



SERENIS

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicles

Noviembre 2024

A los mercados les encanta el rojo

No nos equivoquemos: este título es deliberadamente pegadizo. En el lenguaje de los mercados financieros, el rojo simboliza una caída, y a nadie le gusta un mercado bajista. Sin embargo, en Estados Unidos, el rojo es también el color del Partido Republicano, a diferencia de Europa, donde tradicionalmente evoca a los partidos socialistas. Este mes, los mercados han mostrado un verdadero entusiasmo por este tono de rojo.

El «efecto Trump», amplificado por la influencia de Elon Musk, ha infundido un optimismo palpable que podría continuar en los próximos meses. Creemos que este entusiasmo se traducirá en unos sólidos resultados económicos en Estados Unidos, y nos hemos posicionado para aprovecharlo. Las orientaciones políticas concretas de la Administración que tome posesión el próximo mes de enero serán elementos clave a los que habrá que estar atentos para confirmar esta tendencia.

En esta columna, también analizamos el reto más acuciante al que se enfrenta Europa. Este incierto contexto político y económico ofrece tanto grandes oportunidades como riesgos. Mientras que Estados Unidos parece encontrar un nuevo impulso, Europa atraviesa un periodo de turbulencias marcado por la inestabilidad política y unas perspectivas económicas poco halagüeñas.

Para los inversores, esta dicotomía entre los dos continentes exige ajustes estratégicos para proteger sus activos al tiempo que aprovechan las oportunidades que se presentan.

Los próximos meses serán cruciales y hay que navegar con cautela. La humildad, la capacidad de reacción y la flexibilidad serán esenciales. Identificar las oportunidades, anticipar las tendencias futuras y adaptarse a un contexto geopolítico tenso serán las claves para optimizar el rendimiento preservando al mismo tiempo la serenidad que tanto apreciamos.



Comentarios del mes de noviembre

Los mercados estadounidenses han estado surfeando todo el mes sobre lo que denominamos el *tsunami Trump* en nuestra última columna. A medida que se sucedían los anuncios del presidente electo, los inversores en renta variable estadounidense disfrutaban de uno de sus mejores rendimientos mensuales en más de 10 años. Sin embargo, no todos los sectores se han beneficiado de esta euforia, y las disparidades son bastante marcadas. Si bien está claro que el sector tecnológico en sentido amplio es ampliamente positivo, es el sector de consumo discrecional el que lleva la delantera con un +13,2% en noviembre. Una vez más, las cifras son engañosas, ya que Tesla se incluye en esta categoría, registrando un rendimiento del +38,1%. Una vez más, hay que poner las cifras del índice en perspectiva. Los dos sectores siguientes son *el financiero* y *el industrial*, siguiendo la lógica de *Make America Great Again*.

Índices de Acciones	Valor	Mes	2024
S&P 500 (USA)	6 032	5.7%	26.5%
Nasdaq 100 (USA)	20 925	5.2%	24.4%
Euro Stoxx 50 (Europa)	4 802	-0.5%	6.2%
SMI (Suiza)	11 750	-0.4%	5.5%
Nikkei 225 (Japón)	38 208	-2.2%	14.2%
CSI 300 (China)	3 917	0.7%	14.1%
Monedas	Valor	Mes	2024
EUR/USD	1.055	-3.1%	-4.4%
USD/CHF	0.882	2.1%	4.8%
EUR/CHF	0.931	-1.5%	0.2%
GBP/USD	1.270	-1.5%	-0.2%
USD/JPY	150.390	-1.1%	6.6%
Índices de renta fija		Mes	2024
Gobierno USA		0.8%	2.2%
US Corporate IG		1.3%	4.1%
US Corporate HY		1.2%	8.7%
Gobierno UE		2.5%	3.2%
UE Corporate IG		1.8%	5.3%
UE Corporate HY		0.8%	8.4%
Otras clases de activos	Valor	Mes	2024
Oro	2 643	-3.7%	28.1%
Petróleo	73	-0.3%	-5.3%
Bitcoin	97 460	39.4%	132.4%
Tasas / Indicadores	Valor	Δ Mes	Δ 2024
Tasa USA 10 años	4.17%	-0.12%	0.29%
Tasa Alemania 10 años	2.09%	-0.30%	0.06%
Desempleo US	4.1%	0.00	0.4%
Índice de volatilidad (VIX)	13.5	-9.7	1.1

La situación en los demás mercados bursátiles fue muy diferente, ya que Europa terminó en números rojos, al igual que Suiza y Japón. Los problemas políticos y estructurales de Francia y Alemania pesan mucho en el viejo continente. Hay que señalar, sin embargo, que para algunos analistas, los niveles de las bolsas europeas representan ahora una verdadera oportunidad de inversión.

En el frente de las divisas, el dólar se está fortaleciendo significativamente frente a todas las demás monedas, superando al euro en vista de la actual inestabilidad política. Las criptodivisas superaron a todas las demás clases de activos, y el Bitcoin, con un +39,4%, se quedó casi a medio camino frente a muchas altcoins, que obtuvieron rendimientos muy superiores al 100%.

Por último, el oro estuvo sometido a fuertes presiones hasta mediados de mes, llegando incluso a caer por debajo de los 2.500 USD antes de recuperarse en la segunda mitad del mes. Sin embargo, terminó el mes en números rojos, con un rendimiento del -3,7%, algo a lo que ya no estábamos acostumbrados este año.



Nuestro posicionamiento actual

Aún no ha llegado el momento de hacer balance del año, y diciembre podría ser un mes especialmente ajetreado. Nuestro comité de inversión ha adoptado una vez más una postura prudente para evitar cualquier desliz de fin de año, al tiempo que intenta seguir generando alfa en nuestras carteras.

Nuestra cartera *principal* ha rendido casi un 8% desde principios de año, lo que refleja el estado actual del mercado para una cartera equilibrada típica basada en el dólar. Ahora estamos reduciendo nuestra sobreexposición a los bonos con grado de inversión y a la deuda soberana para volver a una posición neutral en estas dos subclases de activos. Como resultado, nuestra posición actual en el componente de bonos de nuestra cartera *básica* es completamente neutral. Esto se debe a que existe cierta incertidumbre creciente sobre los tipos fijados por los distintos bancos centrales. Aunque los analistas anticipan ampliamente una última bajada de tipos por parte de la Fed y el BCE en diciembre, su impacto debería ser limitado, puesto que el mercado ya lo ha asumido.

En cuanto a la parte de renta variable de nuestra cartera *principal*, nuestro posicionamiento se mantiene sin cambios con respecto al mes pasado. Nuestra posición neutral sobre la renta variable estadounidense indica que nos sentimos cómodos con una actitud positiva pero moderada, ya que el principal repunte ya tuvo lugar en noviembre. Sin embargo, un repunte navideño es totalmente posible y podría mejorar aún más los rendimientos registrados por los índices. Por el momento, preferimos seguir infra ponderando la renta variable europea. Está claro que las valoraciones actuales son atractivas porque son históricamente bajas. Sin embargo, esto aún no compensa los riesgos políticos, tanto para la UE en su conjunto como para los distintos países. Alemania, con elecciones anticipadas previstas para enero, y Francia, con su gobierno en la cuerda floja, son sólo dos ejemplos de las dificultades a las que se enfrenta actualmente el *Viejo Continente*. En cuanto a los mercados emergentes, aunque la mayoría de ellos experimentarán dificultades frente a la política exterior estadounidense en materia de normas comerciales, mantenemos una visión neutral, con preferencia por determinados países y cierta aversión por otros.

Nuestras inversiones «Strategic Focus», por su parte, han contribuido y generado alfa de manera muy fina. De hecho, contribuyeron en casi un 16% a la rentabilidad total de nuestra cartera, representando sólo alrededor del 10% del total. A nivel individual, la temática de defensa ha sido la más rentable tanto desde principios de año como sólo en noviembre. Seguimos creyendo que este tema es de gran actualidad, habida cuenta de los últimos acontecimientos geopolíticos y de las perspectivas de inversiones masivas por parte de los gobiernos de todo el mundo. A continuación, examinaremos las cuestiones específicas de Europa y estableceremos el vínculo con este tema. Más concretamente, la temática defensa ha generado una rentabilidad superior al 22% desde su inclusión efectiva en nuestra cartera el 30 de abril, y +4,69% en noviembre.



El uranio también tuvo un buen mes en noviembre (+8,30%) y, aunque se ha mantenido en terreno negativo desde principios de año, renovamos nuestra confianza en él e incluso creemos que está de plena actualidad dado el renovado interés que probablemente reciba por parte de Estados Unidos. El oro sigue siendo uno de los valores más rentables desde principios de año, a pesar de un mes de noviembre negativo. En nuestra opinión, su racha alcista aún no ha terminado, y sigue siendo una de nuestras inversiones estratégicas.

Tras los resultados de las elecciones estadounidenses, nuestro comité de inversión decidió aumentar nuestra exposición al mercado estadounidense, ampliando nuestro enfoque más allá del S&P 500 para incluir una franja más amplia del mercado estadounidense. Con el regreso de Donald J. Trump a la Casa Blanca y la llegada de su famoso MAGA, la economía (real) estadounidense podría recibir un nuevo impulso, beneficiando en particular a las denominadas «Small & Mid Caps», que suelen estar más expuestas a las dinámicas internas. Este sector, cuyo rendimiento ha sido inferior al de los principales índices en los últimos años, tiene un considerable potencial de recuperación, que consideramos prometedor.

Para aprovechar este potencial, optamos por un enfoque más específico y menos diluido que un índice amplio como el Russell 2000, que representa a todas las Small & Mid Caps. Tras analizarlo y debatirlo, decidimos invertir en un ETF basado en el S&P 400 Mid Cap, que se centra en las 400 mayores empresas estadounidenses después de las del S&P 500. Este ETF también incorpora una estrategia de «Momentum», seleccionando únicamente las 80 empresas que han mantenido sólidas tendencias alcistas en los últimos 12 meses.

Este enfoque ofrece la ventaja de maximizar las oportunidades de crecimiento en un segmento dinámico, limitando al mismo tiempo el riesgo gracias a señales fiables y persistentes, lo que permite gestionar nuestra cartera de forma optimizada y disciplinada.

Cartera « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	↗	7.5%
Renta fija	45%	=	45.0%
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	=	15.0%
High Yield	10%	=	10.0%
Acciones	50%	✓	47.5%
US markets	30%	=	30.0%
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
Defensa	2.5%	30.04.2024

Balanced USD Portfolio



Thinking forward: La defensa europea

"Europa sólo puede ser europea si se defiende a sí misma"

Charles De Gaulle

23 de julio de 1964, discurso en la Escuela Militar, París

En julio de 1943, la revista científica *Psychological Review* publicó uno de los artículos de psicología, sociología y economía más influyentes de la historia moderna. Mientras el mundo estaba inmerso en la Segunda Guerra Mundial, con los aliados lanzando la Operación Husky (la invasión de Sicilia) que marcó un punto de inflexión estratégico crucial, en Estados Unidos el esfuerzo bélico estaba en pleno apogeo, con una movilización masiva de recursos industriales y humanos para apoyar los frentes europeo y del Pacífico. La sociedad estadounidense, aún marcada por las repercusiones de la Gran Depresión, experimentó una rápida transformación de su economía y sus estructuras sociales bajo el impulso de la guerra.

En este tumultuoso contexto, Abraham Maslow, investigador neoyorquino de origen ruso, observó el comportamiento de sus contemporáneos y se preguntó por las motivaciones que impulsaban a los individuos a actuar. Estas reflexiones dieron lugar al artículo que presentó por primera vez al mundo su famosa pirámide de las necesidades, que clasifica las necesidades humanas mostrando que cuando no se satisfacen necesidades fundamentales como la seguridad, la supervivencia o la estabilidad, las aspiraciones más elevadas -como la autorrealización, la creatividad o la búsqueda de sentido- pasan a un segundo plano ante la urgencia del momento. Esta teoría proporciona un marco para comprender el comportamiento humano en tiempos de gran incertidumbre y transformación.

Hoy en día, la pirámide de Maslow está más presente que nunca en la mente de todos los líderes europeos. Centradas durante mucho tiempo en la cooperación, la prosperidad económica, el progreso social y la integración cultural, estas naciones se enfrentan a una serie de crisis interconectadas que las están devolviendo a los fundamentos de Maslow. El terrorismo, la pandemia del COVID-19, la guerra de Ucrania, las tensiones migratorias y la inestabilidad energética están volviendo a centrar las prioridades nacionales y europeas en la necesidad de seguridad física, económica y energética, transformando profundamente las agendas políticas y estratégicas del continente.



Durante décadas, el continente se benefició del «dividendo de la paz» que supuso el final de la Guerra Fría, lo que permitió desviar recursos hacia prioridades como la transición ecológica, la educación, el desarrollo social y la construcción de una identidad europea común. Sin embargo, la sensación de seguridad -ya cuestionada por la crisis del COVID-19, que puso de manifiesto las vulnerabilidades de los sistemas sanitarios y las cadenas de suministro y minó la confianza en la capacidad de resistencia de Europa- se desvaneció bruscamente con la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. Este acto militar puso al descubierto fallos profundamente arraigados en la capacidad de Europa para garantizar su propia seguridad, su autonomía energética y su influencia estratégica mundial.

Estas deficiencias no aparecieron de repente, sino que son el resultado de decisiones estructurales tomadas a lo largo de varias décadas. En 1990, los países europeos de la OTAN todavía dedicaban el 2,5% de su PIB a defensa, lo que reflejaba que se tomaban en serio las cuestiones de seguridad. En 2020 esta cifra había descendido hasta el 1,6%, muy por debajo del objetivo del 2% fijado por la Alianza. Este recorte presupuestario ha provocado un descenso del número de efectivos militares, la obsolescencia de los equipos y la desinversión en tecnologías de vanguardia. Las fuerzas armadas europeas han pasado de más de 4 millones en 1989 a sólo 1,8 millones en la actualidad, lo que refleja una erosión de las capacidades operativas y una mayor dependencia de nuestros aliados, los Estados Unidos.

La fragilidad es también material y tecnológica. A finales de 2023, el Reino Unido sólo disponía de 150 tanques Challenger 2 operativos y una docena de piezas de artillería de largo alcance, insuficientes para un conflicto de alta intensidad. Francia contaba con menos de 90 vehículos de artillería pesada, y Alemania sólo disponía de munición para unos pocos días en un enfrentamiento militar de alta intensidad. Estas carencias se extienden a las cadenas de suministro, la producción industrial, la innovación tecnológica y una industria de defensa fragmentada e ineficiente.

La invasión de Ucrania puso de manifiesto y aglutinó todas estas vulnerabilidades. Las reservas ucranianas de munición se agotaron rápidamente, obligando a Europa a recurrir a sus propias e insuficientes reservas. La incapacidad de las industrias europeas para producir rápidamente en volumen reveló que, a pesar de su potencial económico, Europa no puede sostener una guerra prolongada sin depender de proveedores externos. En la actualidad, el 78% del gasto europeo en defensa se destina a proveedores no europeos, de los que Estados Unidos representa el 63%, lo que socava la soberanía tecnológica y militar del continente.

Al mismo tiempo, la crisis energética provocada por la dependencia del gas ruso ha agravado esta fragilidad. En 2021, la Unión Europea importará de Rusia alrededor del 40% de su gas natural, y algunos países como Alemania serán aún más dependientes, con más del 50% de sus suministros procedentes de Moscú. La reducción de los suministros rusos en respuesta a las sanciones occidentales ha obligado a Europa a reactivar temporalmente las centrales eléctricas de carbón. Esto subraya el hecho de que sin



autonomía energética no puede haber autonomía estratégica. La seguridad energética, la estabilidad económica y la capacidad de defensa están estrechamente vinculadas, lo que obliga a Europa a replantearse sus modelos de dependencia.

Para hacer frente a estos retos, la Comisión Europea ha lanzado dos grandes iniciativas: la Estrategia Europea para la Industria de Defensa (EDIS) y el Programa Europeo de Inversiones en Defensa (EDIP). Inspirados en el modelo estadounidense del complejo militar-industrial, estos programas pretenden reforzar la producción de armamento dentro de la UE, estimular la cooperación industrial entre los Estados miembros, fomentar la innovación tecnológica y reducir la dependencia de proveedores extranjeros. El objetivo es ambicioso: para 2030, el 50% del gasto europeo en defensa deberá corresponder a proveedores locales, reforzando así la soberanía industrial y estratégica del continente.

Sin embargo, estas iniciativas se enfrentan a grandes obstáculos. El primero es financiero: con un presupuesto actual de apenas 1.500 millones de euros para el EDIP de aquí a 2027, los recursos asignados son muy insuficientes, por no decir irrisorios. Circulan numerosas cifras, pero incluso siendo muy optimistas necesitaremos movilizar al menos 100.000 millones de euros para construir una base industrial creíble y competitiva. El segundo obstáculo es político: las rivalidades nacionales, la falta de liderazgo común y los intereses industriales divergentes frenan la cooperación. Francia e Italia, por ejemplo, favorecen sus propias industrias en detrimento de los proyectos conjuntos, mientras que los Estados bálticos y Polonia, directamente amenazados por Rusia, prefieren comprar armamento estadounidense por su rapidez y fiabilidad.

Esta división limita la capacidad de Europa para actuar colectivamente y beneficiarse de las economías de escala. La industria europea de defensa está dispersa, con muchas duplicidades y ausencia de campeones en determinados sectores.

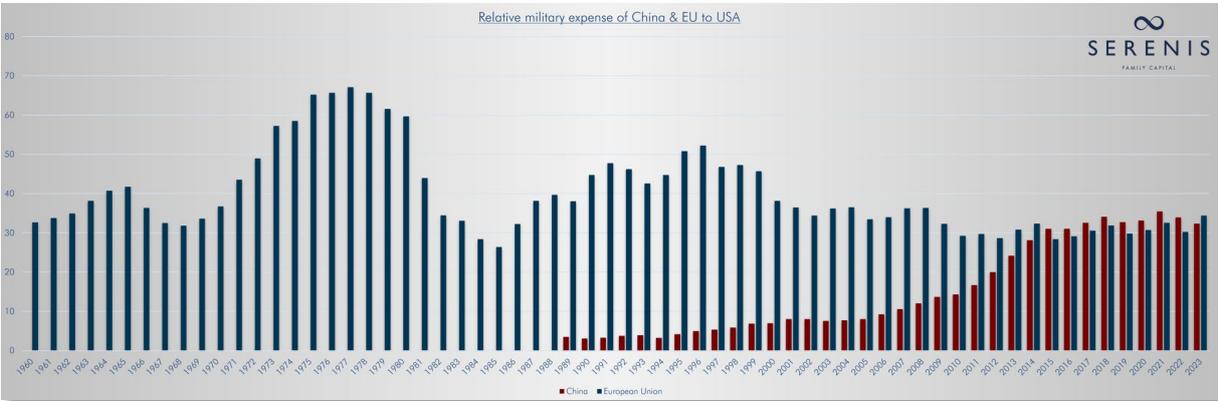
A pesar de estos retos, algunos países europeos están respondiendo de forma proactiva. En 2022, Alemania creó un fondo especial de 100.000 millones de euros para modernizar sus fuerzas armadas, marcando un punto de inflexión en su política de defensa. Polonia tiene previsto aumentar su gasto militar al 4% del PIB, lo que la convertirá en uno de los mayores contribuyentes de la OTAN. Estos esfuerzos incluyen compras masivas de equipos modernos, como tanques Abrams y aviones estadounidenses F-35, reforzando su capacidad disuasoria frente a Rusia. Sin embargo, estas iniciativas siguen siendo fragmentarias e insuficientes para colmar la brecha de capacidades en todo el continente, lo que subraya la urgente necesidad de que Europa desarrolle una estrategia de defensa común y coherente.

Si la UE no refuerza su autonomía, seguirá dependiendo de Estados Unidos para su seguridad a través de la OTAN, una situación arriesgada. Una retirada estadounidense podría dejar a Europa en un vacío estratégico. Este reto es también una oportunidad para



redefinir Europa como potencia autónoma, capaz de proteger a sus ciudadanos, sus valores y sus intereses económicos.

Desde el punto de vista de un inversor, es importante darse cuenta de que este reto va más allá de la política o la defensa; se trata de una transformación profunda e histórica. Europa se encuentra en un punto de inflexión en el que la seguridad se está convirtiendo en un factor central de resiliencia, competitividad y estabilidad a largo plazo. Los sectores de la defensa, la ciberseguridad, la energía, la industria y las infraestructuras críticas están preparados para un crecimiento y un apoyo considerables como no se han visto en los últimos treinta años. Esta transición ofrece oportunidades únicas para entrar en sectores poco invertidos, diversificar las carteras y participar en una tendencia a muy largo plazo. Este momento representa tanto una advertencia como una oportunidad estratégica. Existe una amplia gama de oportunidades de inversión más allá de la defensa, en innovación tecnológica, aseguramiento de las cadenas de suministro, desarrollo de soluciones energéticas fiables y financiación de las iniciativas estratégicas de la Unión Europea. Creemos que sólo estamos al principio de este renacimiento y que ignorarlo supone un riesgo considerable.



Food for thoughts

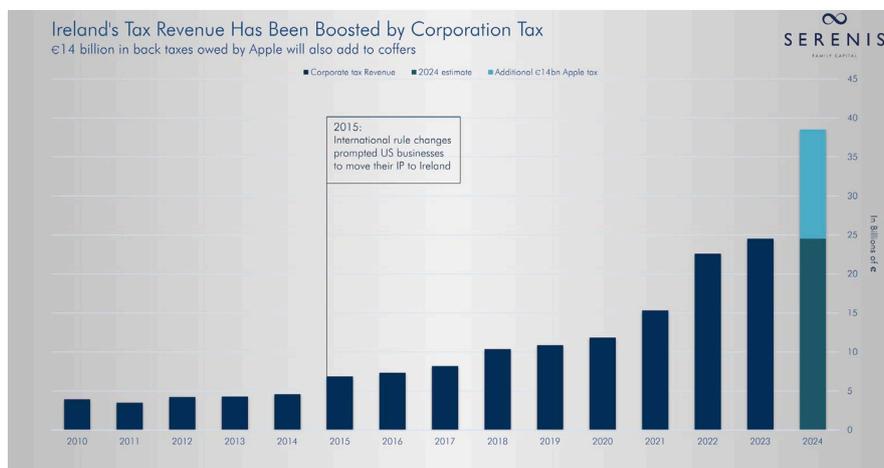
Irlanda y su problema de cajas llenas

La gestión de las cuentas públicas es un ejercicio peligroso que requiere una gran capacidad de visión y anticipación. Además, muchas incógnitas jalonan la evolución de los presupuestos estatales, como demuestran la reciente pandemia mundial de COVID o el conflicto entre Ucrania y Rusia, al que los países occidentales han destinado sumas considerables, por citar sólo dos ejemplos recientes.

Sin embargo, hay un país para el que el verdadero problema es cómo vaciar sus arcas para invertir una extraordinaria ganancia fiscal, gracias a contribuyentes extranjeros que llevan años registrando beneficios faraónicos, pero también gracias a una decisión política, más que legal, por parte de la Unión Europea. Ese país es Irlanda.

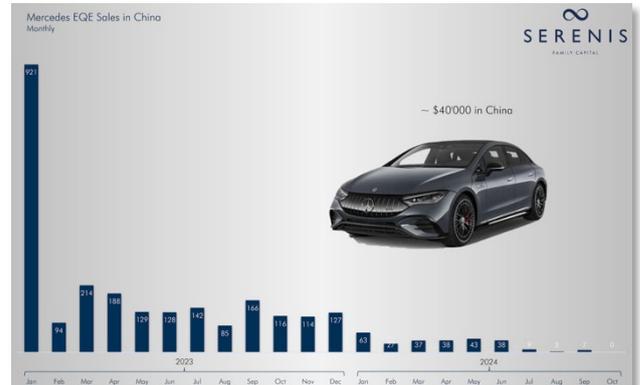
Sede de numerosas filiales de empresas tecnológicas estadounidenses, entre ellas los GAFAM que son la punta del iceberg, Irlanda y su ventajoso sistema de impuesto de sociedades ya no saben cómo gastar su dinero. Peor aún, como la Unión Europea ha obligado a Apple a pagar una única «recuperación fiscal» de 14.000 millones de euros, las arcas del Estado están a rebosar.

Por supuesto, con la llegada de estas grandes empresas también se ha disparado la población, lo que ha traído consigo una considerable necesidad de infraestructuras. Hospitales, escuelas, autopistas, producción de energía, todo estaba (está) infradimensionado porque nadie podía prever semejante crecimiento. Estas inversiones en infraestructuras son costosas y muy a menudo tardan mucho tiempo en completarse. Por lo tanto, resulta aún más complicado gestionar estos proyectos, ya que no podemos prever si esta situación persistirá o si las sedes de las distintas empresas decidirán trasladarse a otro lugar. De ahí la paradoja y la complicada situación de Irlanda: qué hacer o, mejor dicho, cómo hacerlo bien con tantos recursos.



Tres gráficos :

La guerra comercial en el sector del automóvil entre China y el resto del mundo está en pleno apogeo. La cuota de mercado de las marcas chinas sigue creciendo en relación con las marcas tradicionales. Lo mismo ocurre con las llamadas marcas de lujo. El número de vehículos Mercedes EQE vendidos en octubre de 2024 fue simplemente ¡0!



En un contexto de disminución general del poder adquisitivo, sobre todo en Estados Unidos, este gráfico es, cuando menos, sorprendente. El porcentaje de acciones estadounidenses en manos de los hogares, en proporción a sus activos financieros, nunca había sido tan alto desde que se empezaron a elaborar estas estadísticas en 1945. Actualmente se sitúa en el 41,8%. Al mismo tiempo, la deuda de las tarjetas de crédito también está en su nivel más alto.



En el índice MSCI World, la renta variable estadounidense representa casi el 74% del total mundial. Para un inversor europeo, no tener exposición a este mercado sería impensable, o ineficiente. Esto es aún más cierto si se compara la rentabilidad del EuroStoxx50 con la del SP500 antes y después de 2008. La diferencia de rentabilidad es abismal, y se acentuó aún más tras la última crisis de Covid.





“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