



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicles

Marzo 2025



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

El hilo conductor de la doctrina de Trump

El presidente Donald J. Trump, figura enigmática e impredecible, encarna una mezcla de contradicciones. Su trayectoria, desde el sector inmobiliario hasta la presidencia, está marcada por cambios de rumbo: alianzas efímeras, discursos que oscilan entre elogios y críticas, posiciones cambiantes. Sin embargo, surge una constante: su inquebrantable apego a los aranceles, un hilo conductor en una trayectoria tumultuosa.

Esta convicción nace en los años 80, cuando Japón dominaba el comercio mundial. Trump, ya magnate extravagante, fustiga en televisión un desequilibrio que considera intolerable: «Nos invaden, hay que hacerles pagar». Esta idea, esbozada en sus escritos sobre la dominación, se convierte en doctrina. En 2016, como candidato, prometió aranceles del 45 % sobre China, una medida que concretó en 2018 como presidente con aranceles del 25 % sobre el acero, del 10 % sobre el aluminio y aranceles masivos sobre los productos chinos. Se autoproclamó «el hombre de los aranceles», un título que se llevó como una armadura.

Fuera del poder en 2024, persiste, proponiendo entre un 10 y un 20 % sobre todas las importaciones, y un 60 % sobre China. De vuelta en 2025, actúa con rapidez: un 25 % sobre Canadá y México, un 10 % adicional en otros lugares, mezclando el comercio con luchas como la contra las drogas. Para Trump, los aranceles no son una simple táctica, sino una visión de un Estados Unidos dominante.

A pesar de sus efectos contrastados, esta idea sigue siendo su ancla, un raro punto fijo en una trayectoria cambiante. Donde sus ideas vacilan, esta fe en la reconquista comercial ofrece coherencia. Su impacto, entre el fortalecimiento interno y los riesgos de aislamiento o tensiones globales, aún no se ha evaluado, una apuesta cuyos frutos o costes revelará el tiempo.

Es evidente que debatir sobre la exactitud, la moralidad o las posibilidades de éxito de estas decisiones no cambiará en nada el hecho de que la dirección es clara y que el tren está en marcha.



Comentarios del mes de marzo

El mes de marzo termina con una nota negativa para los principales índices mundiales, en un contexto marcado por un resurgimiento de la incertidumbre relacionada con la introducción de nuevos aranceles anunciados por el presidente D. J. Trump. Esta orientación proteccionista, aunque parcialmente anticipada, reavivó las tensiones comerciales y afectó a la confianza de los inversores.

Los mercados estadounidenses se vieron especialmente afectados. El Nasdaq retrocedió un -7,7 % en el mes, lo que eleva su rendimiento anual al -8,3 %, mientras que el S&P500 cedió un -5,8 %, borrando así sus ganancias desde principios de año. La caída afecta especialmente a las grandes capitalizaciones tecnológicas, con las «Magnificent 7» registrando una caída del -10,0 % MTD. Japón continúa su comienzo de año en números rojos (-4,1 % MTD).

Al otro lado del Atlántico, el panorama sigue siendo el mismo: tras un comienzo de año dinámico, los mercados europeos y suizos tampoco escapan a esta corrección: el EuroStoxx 50 retrocede un -3,9 % y el SMI un -3,1 %, perdiendo así una parte importante de sus ganancias acumuladas a principios de año. China salva los muebles este mes mostrando una relativa estabilidad, aunque su mercado sigue bajo presión, dividido entre el entusiasmo en torno a los valores tecnológicos y el creciente peso de las tensiones comerciales.

En el mercado de bonos, la estabilidad se mantuvo, con la excepción del tipo alemán a 10 años, que se tensó a principios de marzo antes de estabilizarse, tras las declaraciones del jefe de la CDU/CSU sobre una posible flexibilización de la regla de gasto.

En cuanto a las divisas, el dólar estadounidense experimentó una depreciación generalizada en este contexto de mayor incertidumbre. El bitcoin sigue sufriendo en marzo, registrando una pérdida del -2,1 %, lo que eleva la suma a -12,1 % desde principios de año. Por último, si hay algo que sigue en racha es el oro, que vuelve a alcanzar máximos históricos con una subida del +9,3 % en el mes.

Índices de Acciones	Valor	Mes	2025
S&P 500 (USA)	5 612	-5.8%	-4.6%
Nasdaq 100 (USA)	19 278	-7.7%	-8.3%
Euro Stoxx 50 (Europa)	5 248	-3.9%	7.2%
SMI (Suiza)	12 598	-3.1%	8.6%
Nikkei 225 (Japón)	35 618	-4.1%	-10.7%
CSI 300 (China)	3 887	-0.1%	-1.2%
Monedas	Valor	Mes	2025
EUR/USD	1.082	4.3%	4.5%
USD/CHF	0.884	-2.1%	-2.5%
EUR/CHF	0.956	2.1%	1.7%
GBP/USD	1.292	2.7%	3.2%
USD/JPY	149.960	-0.4%	-4.6%
Índices de renta fija		Mes	2025
Gobierno USA		0.2%	2.9%
US Corporate IG		-0.3%	2.3%
US Corporate HY		-1.0%	1.0%
Gobierno UE		-1.9%	-1.1%
UE Corporate IG		-1.3%	-0.2%
UE Corporate HY		-1.1%	0.5%
Otras clases de activos	Valor	Mes	2025
Oro	3 124	9.3%	19.0%
Petróleo	75	2.1%	0.1%
Bitcoin	82 421	-2.1%	-12.1%
Tasas / Indicadores	Valor	Δ Mes	Δ 2025
Tasa USA 10 años	4.21	0.00%	-0.36%
Tasa Alemania 10 años	2.74	0.33%	0.37%
Desempleo US	4.1%	0.1%	-0.1%
Índice de volatilidad (VIX)	22.3	2.7	4.9



Nuestro posicionamiento actual

Es evidente que este mes de marzo ha sido mucho más volátil y agitado de lo que todos los analistas habían previsto inicialmente. El principal indicador, el VIX, incluso alcanzó la barrera de los 30 a principios de mes, un nivel que no se había alcanzado desde los momentos de tensión de agosto de 2024 en los mercados estadounidenses. La incertidumbre reinante ante la espera de anuncios oficiales sobre los aranceles aduaneros por parte de la Casa Blanca ha afectado a todos los mercados de valores.

En este complejo contexto macroeconómico, nuestro Comité de Inversión ha realizado algunos ajustes estratégicos y tácticos para prepararse mejor para las futuras condiciones del comercio mundial. Desde hace varios meses, nuestra cautelosa posición en nuestra asignación de activos «Core», junto con nuestras ideas «Estratégicas», nos han permitido navegar con más tranquilidad en este delicado y agitado entorno.

Anticipamos importantes flujos de capital procedentes de Estados Unidos a favor, entre otros, de los mercados europeos. Estos movimientos, si se producen, ya sean voluntarios por parte de los inversores o forzados por el legislador, tendrían como efecto tanto un debilitamiento de los títulos estadounidenses como un fortalecimiento de los títulos europeos. Además, esto podría acelerar la debilitación del dólar y, por lo tanto, empeorar implícitamente las carteras valoradas en euros o francos suizos.

Por lo tanto, mantenemos nuestra infraponderación en los mercados de acciones estadounidenses en nuestra cartera «Core» y, en la misma medida, mantenemos nuestra posición neutral para los mercados de acciones europeos y emergentes. De hecho, aunque una afluencia de capital a los mercados no estadounidenses y una debilitación del dólar serían positivas para estos, el impacto de los nuevos aranceles probablemente anulará gran parte del potencial de subida, al menos a corto y medio plazo.

En cuanto a la renta fija, cambiamos la categoría de *deuda soberana* de neutral a sobreponderada. De hecho, observamos que los diferenciales de crédito han vuelto a niveles cercanos a los máximos del año pasado y, junto con una posible caída de los mercados de renta variable, representan una oportunidad de inversión a más largo plazo.

Por otra parte, mantenemos una asignación neutral para la categoría High Yield, siendo prudentes tras observar un ligero aumento de los impagos que podría acelerarse en los próximos meses si se anunciaran otras medidas económicas. Sin embargo, probablemente exista una oportunidad interesante para la categoría High Yield Emerging Market, que podría salir airosa.



Para la parte de nuestras inversiones «estratégicas», no realizaremos ningún cambio en abril. Los temas y sus asignaciones siguen siendo los mismos que en marzo, durante el cual demostraron una solidez y una resistencia totalmente aceptables. De hecho, durante el mes de marzo, solo el tema de las empresas estadounidenses de mediana capitalización mostró un rendimiento negativo, principalmente por las razones mencionadas anteriormente. Es evidente que los anuncios sobre los aranceles no ayudarán a esta temática a corto plazo, pero debería experimentar un fuerte repunte una vez que se digieran los efectos de los anuncios.

Cabe señalar que la temática de la defensa continúa su auge observado en los últimos meses con una rentabilidad de dos dígitos en marzo. Seguimos pensando que esta temática atraerá aún más capital a la vista de las tendencias actuales.

También nos complace especialmente constatar que nuestro tema «*Inflation shield*», con la incorporación del plata a finales de febrero, funciona muy bien en este entorno, con el oro y la plata registrando una subida de casi el 9,5 % solo en marzo. Está claro que el potencial de subida, especialmente para el oro, parece ahora más limitado que el potencial de la plata. Sin embargo, la situación geopolítica, el espectro del regreso de la inflación con fuerza y de una posible recesión estadounidense, o incluso mundial, nos reafirma en esta temática que conserva todo su sentido.

En cuanto al tema de la «abundancia energética», creemos que en los próximos meses se observará un renovado interés tanto por el uranio como por el ecosistema del gas natural. Desarrollamos más específicamente nuestro argumento en la siguiente sección. La descorrelación de estas dos oportunidades con los sectores más tradicionales parece ser una ventaja en la búsqueda de alfa.

Cartera « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	=	5.0%
Renta fija	45%	↗	47.5%
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	↗	17.5%
High Yield	10%	=	10.0%
Acciones	50%	↗	47.5%
US markets	30%	↗	27.5%
European markets	15%	=	15.0%
Emerging markets	5%	=	5.0%

Inversiones « Strategic focus »

Temas	%	Desde
Inflation shield		
- Oro	5.0%	29.12.2023
- Plata	0.5%	28.02.2025
Abundancia energética		
- Uranio	2.0%	29.12.2023
- LNG	0.5%	28.02.2025
Defensa	2.5%	30.04.2024
MidCap US Momentum	2.5%	30.11.2024

Balanced USD Portfolio



Thinking forward:

« Estamos a punto de entrar en una verdadera era de abundancia energética para Estados Unidos y, por primera vez en décadas, ya no dependemos de potencias extranjeras. Esta nueva era de riqueza energética se traduce en más empleo, mayor prosperidad y más seguridad »

Donald J. Trump, 29 de junio 2017

Donald Trump, recién reelegido, vuelve a poner hoy de relieve el discurso que marcó su anterior mandato, *«Unleashing American Energy»*, que en su momento desató opiniones especialmente tajantes. Sin embargo, es evidente que ya apuntaba, hace ocho años, a una necesidad imperiosa: en un mundo en el que la demanda energética no deja de crecer exponencialmente, cada país debe aspirar a un suministro abundante, resistente e independiente para garantizar su estabilidad económica y su soberanía. En este sentido, la complementariedad del gas natural y la energía nuclear no es una manía ideológica: responde ante todo a la necesidad de asegurar los recursos, garantizar la solidez de las redes y preservar la autonomía de decisión frente a los imprevistos geopolíticos.

El gas natural y la energía nuclear, a menudo puestos en competencia en los debates, ofrecen en realidad ventajas distintas y perfectamente complementarias. Por un lado, la energía nuclear proporciona una producción continua y sustancial, una verdadera base para abastecer a la industria, la vivienda y todas las actividades de un país. Por otro lado, el gas natural se distingue por su flexibilidad: las centrales de ciclo combinado pueden ponerse en marcha en cuestión de minutos, cubriendo instantáneamente las diferencias entre la demanda y la oferta. En un contexto marcado por la explosión del consumo eléctrico, alimentado por sectores en pleno auge como la informática de vanguardia, el transporte eléctrico o la mecanización en las economías emergentes, es importante garantizar la estabilidad de la red a diario. Y es precisamente aquí donde la capacidad de respuesta del gas natural cobra todo su sentido, evitando cortes y suavizando los picos de consumo, especialmente a medida que algunos países intentan integrar energías intermitentes como la eólica y la solar.

Si bien las energías renovables son objeto de numerosos debates, la prioridad absoluta no es la famosa «transición verde», sino la garantía de un suministro ininterrumpido de electricidad y calor. De hecho, muchos Estados han pagado el precio de políticas demasiado centradas en la rapidez de despliegue de las energías renovables, en detrimento de la solidez del sistema energético. El ejemplo de Europa, que en 2022 se enfrentó a una drástica reducción de los suministros de gas ruso, ilustra hasta qué punto la soberanía energética puede verse amenazada si no se diversifican suficientemente los suministros. El aumento del uso de gas natural licuado (GNL) es prueba de ello: para cubrir sus necesidades, algunos países europeos han invertido masivamente en nuevas infraestructuras de importación, a pesar de los elevados costes iniciales. Pero, al final, ha



sido esta flexibilidad logística —el GNL puede transportarse en metaneros a cualquier parte del mundo— la que ha permitido a Europa evitar graves escaseces.

Al mismo tiempo, la energía nuclear conserva sus propias ventajas: una producción estable, concentrada e independiente de las condiciones meteorológicas. En Francia, sigue representando la columna vertebral del suministro eléctrico, con aproximadamente el 70 % de la electricidad producida a partir de la energía atómica. Esta base fiable, aunque poco flexible, constituye un pilar sólido en el que se apoya todo el sistema energético. Es cierto que construir o modernizar una central nuclear requiere una fuerte inversión inicial y varios años de trabajo, pero el rendimiento obtenido y la sostenibilidad de la explotación compensan con creces estas limitaciones para aquellos que se preocupan por abastecer de forma sostenible a una industria, un parque residencial y unas infraestructuras digitales en plena expansión. El gas natural, por su parte, se ajusta de forma complementaria: gracias a su manejabilidad, regula el equilibrio a corto plazo, compensa las paradas programadas o imprevistas de los reactores y responde a los picos de consumo estacionales, como los relacionados con la calefacción durante el invierno.

Desde un punto de vista estrictamente económico, el gas natural se beneficia de una infraestructura ya bien establecida a escala mundial: gasoductos, instalaciones de almacenamiento, terminales de GNL. Todo esto limita en gran medida los costes de ampliación, en comparación con otras tecnologías emergentes que implican empezar de cero. Los Estados Unidos, que han invertido más de 20 000 millones de dólares entre 2020 y 2023 para desarrollar su capacidad de exportación de GNL, ilustran esta estrategia: al aprovechar sus recursos de esquisto, no solo refuerzan su balanza comercial, sino también su peso geopolítico. En cuanto al argumento medioambiental, no se trata, por supuesto, de descartarlo por completo, sino de ponerlo en su justo lugar: el carbón sigue siendo, en muchos países, la principal fuente de contaminación y de fuertes emisiones de CO₂. Sustituir este último por gas natural, que emite aproximadamente un 50 % menos de CO₂ por unidad producida y muchas menos partículas contaminantes, ya supone un claro avance, aunque la prioridad sigue siendo mantener un nivel de energía más que suficiente para satisfacer las necesidades industriales, domésticas y estratégicas.

Por último, la complementariedad entre el gas y la energía nuclear plantea la cuestión de la regulación. Tanto en Estados Unidos como en Europa, los procedimientos de aprobación de nuevos reactores nucleares o terminales de gas pueden resultar largos y complejos, y a menudo ahí es donde se encuentra el principal obstáculo para los proyectos. La reforma de estos marcos reglamentarios, sin renunciar a unas normas técnicas rigurosas, permitiría atraer mejor el capital privado. Este se orienta principalmente hacia soluciones estables y duraderas, ya que la demanda de energía no hará más que crecer con la creciente digitalización de la economía, el aumento demográfico y el desarrollo generalizado del consumo eléctrico.

En este juego mundial, invertir en infraestructuras relacionadas con el gas natural (gasoductos, terminales de GNL, estaciones de compresión, almacenamiento subterráneo) responde a una lógica de rentabilidad y seguridad de los flujos durante varias décadas. Del mismo modo, el renovado interés por la energía nuclear, impulsado por innovaciones como los reactores modulares, se explica sobre todo por la búsqueda de una producción importante y constante, garantizada frente a la inestabilidad de los mercados



internacionales o las presiones políticas externas. Se percibe así que el objetivo no es simplemente participar en una quimera ecológica; por el contrario, se trata de proporcionar las cantidades de energía necesarias para que la máquina económica funcione a pleno rendimiento, para que la industria nacional pueda modernizarse y para que los hogares no sufran cortes de electricidad ni subidas de tarifas insostenibles.

En definitiva, la alianza entre el gas natural y la energía nuclear responde a una necesidad imperiosa que Donald Trump, con su fórmula impactante, no ha hecho más que poner de relieve: garantizar un suministro abundante, resistente e independiente, en el que se basa la prosperidad de todo Estado moderno. Si bien es necesario considerar otras opciones para tener en cuenta posibles avances tecnológicos o medioambientales, no se puede ignorar este dúo ineludible: por un lado, la fuerza tranquila y masiva de la energía nuclear; por otro, la flexibilidad casi instantánea del gas. Sin estos dos pilares, la seguridad energética ya no sería algo garantizado y el crecimiento económico seguiría, para muchos, en la fase de conjuro. Nuestros clientes ya participan en esta inversión estratégica a través de nuestras posiciones « *Energy Abundance* ».



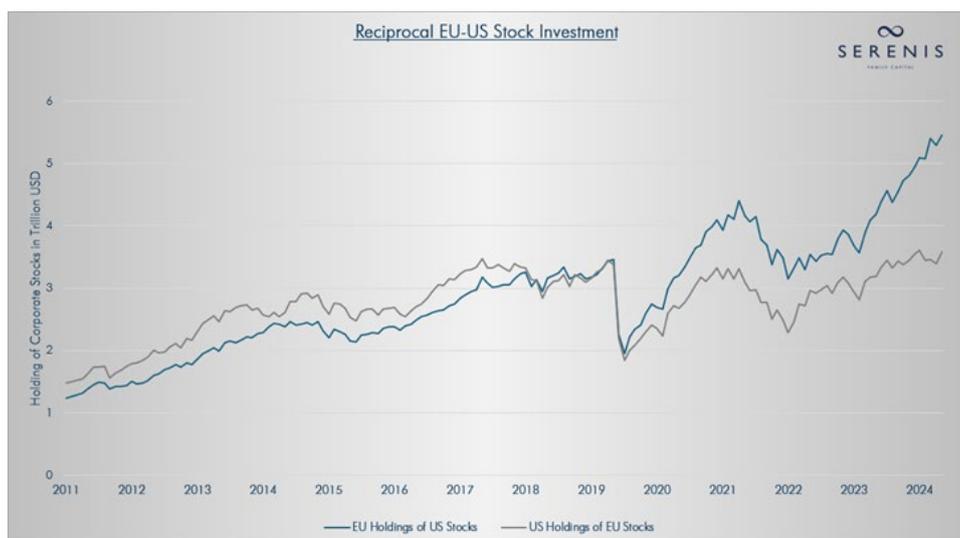
Food for thoughts

Los flujos de capital

La evolución de las bolsas mundiales no siempre está sincronizada en función de los mercados geográficos, los sectores dominantes en los índices o simplemente los efectos de moda. La evolución del S&P500 en comparación con la del EuroStoxx 50 en los últimos 20 años, en cualquier período, da como ganador, y la mayoría de las veces ampliamente, al índice estrella estadounidense. Por supuesto, el sector tecnológico ha contribuido en gran medida a este rendimiento superior, pero no solo.

De hecho, la diferencia de rendimiento se ha acelerado desde 2020, la crisis de la COVID y el creciente, incluso desmesurado, interés por los valores relacionados con las nuevas tecnologías en particular. Desde entonces, ha aparecido un fenómeno nuevo. Se ha producido una divergencia muy importante entre las inversiones europeas en valores americanos en comparación con las inversiones estadounidenses en valores europeos, mientras que, entre 2012 y 2020, existía una fuerte correlación entre las dos curvas.

Por lo tanto, no es de extrañar que se haya producido una aceleración de la rentabilidad superior de los valores estadounidenses en comparación con el ligero aumento de los valores europeos. Sin embargo, quizá estemos viviendo un momento crucial en el que tanto las decisiones políticas de Estados Unidos como los posibles cambios impuestos por la Unión Europea en materia de inversión podrían invertir esta tendencia y, por tanto, ser un fantástico catalizador para las acciones europeas. Desde hace varios meses, estamos observando una repatriación de capital neto procedente de Estados Unidos y esta tendencia se refleja claramente en la diferencia de rentabilidad entre ambos continentes, que ahora favorece al EuroStoxx 50.



Tres gráficos :

En la historia reciente, es decir, desde los años 50, los mercados siempre han experimentado correcciones de dos dígitos. En este gráfico, se muestra un resumen de todas las caídas del S&P 500 del -15 % o más. A pesar de estos 21 eventos, es evidente que el índice estrella estadounidense ha experimentado un aumento constante y relativamente lineal. El tiempo borra las anomalías y el efecto de los intereses compuestos son factores que no deben pasarse por alto.



Los famosos Mag-7, de los que todo el mundo ha oído hablar, han impulsado los mercados al alza en los dos últimos años. Sin embargo, los años no siempre son iguales. De hecho, a finales de marzo, la rentabilidad del Mag-7 desde principios de año era del -12 %, mientras que la rentabilidad de los otros 493 componentes del S&P500 era del +1 %. En general, el índice registró una rentabilidad del -3 %.



Para poner en perspectiva lo que sucedió en marzo en el S&P500, aquí hay un gráfico de rendimiento mensual desde junio de 2022. Vemos que hay que remontarse a septiembre de 2022 para encontrar un mes con un rendimiento tan negativo. El mes de abril se anuncia como el mes deportivo y su vela podría ser aún más importante que la de marzo.





“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