lo que proporcionó cierto alivio a los "bond vigilantes". Por otro, hemos aprovechado las tensiones provocadas en Oceanía por las subidas de tipos en Japón, introduciendo posiciones en deuda de Australia y de Nueva Zelanda.



En las últimas semanas estamos viendo un giro —casi “regulatorio”—, que beneficiará a nuestra exposición en Estados Unidos, sobre cuánto puede (o debe) encogerse el balance de la Fed: el QT se da por terminado y, en la práctica, se vuelve a una lógica de mantenimiento de reservas mediante reinversiones y compras de letras. En paralelo, la Administración Trump está empujando las condiciones financieras por otra vía: la orden a Fannie Mae y Freddie Mac para **comprar 200.000 millones de dólares** de MBS funciona como un “**proxy QE**”, al retirar duración del mercado, comprimir primas de riesgo y favorecer la caída de tires a largo plazo (especialmente hipotecarias), con el consiguiente aplanamiento de la curva. El mensaje de fondo es incómodo pero claro: menos fetichismo por un balance de la Fed cada vez más pequeño y más tolerancia —vía Fed o vía GSEs— a usar balance público para mantener bajos los tipos que más importan en la agenda económica.

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 unas carteras más diversificadas, con activos que ofrezcan tipos de interés reales positivos, como son geografías ricas en recursos naturales y mercados emergentes, bonos ligados a la inflación y activos que se vean beneficiados de unas políticas fiscales más expansivas, serán clave para mitigar riesgos y mantener un espíritu oportunista.

A cierre del trimestre la tir de la cartera es del 3.74%, con una duración modificada de 5.61 años y un flujo por cupón del 2.9%. El precio medio ponderado de la cartera es de 87.2 céntimos el euro. La exposición al dólar pasa a ser del 0.5% negativo gracias a las coberturas con futuros.

