

Comentario

Trimestral

Miralta SICAV Sequoia

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, 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.



www.miraltabank.com

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 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 de -0.49% en la clase A durante el primer trimestre del año, frente a un Bloomberg Global Aggregate de -1.07% (+0.84% en euros) y un Euro Aggregate de -0.64%.

El trimestre, como en ocasiones anteriores, ha vuelto a ser un viaje de ida y vuelta como el del señor Bolsón. Durante el mes de marzo hemos asistido a un claro unwind del riesgo en aquellas temáticas y geografías que mejor habían funcionado en los últimos meses, con ventas en activos y divisas europeas y emergentes y una reorientación hacia el dólar y los activos estadounidenses. El mercado ha reaccionado no solo al repunte de la incertidumbre geopolítica, sino también a la posibilidad de que la energía, el comercio y la política exterior vuelvan a actuar de forma simultánea sobre crecimiento, inflación y tipos, despertando de nuevo el fantasma de la estanflación.

El comportamiento de los mercados 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 y reabriendo el debate sobre posibles subidas de tipos. 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.

En renta fija, el encarecimiento de los precios de la energía ha obligado a revisar las expectativas sobre inflación, crecimiento y política monetaria. Los tramos cortos han sufrido especialmente, llegando a descontar más de cuatro subidas y flateando con fuerza las curvas, especialmente las europeas.

Esta fuerte reprecación ha sido un fenómeno global, a medida que diferentes bancos centrales iban trasladando un mensaje más hawkish, disparando los breakevens y tensionando los tipos reales a nivel mundial. A pesar de ello, vemos como la Fed ha vuelto a mantener la cabeza fría, argumentando que no ve un aumento de las expectativas inflacionistas derivadas del conflicto y a pesar de haber mantenido los tipos sin cambios en su última reunión, los datos sobre el tamaño de su balance siguen aumentando desde comienzos de año a un ritmo casi de \$10 billones semanales.

Durante el trimestre hemos intentado capear el temporal lo mejor posible, reestableciendo tácticamente coberturas de duración y de riesgo de crédito, así como retomando una cierta exposición al dólar.



Como venimos argumentando una adecuada gestión del riesgo es la mejor herramienta para poder navegar el incierto panorama al que nos enfrentamos, y es que como argumenta Xi Ping: **“El mundo está experimentando cambios que no se habían visto en cien años.”**

Por ello contamos con una cartera más diversificada que nunca, tanto sectorial como geográficamente. En este sentido favorecemos geografías ricas en recursos naturales, tanto minerales como energéticos, principalmente a través de deuda gubernamental y/o organismos supranacionales, preferiblemente en tramos intermedios. Desde el punto de vista crediticio, que supone entorno al 45% de la exposición, habíamos reducido el peso del sector bancario y asegurador significativamente, dada la confluencia de unos diferenciales en mínimos históricos y las posibles consecuencias de un deterioro en los mercados de crédito privado.

Durante el trimestre, las coberturas de crédito high yield, la deuda convertible en nombres como Eni, los cupones zero en Brasil y México y la exposición a bonos ligados a la inflación, especialmente en el largo plazo italiano, han sido las posiciones que más rentabilidad han aportado a la cartera.

Por el lado negativo, en general el crédito corporativo en euros, las coberturas de dólar, la deuda gubernamental polaca y los bonos de entidades bancarias europeas, han sido las posiciones que más rentabilidad han detruido de la cartera.

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.

Como hemos argumentado anteriormente, 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 cuentan con unos mecanismos que hacen que esto sea muy complicado.

A diferencia de entonces hoy en día existen unos sistemas de reservas estrategias en buena parte del mundo que ayudan a mitigar, al menos durante un tiempo, este shock de oferta. Además, y como hemos ido conociendo, 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 además y quizás más importante, ya no existen al igual que entonces, mecanismos de indexación salarial a los precios, con lo que se evita ese círculo vicioso tan perjudicial, anclando las expectativas inflacionistas.

Y es precisamente esto 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 visto una fuerte contracción. Esto refleja a nuestro parecer los previsibles efectos adversos en la demanda agregada debido a la tensión de los precios energéticos y de las condiciones financieras, **que tienen un carácter más recesivo que inflacionista**.

Y como argumentábamos al inicio, el componente comercial con el que enfoca Trump el uso de la base industrial de defensa americana nos hace entender 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 de las condiciones financieras y en definitiva de las primas de riesgo, lo cual unido a las medidas de apoyo fiscal adoptadas por buena parte de gobiernos, permitirán 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. 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. 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**, ante un mayor protagonismo de los Estados.

A cierre del trimestre la tir de la cartera es del 4.70%, con una duración modificada de 5.55 años y un flujo por cupón del 3.20%. El precio medio ponderado de la cartera es de 90.1 céntimos el euro. La exposición al dólar pasa a ser del 0.0% gracias a las coberturas con futuros.

