

Comentario Trimestral

Miralta Narval Europa

Marzo, 2026

MiraltaBank
Advanced Banking

" You have the watches, we have the time "

— Old Taliban Proverb

"The most important thing in a negotiation is to allow the other person to save face."

— Henry Kissinger

OFF-RAMP

Una de las críticas más recurrentes procedentes de la comunidad de inteligencia y seguridad, y que ha acabado trasladándose a Wall Street, respecto al actual conflicto con Irán es la supuesta ausencia, desde inicio, de un plan definido, con objetivos concretos y una estrategia de salida claramente establecida (off-ramp strategy). A nuestro juicio, la principal debilidad de esa tesis radica en asumir que la actual Administración estadounidense sigue operando con la misma filosofía que sus predecesoras.

Y es que, para Biden, Obama o Bush, entre otros, los conflictos contenían, al menos de cara a la opinión pública, un importante componente ideológico: la expansión de la democracia liberal y, con ello, la defensa del orden internacional basado en reglas (rules-based order), tan invocado en las últimas semanas. Este marco permitía emprender campañas de larga duración, respaldadas por sus aliados, auténticos multiplicadores de fuerza, lo cual facilitaba además a unos y otros su justificación en el ámbito doméstico.

En esta nueva **era neomercantilista**, la actual Administración concibe la guerra de manera muy distinta. Tanto en diversas publicaciones como en sus comparecencias públicas ha dejado entrever una visión en la que la guerra, o su mera amenaza, no sería sino un activo de negociación **destinado a monetizar la tensión**, proyectar poder, asegurar recursos estratégicos, corregir desequilibrios comerciales mediante la coacción y, en última instancia, blindar la hegemonía del dólar como moneda de reserva dentro de la lógica del **sistema del petrodólar**. Todo ello, por decirlo gráficamente, al más puro estilo Soprano.

Para ello, ha reconvertido la seguridad global en un sistema de suscripción prácticamente obligatoria, en el que los aliados han dejado de ser socios articulados en torno a valores comunes para convertirse en meros consumidores de un paraguas de defensa cuya contraprestación debe abonarse, de un modo u otro, en Wall Street.

Lo que, a primera vista, podría traducirse en un impacto directo y positivo sobre los resultados de las principales compañías de defensa, tecnología y otros sectores, que han visto dispararse sus ventas en los últimos trimestres, empieza también a **generar consecuencias no deseadas**.

Desde el punto de vista de sus aliados, la transformación es evidente: tras satisfacer el peaje correspondiente, ya no se consideran automáticamente comprometidos a participar en conflictos cuya legitimación doméstica resulta compleja, algo que, a tenor de sus declaraciones, parece frustrar profundamente a Trump.

A ello se suman posibles efectos de segundo orden no deseados, especialmente en el ámbito de la seguridad interior. Pero, además, esta dinámica ha intensificado el debate sobre la conveniencia de disponer de armamento nuclear propio con capacidad disuasoria, aunque su eficacia relativa haya quedado en entredicho a la luz de lo ocurrido en el último año con Rusia, Israel o Pakistán, así como la necesidad de una diversificación efectiva del riesgo geopolítico, tanto en el plano comercial como en la asignación de activos.

Pero, desde la propia perspectiva de Trump, esta estrategia también entraña consecuencias indeseadas. Estados Unidos no está hoy en condiciones de sostener conflictos prolongados, ni desde el punto de vista presupuestario ni bajo la presión económica y política que estos generan. Si, además, la guerra se concibe en estos términos esencialmente económicos, un deterioro prolongado de los mercados financieros y de los planes 401(k), una de las referencias predilectas de Trump para medir el éxito de sus políticas, junto con un repunte persistente del precio



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.

de la gasolina y de los tipos de interés, acabaría por erosionar tanto la lógica de la estrategia como la propia sostenibilidad de la deuda estadounidense.

Por todo ello, sería un error asumir que Trump no puede dar por cumplidos sus objetivos de manera unilateral, dejando al mismo tiempo una vía de salida a sus rivales y trasladando a terceros el coste de las labores de intendencia en la supervisión de los flujos de petróleo a través del **Estrecho de Ormuz**. Se trataría, además, de una posición difícilmente justificable ante el contribuyente estadounidense, habida cuenta del coste que implica proteger unos flujos dirigidos principalmente hacia Europa y Asia.

En definitiva, mientras otros presidentes recurrían a la economía para financiar sus guerras, Trump utiliza la guerra, o su amenaza, para financiar su economía. El riesgo es evidente: que un enfoque radicalmente transaccional termine por vaciar de contenido alianzas históricas, erosione su capacidad de proyectar poder a largo plazo y relegue a los aliados a la condición de meros clientes.

EVOLUCIÓN

El fondo ha obtenido una rentabilidad del +3,81% en su clase A durante el primer trimestre de 2026, superando ampliamente a su índice de referencia, el MSCI Europa con dividendos, que ha registrado una caída del -0,94%. El trimestre ha sido un claro ejercicio de dos velocidades: un arranque de año sólido, con enero como mejor mes del periodo gracias al fuerte impulso de las temáticas de materias primas y energía, seguido de un febrero de transición en el que ya redujimos exposición de forma preventiva, y un cierre de trimestre marcado por el estallido del conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán, **que provocó la mayor corrección mensual en los mercados euro-peos desde 2020**.

El comportamiento de los mercados europeos durante el trimestre ha estado dominado por el contraste entre un primer bimestre constructivo y un mes de marzo de fuerte dislocación. El Banco Central Europeo mantuvo los tipos sin cambios en el 2% a lo largo de todo el periodo, si bien el tono de Lagarde viró hacia una postura marcadamente más cautelosa tras el estallido del conflicto: la amenaza de cierre del Estrecho de Ormuz disparó el Brent hasta proximidades de los 120 dólares por barril, provocando un repunte del IPC de la eurozona desde el 1,9% de febrero hasta el 2,5% en marzo. A nivel sectorial, la dispersión ha sido extraordinaria: Oil & Gas lideró con alzas superiores al 35%, seguido de utilities y recursos básicos, mientras que sectores cíclicos y de consumo acusaron con fuerza la oleada de ventas indiscriminada de cierre de trimestre.

En este contexto, nuestra gestión se ha beneficiado de un posicionamiento que ha sabido capturar las principales tendencias del periodo. El sector energético ha sido el principal contribuidor a la rentabilidad trimestral, capitalizando tanto la subida estructural del crudo como la agilidad en la toma de beneficios durante marzo. Utilities y renovables, nuestra mayor posición en cartera, han aportado de forma consistente a lo largo de los tres meses, respaldadas por la creciente demanda energética vinculada a infraestructuras e inteligencia artificial. De igual forma, semiconductores y defensa han proporcionado contribuciones positivas relevantes. En el lado negativo, materiales e industriales, que habían liderado el comportamiento del fondo en los primeros compases del año, sufrieron una severa corrección en marzo con el inicio del conflicto, siendo los principales detractores del trimestre. Finalmente, las posiciones en real estate y farmacéuticas han detruido marginalmente.

Al otro lado del Atlántico, el trimestre ha estado marcado por la nominación de Kevin Warsh como presidente de la Reserva Federal, cuya postura hawkish catalizó un fortalecimiento del dólar y una severa corrección en metales preciosos en enero. La Fed mantuvo los tipos en el rango del 3,50%-3,75% durante todo el trimestre, con unas proyecciones que ya anticipan, como mucho, un único recorte en 2026 ante la revisión al alza de las expectativas de inflación. El S&P 500 cerró el primer trimestre con una caída del 4,3%, penalizado por la escalada del conflicto en Oriente Medio y la incertidumbre sobre el impacto del shock energético en los márgenes empresariales.

Nuestra exposición táctica en el mercado estadounidense se ha mantenido concentrada en tokenización, que ha mostrado un comportamiento mixto durante el trimestre, y en una posición reducida en inteligencia artificial que hemos incrementado mediante un ángulo en medios de pago en compañías como Klarna o Block. En paralelo, continuamos maximizando la eficiencia de la cartera mediante nuestro programa de venta de covered calls, una estrategia que nos sigue proporcionando ingresos recurrentes y nos permite gestionar de forma activa la exposición al riesgo.



POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVA

La llegada del conflicto ha caído como un jarro de agua fría a la comunidad inversora internacional, que ha vuelto a reabrir el debate de la estanflación, al más puro estilo de la era Volcker. A nuestro entender, la situación actual es muy diferente. No solo el petróleo no se ha multiplicado por cuatro, como lo hizo entonces, sino que además se cuenta con mecanismos que hacen que un escenario similar sea muy complicado de replicar. A diferencia de entonces, hoy en día existen **sistemas de reservas estratégicas** en buena parte del mundo que ayudan a mitigar, al menos durante un tiempo, este shock de oferta. Además, Bessent y la Administración Trump han tomado medidas para levantar sanciones al petróleo ruso, venezolano, así como al iraní que se encuentra ya en el agua. Y quizás más importante, ya no existen mecanismos de indexación salarial a los precios como los que entonces alimentaron el círculo vicioso, lo que contribuye a anclar las expectativas inflacionistas.

Esto es precisamente lo que, a nuestro entender, están descontando los swaps de inflación 5y5y, que, a diferencia de la fuerte ampliación que han sufrido los breakevens, han experimentado una notable contracción. Ello refleja, a nuestro parecer, los previsible efectos adversos en la demanda agregada derivados de la tensión de los precios energéticos y de las condiciones financieras, con un carácter más recesivo que inflacionista. Y como argumentábamos al inicio, el componente esencialmente comercial con el que Trump concibe el uso de la base industrial de defensa americana nos lleva a pensar que el conflicto no debería extenderse en el tiempo. Una vez el mercado empiece a intuirlo, unido a una mayor abundancia de petróleo, deberíamos ver una fuerte corrección de los cortos plazos y una normalización de las condiciones financieras y, en definitiva, de las primas de riesgo, lo cual, junto a las medidas de apoyo fiscal adoptadas por buena parte de gobiernos, permitirá un fuerte repunte de los activos de riesgo.

Sin perder de vista el corto plazo, creemos que una eventual reapertura del tránsito por Ormuz devolvería pronto el foco a las grandes tendencias estructurales que ya venían definiendo el nuevo ciclo. La primera es la reindustrialización de Occidente, impulsada por razones de seguridad económica, una temática que respaldamos con nuestra exposición a industriales, materiales y redes. La segunda es la reasignación progresiva de activos desde Estados Unidos hacia geografías favorecidas por valoraciones relativas más atractivas, marcos fiscales menos estresados y, a ser posible, ricas en recursos naturales críticos una dinámica que refuerza nuestra convicción en el sesgo europeo de la cartera y nuestra exposición a metales y minería. La tercera es el **proceso de ajuste real de la deuda en Occidente**, en un entorno en el que la disciplina monetaria cede gradualmente espacio a políticas fiscales y monetarias más expansivas, un paradigma que favorece activos reales e infraestructura, y que sustenta nuestro posicionamiento en utilities, renovables y energía.

Mantenemos una postura selectiva y disciplinada, con una beta del 88% y una cartera más concentrada que en trimestres anteriores. Continuamos con nuestro programa de venta de opciones cubiertas, que nos proporciona ingresos recurrentes y **protección ante la volatilidad**. Nuestro posicionamiento, con mayor peso en Europa y Europa del Este, y una exposición selectiva en Estados Unidos a través de tokenización e inteligencia artificial, refleja la convicción de que el nuevo orden exige una diversificación geográfica efectiva. En un entorno donde la volatilidad es la norma, la gestión rigurosa del riesgo combinada con claridad estratégica sigue siendo nuestra principal ventaja competitiva.

