



SERENIS

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicles

Agosto 2024

Mantener el rumbo en un océano agitado

A medida que 2024 prosigue su tumultuosa andadura, está claro que la incertidumbre reina en los mercados financieros. Entre los diversos acontecimientos geopolíticos y las sorpresas económicas, los inversores bien informados saben que los próximos meses estarán llenos de sobresaltos.

Agosto fue una auténtica concentración de esta dinámica, con el Nikkei 225 a la cabeza, recordándonos que las certezas económicas son a menudo tan fugaces como una brisa de verano. Los mercados mundiales parecen atrapados en un torbellino de volatilidad, y cada vez resulta más crucial navegar con cuidado.

Frente a estos mares agitados, nuestra estrategia sigue siendo simple: vigilancia y anticipación. Privilegiamos el análisis profundo y ponderado, identificando las tendencias subyacentes sin tratar de predecir lo imprevisible. ¿Nuestro objetivo? Un posicionamiento sólido, capaz de resistir las turbulencias al tiempo que aprovecha las oportunidades existentes.

Este mes también hemos analizado el impacto a corto y largo plazo de los grandes avances tecnológicos en los mercados. Al compararlos con las grandes revoluciones del pasado, ofrecemos una perspectiva equilibrada que trasciende los simples ciclos de euforia y desánimo.

Nuestra misión sigue siendo la misma: proporcionar análisis claros y sólidos, la base esencial para la toma de decisiones en un mundo en constante cambio. Más que nunca, se trata de anticiparse en lugar de reaccionar, de comprender en lugar de seguir, para proporcionar un rumbo firme en medio de la complejidad.

Disfrute de la lectura y que los vientos le sean propicios.



Comentarios del mes de agosto

La primera semana del mes fue, cuando menos, turbulenta. El lunes 5 de agosto, el índice japonés Nikkei 225 cerró con una caída del menos 12,86%, su peor resultado diario desde 1987. Tras él, las bolsas estadounidenses acumularon una caída del -8% en tres sesiones, y las criptomonedas perdieron un 15% en 24 horas. La razón más citada fue el cierre de las operaciones de carry trade entre el yen y el dólar tras el anuncio del Banco de Japón de una subida de tipos. Sin embargo, otros factores contribuyeron claramente a acelerar las ventas, provocando un pánico desproporcionado. Esto provocó un repunte de la volatilidad nunca visto, ni siquiera en tiempos de crisis. A pesar de este acontecimiento, tan inesperado como violento en su magnitud, los inversores, o al menos algunos de ellos, aprovecharon la oportunidad para recomprar el mercado en su punto más bajo.

Índices de Acciones	Valor	Mes	2024
S&P 500 (USA)	5 648	2.3%	18.4%
Nasdaq 100 (USA)	19 575	1.1%	16.3%
Euro Stoxx 50 (Europa)	4 958	1.7%	9.7%
SMI (Suiza)	12 437	1.0%	11.7%
Nikkei 225 (Japón)	38 648	-1.2%	15.5%
CSI 300 (China)	3 321	-3.5%	-3.2%
Monedas	Valor	Mes	2024
EUR/USD	1.105	2.1%	0.1%
USD/CHF	0.850	-3.2%	1.0%
EUR/CHF	0.939	-1.2%	1.1%
GBP/USD	1.313	2.1%	3.1%
USD/JPY	146.170	-2.5%	3.6%
Índices de renta fija		Mes	2024
Gobierno USA		1.3%	2.6%
US Corporate IG		1.6%	3.5%
US Corporate HY		1.6%	6.3%
Gobierno UE		0.3%	0.8%
UE Corporate IG		0.4%	1.2%
UE Corporate HY		1.2%	5.3%
Otras clases de activos	Valor	Mes	2024
Oro	2 503	2.3%	21.3%
Petróleo	79	-2.4%	2.3%
Bitcoin	59 045	-8.5%	40.8%
Tasas / Indicadores	Valor	Δ Mes	Δ 2024
Tasa USA 10 años	3.90%	-0.13%	0.02%
Tasa Alemania 10 años	2.30%	0.00%	0.28%
Desempleo US	4.3%	0.2%	0.6%
Índice de volatilidad (VIX)	15.0	-1.4	2.6

A partir de entonces, el resto del mes registró una caída igualmente rápida de la volatilidad y una serie récord de sesiones positivas en Estados Unidos (nueve de las diez últimas sesiones en verde).

Así pues, la gran mayoría de los índices registraron una rentabilidad positiva en agosto, con la excepción de Japón y China (de nuevo). El bitcoin tampoco logró recuperar sus niveles iniciales, registrando una rentabilidad cercana al -10%. Sin embargo, el gran perdedor del mes fue sin duda el dólar. Perdió terreno frente a las principales divisas, especialmente el franco suizo, que desempeña un papel cada vez más importante como activo refugio. Esta depreciación se justifica por la certeza virtual de los mercados de una próxima bajada de tipos en Estados Unidos, ya que los analistas prevén ahora una reducción de 50 puntos.

Además, la revisión del número total de empleos creados en Estados Unidos en los últimos 12 meses plantea serias dudas sobre la calidad de las publicaciones macroeconómicas. En efecto, la cifra total se ha revisado a la baja en -818.000 puestos de trabajo, lo que sugiere claramente que la economía estadounidense no va "tan bien" como todo eso y, por tanto, según algunos, que el fantasma de la próxima recesión es cada vez más probable.



Nuestro posicionamiento actual

Los acontecimientos de agosto confirman la postura más conservadora que adoptamos en julio y, aunque los mercados terminaron el mes con una nota positiva, creemos que actualmente existe cierta fragilidad y un nerviosismo creciente en los mercados de renta variable. Históricamente, septiembre es, por término medio, el peor mes del año y, para ser más precisos, el único mes negativo de la última década. Creemos que el mercado estadounidense se encuentra al final del ciclo y favorecemos el escenario de "soft landing" para la economía. Sin embargo, las cifras de empleo y consumo no son muy alentadoras. Por ello, infraponderamos nuestra exposición a la renta variable estadounidense.

La situación en Europa también es motivo de preocupación, pero por razones diferentes. La inestabilidad política sigue preocupando a los mercados. La incapacidad para formar gobierno en Francia, el resultado de las elecciones regionales en Alemania y la debacle en el Reino Unido son factores que llaman a la moderación.

En cuanto a los mercados emergentes, mantenemos una posición neutral, con una salvedad. La ponderación de China en los índices emergentes es un punto a tener en cuenta. Las numerosas incertidumbres que rodean la salud de la economía china (y la de su Secretario General) son puntos negativos que nos hacen alejarnos de este mercado. Por el contrario, creemos que la mayoría de los demás mercados emergentes se comportarán bien ante la depreciación del dólar y los flujos de capitales que deberían aumentar hacia estos mercados a partir de la recogida de beneficios en los mercados estadounidense y/o japonés en particular.

Por tanto, favorecemos el componente de renta fija, con una sobreponderación en las clases "investment grade " y "deuda soberana ", que deberían seguir beneficiándose de las revalorizaciones positivas durante las próximas bajadas de tipos. Nos inclinamos por una duración ligeramente superior y preferimos buscar la calidad antes que el riesgo. En cuanto al "alto rendimiento ", nuestra posición actual es neutral. Los rendimientos potenciales, combinados con los riesgos inherentes a esta clase de activos, ya no son tan atractivos con unos diferenciales mucho más ajustados.

También hemos mirado con lupa a Japón tras los acontecimientos de principios de mes, pero también a raíz de numerosas publicaciones sobre lo que ha llevado a esta situación extrema. Como la renta variable japonesa denominada en yenes es una de nuestras ideas estratégicas de inversión, debemos seguir de cerca los entresijos de este tema. De hecho, en los últimos años, pedir prestado en yenes "gratis" o a un tipo cercano a cero, para luego invertir en dólares (es decir, principalmente en renta variable estadounidense) ha sido un juego muy lucrativo para muchos inversores. Ahora que el Banco de Japón parece estar cambiando su política monetaria y, por tanto, los préstamos les cuestan a los deudores, y que los rendimientos estadounidenses caen al mismo tiempo, los deudores se apresuran a reembolsar sus deudas. ¿Es ésta una razón para decidir retirarse de las inversiones en acciones japonesas en yenes? Desde nuestro punto de vista, no. O, mejor dicho, todavía



no. De hecho, seguimos viendo un potencial interesante, y aunque los acontecimientos de principios de mes cogieron a muchos inversores por sorpresa, el mercado japonés sigue siendo uno de los más baratos del mercado y el yen sigue cotizando a niveles históricamente bajos.

Del mismo modo, se debatió ampliamente nuestra inversión estratégica en Uranio, que ha registrado un rendimiento negativo significativo este año. El Comité de Inversiones mantiene unánimemente su posición. Quizás sea incluso más interesante ahora que a principios de año. Fundamentalmente, la historia que subyace a este tema sigue siendo totalmente válida, y mucho más. Las recientes publicaciones de Kazatomprom, que indican una caída de la producción prevista para 2025, lo que implica que no podrán abastecer su cartera de pedidos, es uno de los muchos factores que favorecen este tema. La decisión del Consejo Federal suizo de anular la prohibición de construir nuevas centrales nucleares y la inauguración de la flamante central de Flamanville, en Francia (prevista inicialmente para 2012), son también factores de previsión de aumento de la demanda de este metal.

En cuanto al oro, también mantenemos este tema porque, a pesar de un rendimiento del 20% desde principios de año, es probable que haya entrado en un nuevo superciclo, al menos desde el punto de vista técnico. Pero eso no es todo. De hecho, las reservas estratégicas de muchos países han subido mucho y su papel como refugio de muchos inversores institucionales está marcado. El objetivo de 3.000 dólares es ahora discutido por muchos analistas y no parece tan irracional.

Cartera « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	=	5.0%
Renta fija	45%	↗	47.5%
Investment Grade	20%	↗	22.5%
Sovereign Debt	15%	↗	17.5%
High Yield	10%	=	10.0%
Acciones	50%	✓	45.0%
US markets	30%	✓	27.5%
European markets	15%	✓	12.5%
Emerging markets	5%	=	5.0%

Inversiones « Strategic focus »

Temas	%	Desde
Oro	5.0%	29.12.2023
Uranio	2.5%	29.12.2023
Acciones JAP en Yen	2.5%	29.02.2024
Defensa	2.5%	30.04.2024

Balanced USD Portfolio



Thinking forward: Euforia tecnológica y lecciones del pasado

En la década de 1840, Inglaterra vivió un auténtico frenesí ferroviario. Proyectos como el Eastern Counties Railway, destinado a unir Londres con el este del país, cautivaron a los inversores, atraídos por la promesa de una riqueza ilimitada. Este fenómeno especulativo desembocó en una burbuja que estalló en 1847, dejando tras de sí esperanzas y fortunas destrozadas. Este periodo enseñó una valiosa lección: la euforia tecnológica, por muy prometedora que parezca, puede convertirse rápidamente en desilusión económica. Un siglo después, la historia se repitió con la radio. Radio Corporation of America (RCA), líder del mercado, se convirtió en el símbolo de una nueva era de la comunicación, generando una locura que impulsó el precio de sus acciones a cotas sin precedentes. Pero la Gran Depresión detuvo bruscamente este impulso, haciendo que el valor de RCA se desplomara en un 95%. Este episodio puso de manifiesto una vez más los peligros de un entusiasmo excesivo y mal gestionado. A finales de los noventa, el auge de Internet desencadenó una nueva ola de especulación, personificada por empresas como Webvan. Prometiendo revolucionar el comercio minorista con sistemas logísticos avanzados, Webvan atrajo inversiones masivas. Sin embargo, en menos de dos años, la empresa quebró, quemando más de mil millones de dólares y dejando una red de almacenes sin utilizar. Este fracaso nos recuerda que ni siquiera las ideas más visionarias pueden triunfar sin un modelo de negocio sólido y un claro conocimiento del mercado.

La Inteligencia Artificial (IA) es actualmente objeto de gran atención, con ambiciosas promesas que están generando un entusiasmo sin precedentes: revolucionar el sector sanitario, proponer soluciones innovadoras para combatir el cambio climático y automatizar sectores enteros de la economía. Estas promesas apuntan a un futuro en el que la IA podría transformar radicalmente nuestra vida cotidiana. Sin embargo, detrás de este entusiasmo generalizado se esconden aspectos cruciales que a menudo se pasan por alto o se subestiman. La historia nos ha enseñado una y otra vez que la euforia tecnológica puede ser engañosa, e incluso peligrosa, cuando las expectativas superan la realidad. Por tanto, es esencial analizar los retos y realidades a los que tendrá que enfrentarse la IA para hacer realidad estas promesas.

Un primer aspecto a tener en cuenta son los límites inminentes de los datos, una cuestión que a menudo se elude en los debates en torno a la IA. Los modelos actuales de IA hacen un uso intensivo de datos, explotando el increíble volumen de información disponible hoy en día: textos, imágenes, vídeos y una miríada de comportamientos en línea. Estos datos han impulsado el rápido e impresionante progreso de la IA en los últimos años. Pero, ¿qué ocurrirá cuando se hayan digitalizado todos los libros, analizado todos los tweets y explorado todas las imágenes? Este flujo constante de datos podría agotarse y, con él, el ritmo al que hemos visto evolucionar la IA. El rápido progreso al que nos hemos acostumbrado podría no sólo ralentizarse, sino estancarse, enfrentando a las empresas a un muro inesperado. En este escenario, los modelos de IA corren el riesgo de dar vueltas en círculo, reciclando variaciones de lo que ya han aprendido, sin ninguna innovación real ni capacidad de generar nuevos conocimientos.



Otro aspecto crucial, a menudo pasado por alto en el entusiasmo general, es el enorme consumo de energía que requiere la IA. El entrenamiento de un modelo lingüístico avanzado, por ejemplo, puede consumir tanta energía como una pequeña ciudad en el espacio de un mes. En un momento en que los costes de la energía no dejan de aumentar y las redes eléctricas están sometidas a una presión cada vez mayor, esta bulimia energética resulta cada vez más difícil de justificar, tanto desde el punto de vista económico como ecológico. Este consumo exponencial de energía plantea una cuestión esencial: en un mundo que se enfrenta a una escasez cada vez mayor de energía (a un precio razonable), ¿podemos realmente justificar la frenética carrera por la potencia de cálculo que parece estar convirtiéndose en la norma en el desarrollo de la IA? Los centros de datos, que dan soporte a la IA y sus aplicaciones, corren el riesgo de convertirse en las nuevas fábricas de contaminación del siglo XXI, absorbiendo recursos preciosos y rechazando calor en cantidades considerables. Esta perspectiva pone de manifiesto una paradoja: la IA, que se supone que ayudará a resolver algunos de los mayores retos de nuestro tiempo, también podría contribuir a empeorar algunos de ellos si no se abordan estas cuestiones de forma proactiva.

Por último, a pesar de la enorme inversión que se está realizando en el campo de la IA, los avances concretos y revolucionarios son cada vez menos frecuentes. Estamos asistiendo a un periodo de rendimientos decrecientes, en el que cada mejora, por marginal que sea, requiere recursos exponencialmente mayores. Los primeros años de la IA estuvieron marcados por avances espectaculares que captaron la atención del mundo, pero los avances actuales a menudo parecen más cosméticos que verdaderamente fundamentales. Por ejemplo, en el campo del reconocimiento de imágenes, los primeros modelos hicieron progresos notables, pasando de la confusión total a una precisión impresionante en pocos años. Pero hoy en día, las mejoras se miden en fracciones de porcentaje, lo que exige inversiones considerables para ganancias cada vez menores. Esto plantea una cuestión acuciante: ¿es sostenible este enfoque o nos estamos topando con los límites fundamentales de los métodos actuales de IA? Si seguimos por este camino, ¿corremos el riesgo de encontrarnos ante un techo de cristal tecnológico, en el que los recursos y esfuerzos desplegados ya no produzcan los resultados esperados?

Sin embargo, sería demasiado fácil ceder al cinismo. La verdadera cuestión no es si estallará la burbuja de la IA, sino quiénes serán los verdaderos innovadores que surjan de sus escombros. A menudo es en las ruinas de modas pasadas donde se forjan los gigantes del mañana. Google se fundó en 1998, justo antes de que estallara la burbuja de las puntocom. Facebook nació en 2004, mucho después de que se calmara la polvareda. Estas empresas han aprendido de los excesos del pasado para construir modelos de negocio viables y sostenibles.

Los verdaderos pioneros de la IA del mañana no serán los que prometan milagros, sino los que aborden los problemas fundamentales. ¿Cómo podemos diseñar sistemas de IA capaces de aprender con menos datos? ¿Cómo podemos reducir drásticamente el consumo de energía de los modelos actuales? ¿Cómo podemos ir más allá de los límites del aprendizaje profundo para lograr una verdadera comprensión del mundo?

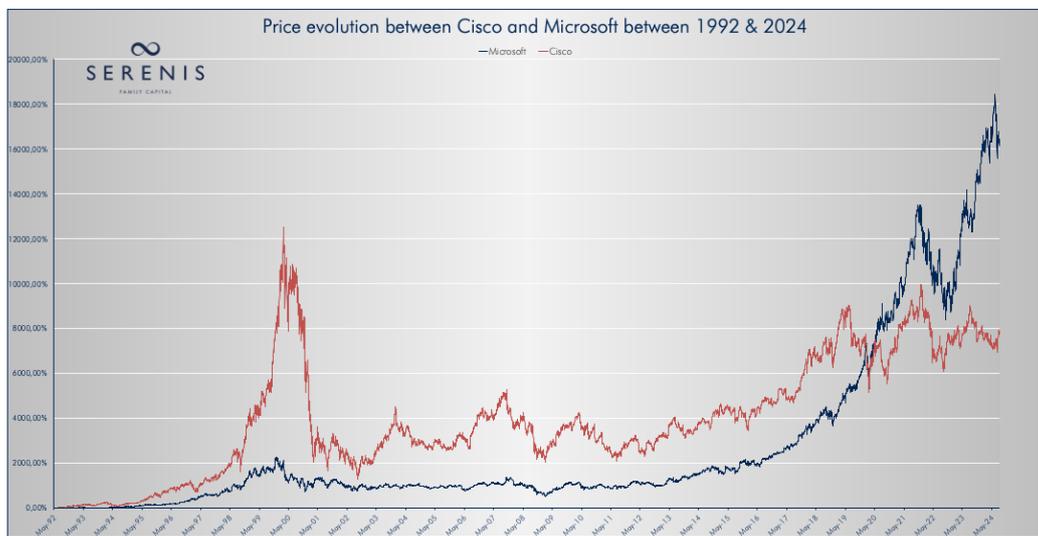
La auténtica innovación rara vez es espectacular. No se mide en comunicados de prensa ni en tuits virales. Nace de la perseverancia de emprendedores que se niegan a ignorar



problemas fundamentales y buscan soluciones donde otros sólo ven obstáculos. Es fruto de la paciencia de los investigadores que exploran vías alternativas, lejos de los focos y de las modas efímeras.

En esta nueva era de la IA, es esencial mantener la lucidez. No nos dejemos llevar por el entusiasmo colectivo. Busquemos empresas que creen un verdadero valor añadido, más que las que destacan en marketing. Y, sobre todo, recordemos que las verdaderas revoluciones suelen producirse lejos de los focos, cuando todo el mundo mira hacia otro lado. La IA transformará sin duda nuestro mundo, pero esta transformación no será ni fácil ni lineal. Exigirá superar obstáculos fundamentales en materia de datos, energía y economía. Los verdaderos ganadores de esta revolución serán quienes tengan el valor de afrontar estos retos de frente, en lugar de ignorarlos en favor de promesas poco realistas.

Al entrar en esta nueva era, recordemos las lecciones del pasado. La euforia tecnológica es seductora, pero es en la sobriedad del análisis crítico y la audacia de la auténtica innovación donde se forja el futuro. No nos dejemos cegar por promesas exageradas y concentrémonos en construir una IA que sirva realmente a la humanidad, en toda su complejidad y diversidad. Ahí reside el verdadero reto -y la verdadera promesa- de la era de la Inteligencia Artificial.



Food for thoughts

Volatilidad extrema

El 5 de agosto, durante el pánico bursátil que siguió a la brusca caída de la bolsa japonesa, asistimos a un acontecimiento extraordinario del que pocos hablaron o siquiera se percataron. El índice de volatilidad (VIX) alcanzó niveles récord, superando los 66, en cuestión de horas, antes de retroceder con la misma rapidez. He aquí un ejemplo concreto: los inversores compraron opciones de venta sobre el S&P500 a un precio de ejecución de 3.500 \$, es decir, un -30% con respecto al precio de mercado, con vencimiento a 25 días, a un precio de 35,- \$ (1%). En otras palabras, con estas operaciones, los inversores se protegían pagando un precio elevado, apostando por una explosión del mercado durante el mes. Por otro lado, por supuesto, esta anomalía del mercado también creó increíbles oportunidades de inversión para aquellos que fueron extremadamente rápidos y oportunistas, vendiendo estas mismas opciones o aprovechando para crear estrategias sobre el índice. De hecho, el VIX ha pasado la gran mayoría del año por debajo de 15 (actualmente en 20,50), e históricamente su media ha estado justo por debajo de 20.

Esto plantea interrogantes sobre las razones de este fenómeno. ¿Fue una simple anomalía del mercado exacerbada por la venta automática de algoritmos que están demasiado presentes en el sistema financiero actual, o hay otras razones más racionales? Manipulación del mercado, un jugador que necesita salir de una posición muy grande o está en un margen de garantía? Tal vez la historia responda a estas preguntas, que hasta la fecha sólo tienen una explicación parcial.

A modo de comparación, el VIX subió de 20 a 90 en 56 días durante la crisis financiera de 2008, y de 14 a 88 en 33 días durante la crisis de Covid en 2020. Es más, la mayor subida diaria fue de sólo 22 puntos en 2008 y de 26 puntos en 2020. En consecuencia, el salto de 42 puntos del VIX el 5 de agosto fue un acontecimiento realmente extraordinario, tanto por su magnitud como por su corta duración.



Tres gráficos :

El efecto de estacionalidad es bien conocido y utilizado a menudo por los analistas. Aunque el valor de esta información es relativo, es interesante observar que, en el periodo comprendido entre 2013 y 2023, la rentabilidad media mensual del S&P 500 siempre ha sido positiva, con la excepción de septiembre, cuando la rentabilidad media fue negativa, del -2,30 %.



Todo el mundo habla y espera la primera bajada de tipos en Estados Unidos. El consenso es que se producirá en septiembre. Este es el comportamiento del S&P500 12 meses después del primer recorte de tipos desde 1929. Es interesante observar que sólo en 2001 y 2007 el rendimiento es negativo. Todas las demás observaciones muestran un rendimiento positivo. Sin embargo, el rendimiento en los primeros meses tras el primer descenso es muy a menudo negativo.



Las acciones de Disney se han comportado especialmente mal desde que tocaron techo en marzo de este año. El cuento de hadas se está convirtiendo en una película de terror para los inversores. El símbolo icónico de la marca Mickey Mouse, el castillo de los famosos parques temáticos, es una representación casi perfecta de la tendencia de la cotización desde agosto de 2023. La realidad a veces supera la ficción.





“Markets can only be understood backwards, but they must be invested thinking forwards”

Serenis Family Capital
Esplanade de Pont-Rouge 1
1212 Grand-Lancy
+41 22 704 0840
info@serenis.ch
www.serenis.ch