"Hay dos maneras de conseguir la felicidad: una es hacerse el idiota; la otra es serlo."
– Enrique Jardiel Poncela –

El comienzo de año apuntala un axioma incómodo: que los americanos proponen y el mundo se lo come. Habría que iniciar un proceso legal para que todos los habitantes del planeta voten en las elecciones americanas ya que, visto lo visto, parece lo más justo.

Unsolicited War es el cliché del último mes (y probablemente del año) porque, a pesar de las múltiples y contradictorias explicaciones del equipo de Trump, nadie termina de entender bien cuál es la motivación, la justificación o incluso el objetivo.

Quizás haya que rebobinar 40 años para entender la "lógica" de Trump, cuando compró espacio publicitario en el New York Times, Boston Globe y Washington Post para publicar una carta a la ciudadanía americana en la que expresaba su frustración porque los países se beneficiaban de la protección americana sin incurrir en coste alguno.

Es meritorio mantener durante todo este tiempo una opinión tan incompleta y sesgada, e igualmente meritorio terminar de presidente del gobierno para implementarla. Como ya hemos dicho en otras ocasiones, creemos que Trump acelera una tendencia latente de malestar general que precipita deshacer el proceso de globalización de los últimos cincuenta años. Que tenga sentido es otra cosa. Probablemente, estemos experimentado un sentimiento parecido al de los romanos con Nerón…

Acabamos el trimestre pidiendo la hora porque el nivel de incertidumbre podría haber complicado todavía más el cierre[1].

Durante enero y febrero se sucedieron distintos eventos que, dentro de un mercado normal, resultaron en un inicio de año muy positivo: primero se calmaron los ánimos con el intervencionismo de Trump en la FED nombrando a un candidato solvente como Kevin Warsh. Unos días más tarde, Sanae Takaichi ganaba ampliamente las elecciones en Japón sobre la promesa de unos renovados estímulos monetarios y fiscales. En paralelo, tuvimos sustos con la intervención en Venezuela, el bloqueo a Cuba, las amenazas con Groenlandia o la sentencia en

[1] Durante el primer trimestre la renta variable global cayó un 3,1%, en EE. UU. un 4,6% y en Europa un 1,5% para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija cayeron los bonos soberanos en USD un 0,1%, un 0,6 en EUR y en Renminbi subieron un 1%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. cayeron un 0,5% y en Europa un 1%. El High Yield perdió en EE. UU. un 0,5% y en Europa 1,5%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos cayeron un 1,8% y los emergentes corporativos en dólares un 0,9% para BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente.

contra de las primeras tarifas de Trump. Pero sustos que, al fin y al cabo, no eran capaces de socavar el optimismo ante los estímulos históricos, el contundente proceso transformador de la IA y la euforia de consumidores e inversores ante un contexto de riqueza en máximos históricos y aceleración económica.

Pero marzo acabó con el vino y rosas porque con la guerra todos los activos han caído: acciones, bonos, deuda pública… todo ha caído, de todos los países, sectores y divisas. Solo se ha librado el precio del petróleo (+45%)[2], acciones de Energía[3] (+10%), los bonos en renminbi[4] (+0,4%), algo de materias primas agrícolas como maíz y azúcar y, curiosamente, el Bitcoin que sube en el mes un 4% (pero cae un 22% en lo que va de año). No se ha librado ni el oro (-11%), que se suponía activo refugio, pero cae porque los bancos centrales están vendiendo reservas como si no hubiera un mañana para defender sus divisas.

Esta reacción sincronizada de los activos es un tanto *sui generis*: lo que se suponía que debía proteger ante un shock de mercado, como la deuda pública o el oro, cae junto con la renta variable. Desde nuestro punto de vista, el mercado se ha hecho "el numero gordo" para poner en precio un evento que en todo momento ha considerado temporal. Es decir, ha puesto en precio la tesis macro, pero nada de la micro porque ha interiorizado que las guerras tienen un impacto limitado sobre los índices.

	Estados Unidos			Europa		
	S&P 500 Index			Stoxx 600 Index		
Guerra*	**-1 mes**	**+3 meses**	**+6 meses**	**-1 mes**	**+3 meses**	**+6 meses**
Segunda Guerra Mundial	-7%	8%	10%			
Corea	3%	2%	4%	-	-	
Vietnam	-3%	3%	7%	-	-	
Guerra de los Seis Días	-6%	6%	9%	-	-	
Yom Kippur	4%	-10%	-13%	-	-	
Guerra del Golfo Pérsico	-2%	-14%	-8%	-3%	-17%	-17%
Bosnia	0%	2%	5%	-3%	1%	-5%
Kosovo	3%	5%	11%	4%	12%	16%
Afganistán	-1%	9%	2%	-4%	11%	7%
Iraq	3%	15%	13%	-2%	13%	10%
Libia	3%	0%	-5%	2%	-3%	-7%
Siria	-4%	-1%	3%	-8%	1%	1%
Crimea	3%	3%	6%	4%	2%	1%
Yemen	-5%	7%	11%	-1%	-1%	1%
Ucrania	-2%	-7%	-9%	-4%	-1%	-6%
Israel-Hamas	-3%	9%	15%	-2%	7%	9%
Retorno Medio	**-1%**	**2%**	**4%**	**-1%**	**2%**	**1%**

*Los cálculos de retornos toman como fecha base el inicio de cada guerra.
Fuente: Bloomberg, VARIANZA

Fundamentalmente:

1. Ha vendido más la renta variable de los países con mayor dependencia energética (Sudeste Asiático, China y Europa).
2. Ha descartado sectores con mayor impacto a un repunte del coste energético, como Consumo Cíclico e Industrial.
3. Ha cerrado posiciones en bonos de los países que más iban a bajar los tipos de interés por considerar que ahora pasábamos a un *impasse* de "esperar y ver".
4. Y finalmente, compra la única protección con visibilidad: la energía y el dólar (este último actuando como refugio a pesar de los agoreros alertando sobre su pérdida de estatus como divisa de reserva global).

[2] Brent Crude Oil Future June 26 +44% y West Texas Intermediate Future Jun 26 +51% durante el mes de marzo.
[3] Stoxx Europe 600 Oil&Gas Index con 14,55% de subida en marzo y S&P500 Integrated Oil&Gas Industry GICS con un 11,5% de subida.
[4] Bloomberg China Government Total Return Index Unhedged CNY (I08272CN Index)

En el fondo no ha existido un deterioro generalizado en las estimaciones de PIB, desempleo, beneficios empresariales o cualquier otra variable que haga pensar que es un punto de inflexión estructural, aunque hemos estado cerca. Según escribimos estas líneas se ha alcanzado una tregua de dos semanas que parece más o menos fiable. Pero todavía no ha terminado.

Desde el inicio de la guerra, hemos defendido que estamos ante una decisión política y, por tanto, imprevisible. Además, la clave es el flujo de petróleo. Por ello, había que vigilar si la situación se enquistaba en el tiempo o se destruía capacidad productiva petrolífera. Cualquiera de estas dos variables provocaba que, una vez alcanzado un acuerdo, no se pudiera restituir el flujo de petróleo. Esto provocaría no solo un repunte de la inflación, sino un replanteamiento estructural de la situación macro: reducción generalizada de estimaciones de beneficios, crecimiento de PIB y subidas de tipos de interés. Es decir, una estanflación por shock de oferta.

Mantenemos la idea de estar ante una situación que, aunque compleja, debería ser limitada tanto en el tiempo como en sus efectos sobre el mercado. Seguimos en un punto donde todavía se puede deshacer políticamente el enredo y entendemos que este es el mayor incentivo en ambos bandos.

Que el efecto sobre los mercados pudiera ser limitado no quiere decir que no sea relevante lo sucedido. Si damos un paso atrás para analizar dónde estamos vemos que:

- Se ha destruido gran parte del arsenal militar iraní y eliminado a la totalidad la cúpula.
- Antes no había dudas sobre la tiranía y sinsentido del régimen teocrático iraní; ahora gana cierta tracción moral a nivel internacional y la Guardia Revolucionaria sale reforzada internamente.
- El régimen opresor de Irán estaba dirigido por el Ayatolá Jamenei y tras su muerte, ahora está dirigido por el Ayatolá Jamenei Jr.
- Antes los barcos pasaban por el estrecho de Ormuz gratis, ahora es pieza clave de la negociación y probablemente acaben cobrando una tasa (junto con Omán).
- No se sabía dónde estaba el material nuclear que parece no se terminó de destruir con el bombardeo de junio de 2025. Ahora tampoco.
- Si Irán hubiera tenido una bomba atómica nadie se habría atrevido a atacarles; probablemente, ahora más que nunca, desarrollarla será su principal objetivo.
- La coalición internacional está más debilitada que antes.
- El modus operandi de la defensa iraní a futuro está claro: escalar sus problemas con drones *low cost* a todo el vecindario.

¿Estamos mejor o peor que antes?

En cualquier caso, insistimos en nuestra visión positiva estructural, mantenemos nuestras posiciones tanto en inversión directa como en fondos: no hemos comprado de forma contundente por considerar insuficiente la corrección en muchos activos como para verla como una oportunidad. Hemos hecho algo de rotación en inversión directa, vendiendo las posiciones de energía que más habían subido y comprado aquellas que más estaban siendo castigadas.

La guerra lo eclipsa todo, pero en paralelo surgen temas que habrá que gestionar cuando haya visibilidad. Entre ellos, el lío del crédito privado que comentábamos en nuestra última entrada del blog.

Las recientes cancelaciones de reembolsos en fondos de la industria de $1,8T de crédito privado evocan los tiempos de la crisis de 2008 y encienden las alarmas.

Por su propia naturaleza es deuda ilíquida. A pesar de ello, algunos vehículos disponen de ventanas de liquidez trimestral limitada al 5% de los activos totales[5] y que ahora se han bloqueado por haber alcanzado el límite.

Todo empieza con un periodo marcado por yields muy bajas durante 2018-2019 donde se asumieron mayores riesgos y apalancamiento para mantener la rentabilidad. Le siguió el período 2021-2022 donde se produjo una sequía de M&A y el repunte de tipos de interés. En junio de 2025 "saltan" los primeros casos de mala praxis por la presión de años anteriores con los fraudes de Tricolor y First Brands y con ellos se empieza a cuestionar las valoraciones de los activos. Y unos meses después un nuevo caso con MFS. En febrero de 2026 entró de lleno el "SaaS-Apocalypse": miedo a la disrupción de la IA en los negocios de *Software as a Service* (SaaS)[6] y a que pudieran saltar por los aires las últimas operaciones de crédito privado en este sector. La guerra de Irán ha sido la puntilla que precipitó las solicitudes de reembolso[7].

Pensamos que estamos ante un riesgo de crédito que tendrá consecuencias, pero no que nos enfrentemos a un riesgo sistémico estilo 2008. Entre otros factores porque:

1. No es un problema generalizado. Sería un problema generalizado si afectase masivamente a la banca tradicional y al inversor minorista, lo que parece limitado: se estima que los bancos tienen prestado $300B a "*Private Credit Industry*". Los minoritarios son residuales en esta industria. Por ejemplo, se estima que, en las cuentas 401k[8] de EE.UU., es menos del 0,1% por las restricciones de los activos ilíquidos a la inversión.

[5] Estos son los fondos denominados Evergreen/Semi-líquidos, que representan un 15%-25% del total del crédito privado.
[6] Se estima que la exposición del Crédito Privado a Software es del 15%-25% del total. Aprox. $340B.
[7] Han cancelado reembolsos en alguno de sus fondos: Blue Owl Capital, BlackRock, Morgan Stanley, Cliffwater, Apollo Global Management y Ares Management. Otras casas han logrado atender reembolsos, en algunos casos con capital propio o de terceros, como Blackstone, Oaktree y nuevamente Blue Owl Capital.
[8] https://www.investopedia.com/terms/1/401kplan.asp

2. Las estructuras sobre las que están vehiculizadas este tipo de inversiones previenen que se produzca un *dash-for-cash* autodestructivo estilo 2008 (la necesidad de vender activos por solicitud de reembolsos, forzando quiebras en un círculo vicioso infinito). Simplemente, no se puede reembolsar o, en los vehículos donde se puede, está limitado al 5%.
3. La gran mayoría de los créditos tienen colateral (aprox. el 79%). Además, la relación con los deudores es estrecha. Hay más conocimiento que en 2008 y mayor control sobre el deudor.
4. A pesar de que las ventas forzadas son limitadas, hay mercado secundario creciente con *dry powder* estimado de $300B-$400B para invertir en crédito privado (por ejemplo, Saba Capital ha ofrecido comprar a los inversores de Blue Owl con descuentos del 20% - 35%).
5. Las estructuras del crédito privado tienen un apalancamiento limitado, mucho menor que la deuda tradicional. Tan solo Private Credit CLO tiene apalancamientos altos de 10 a 1 aprox., pero representa menos de un 5% del total. La gran mayoría de la deuda es 1 a 1.
6. Las dudas sobre la valoración de los activos son fundadas, pero su efecto exagerado. Creemos que los activos están sobrevalorados, que los NAV están inflados y que hay conflictos de interés claros. Dicho esto, no consideramos adecuado hacer *mark-to-market* (valorar a precios de activos comparables listados en mercados): en la medida en la que no tienes que atender reembolsos diarios, no es el método correcto porque el mercado no siempre refleja el valor real de los activos. Por ello, vemos exagerado los mensajes que se llevan las manos a la cabeza alertando sobre una valoración que difiere con la de mercado.
7. Creemos que el impacto de la IA será profundo, pero no instantáneo. Vemos más un proceso gradual que dejará en agregado cierto margen de maniobra a muchos competidores.

A pesar de no creer en un riesgo sistémico, sí creemos que el sentimiento negativo y algunas operaciones pueden afectar el flujo de crédito de la banca tradicional. Aunque esta última tiene una exposición limitada, la desconfianza y la gestión de riesgos repercutirá en la concesión de crédito general y afectará por tanto al crecimiento de la economía. Pero todavía lo vemos prematuro y es parte de la gestión de un ciclo de crédito.

Nadie dijo que esto era fácil.

Ánimo a todos con el trimestre.

Pelayo Gil-Turner Smith