

∞

# S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

## Monthly Markets Chronicle

Octubre 2025

30 | 1995 - 2025  
*Three decades of trust, expertise, and serenity.*

## *El frágil equilibrio de la confianza*

*Octubre estuvo marcado por un avance sostenido de los mercados bursátiles mundiales, impulsado por la tecnología, los valores de crecimiento y un impulso estadounidense que sigue siendo dominante. En un entorno macroeconómico matizado, los inversores prolongaron su exposición al riesgo, alentados por el descenso de los tipos de la Fed y la persistencia de una liquidez abundante. Esta fortaleza se inscribe, sin embargo, en un contexto geopolítico cada vez más tenso: las rivalidades entre Washington y Pekín se intensifican en torno a los metales críticos, los semiconductores y el control de las cadenas industriales, en un marco de recomposición acelerada de las relaciones de poder. La tecnología continúa concentrando los flujos de inversión y encarna el motor central de un ciclo impulsado más por la confianza que por la visibilidad.*

*El mes confirmó la preeminencia de la renta variable en un clima en el que el apetito por el riesgo sigue siendo sólido, a pesar de unos fundamentales desiguales. Al mismo tiempo, el oro superó el umbral histórico de los 4.000 USD por onza, reflejando la creciente tensión entre la búsqueda de rentabilidad y la preservación del capital en un contexto de persistente incertidumbre presupuestaria en Estados Unidos. Este equilibrio delicado, alimentado por la abundancia de liquidez y la fragilidad de las estructuras subyacentes, da forma a un mercado a la vez confiado y vulnerable, donde la serenidad en la gestión y la coherencia en la asignación siguen siendo las claves de una rentabilidad sostenible.*

*En esta edición, nuestro Thinking Forward se detiene en las implicaciones del Genius Act y en la redefinición de las stablecoins dentro de la arquitectura monetaria mundial. También analizamos la burbuja de la inteligencia artificial, cuya retórica pública y mediática se ha suavizado notablemente desde el verano —una evolución que considerábamos necesaria, aunque la rapidez y radicalidad de sus conclusiones sorprenden por su intensidad.*



## Comentarios del mes de octubre

Los mercados bursátiles mundiales prolongaron en octubre la tendencia positiva iniciada el mes anterior. Los inversores ignoraron en gran medida la amenaza de un *shutdown* presupuestario en Estados Unidos, prefiriendo centrarse en la relajación de los tipos de interés, la solidez de los resultados empresariales y las señales de moderación económica. En Estados Unidos, la tendencia alcista sigue firmemente consolidada. Aunque los indicadores del mercado laboral muestran signos de desaceleración y la inflación sigue por encima del objetivo, la Reserva Federal consideró oportuno reducir los tipos en 0,25 puntos porcentuales. Sin embargo, a mediados de octubre se produjo un repunte de las tensiones entre Washington y Pekín, con ambas partes amenazando con nuevas medidas comerciales.

El episodio fue de corta duración y el mercado recuperó rápidamente la calma, cerrando con subidas del +2,3 % y +4,8 % para el S&P 500 y el Nasdaq, respectivamente. En la zona euro, los mercados siguieron esta dinámica global. Algo más de la mitad de las empresas que publicaron sus resultados del tercer trimestre superaron las expectativas ( $\approx 56\%$ ), lo que sugiere un mejor comportamiento de los márgenes de lo previsto.

En el mercado asiático, las trayectorias fueron divergentes. Japón destacó con un incremento del 16,6 % en octubre, su mejor resultado mensual en tres décadas, impulsado por los valores tecnológicos, la debilidad del yen y las expectativas de estímulo tras la llegada al poder de Sanae Takaichi. Por el contrario, en China, el crecimiento se desaceleró (+4,8 % en el tercer trimestre) y las tensiones comerciales con Washington pesaron sobre la confianza.

Para el oro, el mes de octubre fue especialmente volátil. El metal amarillo superó el umbral de los 4.400 USD por onza antes de corregir en la segunda mitad del período, en un contexto de relativa calma en las tensiones geopolíticas. No obstante, registró una subida mensual del 3,7 % y acumula un avance superior al 50 % desde enero, su mejor rendimiento anual desde 1979.

Índices de Acciones	Valor	Mes	2025
S&P 500 (USA)	6 840	2.3%	16.3%
Nasdaq 100 (USA)	25 858	4.8%	23.1%
Euro Stoxx 50 (Europa)	5 662	2.4%	15.6%
SMI (Suiza)	12 235	1.0%	5.5%
Nikkei 225 (Japón)	52 411	16.6%	31.4%
CSI 300 (China)	4 641	0%	17.9%
Monedas	Valor	Mes	2025
EUR/USD	1.154	-1.7%	11.4%
USD/CHF	0.805	1.0%	-11.3%
EUR/CHF	0.928	-0.7%	-1.3%
GBP/USD	1.315	-2.2%	5.1%
USD/JPY	153.990	4.1%	-2.0%
Índices de renta fija	Valor	Mes	2025
Gobierno USA		0.6%	6.0%
US Corporate IG		0.4%	7.3%
US Corporate HY		0.2%	7.4%
Gobierno UE		1.2%	1.00%
UE Corporate IG		0.8%	3.0%
UE Corporate HY		0.1%	4.2%
Otras clases de activos	Valor	Mes	2025
Oro	4 003	3.7%	52.5%
Petróleo	65	-2.9%	-12.8%
Bitcoin	109 428	-4.5%	16.8%
Tasas / Indicadores	Valor	Δ Mes	Δ 2025
Tasa USA 10 años	4.08%	-0.07%	-0.49%
Tasa Alemania 10 años	2.63%	-0.08%	0.27%
Desempleo US	4.3%	0.0%	0.1%
Índice de volatilidad (VIX)	17.4	1.2	0.1



## *Nuestro posicionamiento actual*

En octubre, la Reserva Federal estadounidense continuó su proceso de relajación monetaria, reduciendo los tipos de interés en 25 puntos básicos, en línea con las expectativas del mercado. Esta decisión sitúa los tipos en el 4 %, aunque, como subrayó Jerome Powell en su rueda de prensa, no existe unanimidad respecto a una nueva bajada en diciembre. Algunos miembros de la Fed se inclinan ahora por una pausa, teniendo en cuenta el mantenimiento de un crecimiento económico sólido y una inflación todavía elevada, que se situó en el 3 % en la última publicación. Los banqueros centrales se encuentran así en una encrucijada, divididos entre el deseo de preservar la fortaleza del mercado laboral y el temor de que un repunte del crecimiento reactive las presiones inflacionistas.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) optó por el *statu quo* en su reunión de octubre, manteniendo sus tipos de referencia en el 2,00 %, mientras que la inflación subyacente se situó en el 2,4 %. A nivel mundial, la tendencia general sigue siendo la de un relajamiento de las condiciones financieras, lo que apoyó el avance de los principales índices bursátiles en octubre, con rendimientos regionales comprendidos entre el 1 % y el 4 %.

Ante este contexto, el Comité de Inversión tomó nota de estos acontecimientos y sigue manteniendo una amplia posición de liquidez para aprovechar las oportunidades que puedan surgir. La exposición a renta fija se mantiene sin cambios, con una infraponderación en el segmento *high yield*, justificada por diferenciales históricamente bajos pese a los primeros signos de tensión en el mercado de deuda privada, exemplificados por la muy mediática quiebra de First Brands. En cuanto a la renta variable, la calificación del mercado estadounidense se ha elevado a neutral, impulsada por una excelente temporada de resultados y por la estacionalidad favorable de fin de año, mientras que se mantiene una posición neutral en los mercados europeos y emergentes.

En las estrategias satélite, los temas de “enfoque estratégico” mostraron resultados dispares: los metales preciosos, liderados por la plata (+4 %) y el oro (+3 %), destacaron entre los ganadores, mientras que el Bitcoin retrocedió un 4 % tras su reciente repunte.

El comité también decidió implementar un nuevo tema centrado en el sector energético, fiel a la voluntad de Serenis de anticipar oportunidades infraexplotadas. El sector del gas y del petróleo presenta un potencial atractivo y a menudo subestimado, ofreciendo una descorrelación valiosa frente a la tecnología y rendimientos por dividendo superiores al 8 %, especialmente en las infraestructuras energéticas. Esta nueva inversión se financió mediante una venta parcial de *mid caps* estadounidenses, que, pese a su sólida rentabilidad (+10 % en el año), han tenido dificultades para superar al mercado en general.

Por último, el comité prosiguió su reflexión sobre el tema de los activos estratégicos estadounidenses y ahora contempla ampliar este enfoque a otras regiones desarrolladas: Europa, Japón, Canadá y Australia. En Europa, en particular, la creciente conciencia de la vulnerabilidad derivada de la excesiva dependencia de China, ilustrada por el caso



Nexperia, refuerza esta convicción. Mientras que Estados Unidos ha mostrado claramente su intención de asegurar sus cadenas de suministro estratégicas, este enfoque sigue siendo incipiente en otras regiones. Nuestra propuesta de ampliación del tema se inscribe precisamente en esta lógica.

En este contexto, la diversificación y la selectividad siguen siendo los principios rectores de nuestra estrategia de inversión, garantes de una gestión prudente del riesgo y, al mismo tiempo, de la capacidad para aprovechar las oportunidades que puedan surgir en las próximas semanas.

### *Cartera « Core »*

	% SAA		%TAA
Cash	5%	↗	10.0%
Renta fija	45%	↙	<b>42.5%</b>
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	=	15.0%
High Yield	10%	↙	7.5%
Acciones	50%	↙	<b>47.5%</b>
US markets	30%	↙	27.5%
European markets	15%	=	15.0%
Emerging markets	5%	=	5.0%

### *Inversiones « Strategic focus »*

Temas	%	Desde
<i>Inflation shield</i>		
- Oro	5.00%	29.12.2023
- Plata	0.50%	28.02.2025
- Platino	0.50%	30.05.2025
- Bitcoin	0.25%	31.07.2025
<i>Energy Abundance</i>		
- Uranio	2.00%	29.12.2023
<i>Strategic Security</i>		
- Defensa	2.50%	30.04.2024
<i>American Momentum</i>		
- MidCap US Momentum	2.50%	30.11.2024
<i>USD Debasement</i>		
- Emerging debt	2.50%	30.09.2025
		Balanced USD Portfolio



# *El imperio invisible: cuando el dólar coloniza la blockchain*

«Consideramos necesario que los intercambios internacionales se establezcan sobre una base indiscutible y que no lleven la marca de ningún país en particular»

*Charles de Gaulle, El Elíseo, 4 de febrero de 1965*

Nacidos a raíz del Bitcoin, los stablecoins han alterado el equilibrio del sistema monetario internacional. En pocos años, estos tokens digitales respaldados por el dólar han pasado de ser una mera experimentación marginal para convertirse en actores imprescindibles de los mercados de liquidez globales. Su peso, más de 160.000 millones de dólares en 2025, terminó por convencer a Washington de que había llegado el momento de imponer un marco regulatorio claro. Ese marco es el Genius Act, adoptado en julio de 2025, que marca la primera regulación federal completa de los stablecoins en Estados Unidos.

Los stablecoins han dejado de ser una curiosidad periférica del ecosistema cripto para situarse al nivel de una auténtica infraestructura monetaria y, al hacerlo, contribuyen a redefinir la geografía del poder financiero. Hoy, su éxito depende menos de la ideología que de la utilidad. En el universo de los activos digitales, han facilitado el intercambio, el préstamo y la transferencia; en el mundo institucional, representan un dólar digital respaldado por bonos del Tesoro: inmediatamente móvil, líquido y trazable. Esta doble naturaleza —instrumento de eficiencia y vehículo de confianza— explica su resiliencia ante las crisis recientes y su transición del estatus de moneda “paralela” al de mecanismo central de una nueva arquitectura financiera.

Su ascenso prolonga el privilegio del dólar estadounidense al tiempo que prepara la siguiente iteración del orden monetario ya en marcha. Al permitir que un comerciante africano, un inversor latinoamericano o un empresario asiático utilicen dólares sin recurrir a los sistemas bancarios tradicionales, los stablecoins amplían la esfera de influencia estadounidense en un mundo cada vez más fragmentado. Cada token emitido, respaldado por deuda pública, alimenta una demanda estructural de bonos del Tesoro; en otras palabras, estos instrumentos exportan el dólar y financian parte de su déficit. La paradoja es evidente: nacidos de una rebeldía —o al menos de una contestación— frente a las divisas fiduciarias, se han convertido en vehículos de eficiencia que permiten a la llamada “finanza descentralizada” contribuir a la perpetuación de un orden establecido que, sin embargo, muestra signos de fragilidad: el del Tesoro estadounidense.

Para comprender este giro, hay que volver al origen del movimiento. Tras la crisis de 2008, la confianza en las monedas tradicionales se erosionó ante la creación monetaria ilimitada llevada a cabo por los bancos centrales. El Bitcoin, nacido en 2009, proponía una alternativa digital, escasa e independiente del poder político. Sin embargo, su extrema volatilidad limitó su adopción. Para paliar esa inestabilidad surgió una nueva generación de activos digitales: los stablecoins, concebidos para reproducir la estabilidad del dólar dentro del universo descentralizado de la blockchain.



Rápidamente se impusieron dos modelos: los stablecoins respaldados por reservas reales y los llamados “algorítmicos”, cuya valoración depende de un mecanismo automático de creación y destrucción. Tras varios colapsos sonados, en particular el de TerraUSD en 2022, solo el primer modelo logró sobrevivir. Actores como Tether (USDT) y Circle (USDC) cimentaron su éxito sobre una promesa sencilla: cada token emitido está garantizado por un dólar en reserva, invertido mayoritariamente en bonos del Tesoro estadounidense.

Este modelo, a la vez seguro y rentable, se desarrolló durante años en un vacío regulatorio. Antes de 2025, la supervisión de los stablecoins dependía de los estados federados, con Nueva York a la cabeza, pero no existía un marco federal. Mientras tanto, los emisores acumulaban ingresos considerables gracias a los rendimientos de sus reservas, sin remunerar a los usuarios. En la práctica, los stablecoins ya funcionaban como quasi bancos, pero sin las exigencias prudenciales impuestas a las entidades financieras tradicionales.

El Genius Act pone fin a esta ambigüedad. Al establecer normas estrictas sobre la composición de las reservas, la transparencia y la gobernanza, la ley regula ahora la creación y la circulación de estas monedas privadas. Exige que las reservas se mantengan en efectivo, depósitos o bonos del Tesoro, prohíbe el pago de intereses y obliga a la segregación de los fondos en beneficio de los clientes. La supervisión se confía al Departamento del Tesoro y a la Office of the Comptroller of the Currency (OCC), lo que marca la entrada oficial de los stablecoins en el perímetro regulatorio del sistema financiero estadounidense.

Más allá del cumplimiento normativo, el Genius Act refleja una toma de conciencia estratégica: los stablecoins se han consolidado como un componente esencial de la arquitectura monetaria mundial, con capacidad para influir en los tipos de interés a corto plazo, los flujos de capitales y el acceso al dólar en numerosos países. Al regular este sector, Washington no se limita a controlarlo; pretende domesticarlo y convertirlo en un instrumento de su poder financiero. Estados Unidos acaba de abrir así un nuevo capítulo de la rivalidad monetaria global: aquel en el que la estabilidad del dólar también se juega en la blockchain.

Este cambio de paradigma responde asimismo a una decisión política explícita. Tras años de prudencia, Washington ha optado por organizar y regular en lugar de marginar: un marco federal que convierte a los stablecoins de instrumentos “tolerados” en activos plenamente reconocidos dentro del arsenal monetario estadounidense. Más allá de la técnica, es una declaración de liderazgo: Estados Unidos pretende imponer un estándar en el que la moneda digital mundial siga estando respaldada por el dólar. En una era de rivalidades sistémicas, yuan digital, experimentos de los bancos centrales, fragmentación de los pagos, la estrategia es clara: garantizar una demanda estructural de bonos del Tesoro y anclar el dólar como referencia del comercio digital, sin recurrir a una moneda fiduciaria digital federal políticamente sensible.

En este proceso, el Genius Act desempeña un papel clave. Al establecer un marco federal para los stablecoins de pago, reservas íntegras y segregadas en activos líquidos de alta calidad, derecho de reembolso a la vista, obligaciones recurrentes de transparencia,



exigencias estrictas de cumplimiento financiero y una supervisión clarificada según el estatuto del emisor, la ley busca “onshorizar” la actividad, reducir la prima de riesgo regulatorio y fomentar estándares de auditoría y gobernanza compatibles con los mercados monetarios estadounidenses.

Sus consecuencias son dobles: por un lado, profesionaliza el sector, acelera la consolidación en beneficio de los actores más transparentes y refuerza la demanda estructural de bonos del Tesoro; por otro, desplaza el centro de gravedad hacia las instituciones reguladas (bancos, proveedores de servicios de pago), amplía la huella del dólar programable en el comercio internacional y obliga a las autoridades a repensar los mecanismos de protección destinados a limitar la amplificación de los ciclos durante episodios de tensión. Para los socios extranjeros, el reto es evidente: adaptarse a una dolarización privada más rápida, ahora respaldada por un estándar jurídico estadounidense.

La estrategia de la administración Trump se inscribe en esta lógica de afirmación industrial y financiera. El hilo conductor de “America First”, retorno del proteccionismo, presión sobre las cadenas de suministro, voluntad de relocalización, confiere coherencia a la ambición de redefinir los estándares internacionales en beneficio de Estados Unidos. En este contexto, apoyar un ecosistema de stablecoins respaldados por deuda pública equivale a asegurar cuotas de mercado monetario al tiempo que se fortalece la base doméstica de financiación. La misma lógica impregna, en otros sectores, la crítica a las dependencias tecnológicas y la defensa de una soberanía productiva, incluso al precio de una segunda guerra comercial que reconfigura los incentivos del aparato industrial.

Queda por medir el alcance económico real de esta arquitectura. A corto plazo, el efecto es favorable al Tesoro: el respaldo de las reservas con T-bills crea un comprador estructural y mejora la liquidez de los vencimientos cortos. A medio plazo, instaura una capa de financiación programable que facilita los pagos internacionales y refuerza, de facto, la extraterritorialidad funcional del dólar. A largo plazo, sin embargo, reaparecen las contradicciones: cuanto más se consolidan los stablecoins como infraestructura universal, más abren la puerta a una pluralidad monetaria que podría atenuar, potencialmente, la hegemonía estadounidense. Estados Unidos conserva la ventaja estratégica —tamaño de los mercados, profundidad del capital, capacidad de integrar la innovación en los objetivos de poder—, pero debe adaptar continuamente sus instrumentos para preservar el papel central del dólar en la era digital.

Los mecanismos de protección adquieren aún mayor relevancia porque los riesgos no son teóricos. La regulación puede cambiar de rumbo, una concentración excesiva del mercado expone a choques imprevisibles, la adopción fuera del ámbito cripto sigue siendo una apuesta incierta y la competencia de las monedas digitales públicas puede reducir el espacio de las soluciones privadas. Sobre todo, el vínculo masivo con los bonos del Tesoro conecta el destino de los stablecoins con la sostenibilidad de la deuda estadounidense: este anclaje es una fortaleza en tiempos de estabilidad, liquidez, transparencia, estandarización, y un talón de Aquiles si resurgen las dudas sobre la trayectoria fiscal. En otras palabras, el



instrumento que hoy facilita la financiación podría, mañana, amplificar las dudas si la euforia empezara a resquebrajarse.

Más allá de la financiación del déficit, la innovación reside en la redefinición de los balances. Al hacer que los flujos sean más trazables y al imponer una disciplina de transparencia tanto a los pagos públicos como privados, los stablecoins reconfiguran la gobernanza financiera pública y privada. Donde antes prosperaban la opacidad de las transferencias fuera de balance y la discreción de los circuitos paralelos, la moneda programable introduce una contabilidad en tiempo real. Esta visibilidad no es políticamente neutra: reduce los márgenes de maniobra discretionales de los Estados, desplaza el poder de los bancos tradicionales, cuyo papel de intermediario exclusivo se erosiona, y abre la vía a una “demolición controlada” de segmentos de balance saturados de activos depreciados, otorgando a los depositantes un estatus de acreedores mejor protegidos que en los esquemas clásicos de garantía de depósitos.

Este relato gana densidad al recordar algunos hitos. El 23 de octubre de 2019, Mark Zuckerberg, durante su comparecencia ante el Congreso sobre el proyecto Libra, advirtió que, si Estados Unidos no innovaba, su liderazgo financiero no estaba garantizado: una advertencia que convirtió una iniciativa privada en un asunto estratégico nacional. En mayo de 2022, el colapso de TerraUSD puso de manifiesto las ilusiones de los algoritmos sin respaldo de activos y estableció, por contraste, la norma de una cobertura total en efectivo y T-bills. El 7 de agosto de 2023, la llegada de PayPal con PYUSD marcó la entrada de los grandes canales de pago en el terreno de la moneda programable, legitimando el uso de los stablecoins más allá del ámbito cripto. Tres fechas, tres significados: la alerta estratégica, la lección de prudencia y la validación industrial.

Para el inversor a largo plazo, la lectura debe ser bifocal. Por un lado, reconocer la oportunidad: una demanda estructural, una exposición indirecta pero potente a la liquidez de los T-bills, un puente hacia protocolos capaces de generar ingresos recurrentes y la emergencia de un estándar de pago potencialmente imprescindible. Por otro, integrar la cara oscura: incertidumbre regulatoria, concentración de los emisores, posible lentitud en la adopción por la economía real, competencia entre monedas digitales de bancos centrales (CBDC) y, en segundo plano, una interdependencia creciente con la trayectoria fiscal estadounidense.

En este punto intermedio, la mejor estrategia no es ni la adhesión ciega ni la desconfianza reflejo, sino una exposición disciplinada a las infraestructuras, custodia, cumplimiento normativo, tokenización, pagos, donde el valor sobrevivirá a los ciclos.

En el fondo, el desafío trasciende a las criptomonedas: se trata de saber quién definirá los estándares de la moneda programable y, por extensión, quién captará la renta de red que estos generan. Estados Unidos dispone de ventajas estructurales y de una voluntad política renovada para inscribir dichos estándares en la órbita del dólar. Los stablecoins prolongan la hegemonía estadounidense a corto plazo y ya redibujan sus fronteras.

La conclusión puede resumirse en una fórmula: si Internet fue el protocolo de la información, los stablecoins podrían estar a punto de convertirse en el protocolo del dólar.



Pero este escenario no está escrito de antemano. Otras arquitecturas monetarias, públicas, regionales o híbridas podrían aún imponerse, fragmentando el panorama en lugar de unificarlo. Entre la consolidación hegemónica y la emergencia de ecosistemas competidores, la próxima década revelará si la moneda programable será el vector de un imperio duradero... o el laboratorio de un pluralismo monetario inédito.

Quienes definan sus reglas no solo escribirán el futuro de las criptomonedas; también pasarán la factura, la propia y la ajena, en la economía fracturada que se avecina.



## *Food for thoughts*

Hemos sido relativamente escépticos con respecto a la narrativa de la "IA" y a las limitaciones que a menudo se pasan por alto en nuestras publicaciones anteriores. Sin embargo, en las últimas semanas hemos observado un cambio de tono notable, incluso entre los propios actores del sector, que han comenzado a destacar varios signos de preocupación. Somos usuarios intensivos de varios modelos: bien utilizados, representan una herramienta brillante y de bajo coste; mal integrados, se convierten en una pérdida de tiempo considerable. En este contexto, retomamos la cuestión central: ¿vive hoy la inteligencia artificial una burbuja o una fase transitoria de hiper-inversión?

El consenso dominante se inclina claramente hacia la primera opción. Los síntomas son conocidos: valoraciones extremas, exceso de inversión en centros de datos, concentración del capital en unos pocos grupos y flujos financieros circulares. Los ingresos declarados crecen mucho más rápido que la demanda real. Una parte importante de este crecimiento procede de mecanismos internos: ventas cruzadas entre socios, créditos de uso ofrecidos o prepagados contabilizados como ingresos antes de su consumo efectivo. Estos "ingresos anticipados" alimentan la ilusión de una adopción exponencial cuando, en realidad, el uso avanza lentamente. En nuestra opinión, los analistas del sector no cuestionan lo suficiente estos efectos contables, una debilidad que volvió a evidenciarse en los resultados del tercer trimestre, comentados ampliamente sin los ajustes pertinentes.

El carácter autorreferencial del ecosistema refuerza esta impresión de autosuficiencia: OpenAI vende suscripciones a pérdida subvencionadas por Microsoft; Nvidia invierte en sus propios clientes mediante garantías cruzadas; Amazon y Google financian a sus competidores a condición de que utilicen exclusivamente sus nubes. El capital gira sobre sí mismo, generando más valoración que valor.

Y, sin embargo, aunque la lógica de burbuja es evidente, la idea de un estallido inminente no resulta convincente. En primer lugar, porque los actores implicados han contado hasta ahora con balances de una solidez excepcional. Microsoft, Google, Amazon y Nvidia disponían conjuntamente de más de 400 000 millones de dólares en efectivo, a menudo aparcados a la espera de inversiones productivas. Estas reservas colosales les han permitido financiar el ciclo con recursos propios, sin depender del crédito externo.

Pero recientemente observamos un cambio: estas empresas han comenzado a acudir al mercado de bonos para prolongar su esfuerzo inversor, señal de que la fase de autofinanciación podría estar llegando a su límite. En segundo lugar, la sofisticación contable y financiera desempeña un papel estabilizador. Nvidia garantiza los préstamos de CoreWeave, que revende a OpenAI capacidad de cálculo que Nvidia se compromete a recomprar en caso de infrautilización. OpenAI incluso, ¿torpemente?, dejó entrever ante la administración estadounidense la posibilidad de mecanismos de respaldo financiero, aún sin un marco formalizado. Incluso la ampliación artificial de la vida útil de los GPU, de cuatro a seis años, forma parte de esta ingeniería de equilibrio, al enmascarar



temporalmente la depreciación acelerada de los activos. Estas estructuras no crean riqueza, pero aplazan el momento de la verdad contable.

Por último, la dimensión política ancla de forma duradera esta dinámica. La IA ya no es un sector de innovación: se ha convertido en una infraestructura estratégica. Tanto Estados Unidos como China la consideran un pilar de su soberanía tecnológica y energética. Subvenciones, créditos fiscales, contratos públicos y apoyo diplomático legitiman esta huida hacia adelante. Mientras persista el relato de una “competencia existencial” entre bloques, el capital privado sabe que goza de una protección implícita.

En definitiva, sería reduccionista ver en esta efervescencia un simple exceso especulativo. Se trata de una burbuja consciente de sí misma, financiada por balances excedentarios, sostenida por la ingeniería financiera y respaldada por el poder público. El riesgo de ajuste persiste, pero un colapso repentino parece improbable mientras estos tres factores liquidez, creatividad contable y apoyo político sigan alineados. Ya no estamos ante un ciclo de inversión tradicional: vivimos un régimen de abundancia controlada, en el que la fe y el capital continúan, por ahora, reforzándose mutuamente.



## Tres gráficos

El estancamiento político que sacude a Francia desde hace varios meses parece haber dejado indemne a la Bolsa: el CAC 40 se sitúa apenas un 2 % por debajo de su récord histórico. ¿Debe concluirse que las crisis políticas no tienen ningún impacto en los mercados financieros? Al observarlo más de cerca, se



constata que el mercado de bonos, a diferencia del de acciones, sí ha reaccionado a los acontecimientos recientes. Por primera vez desde la creación del euro, los tipos de interés franceses a diez años superan a los de Italia. Bajo el liderazgo de Giorgia Meloni, Italia ha logrado saneado sus cuentas públicas de forma notable y constante, reduciendo su déficit presupuestario del -8 % en 2023 al -2,9 % en 2025. Al mismo tiempo, la situación de Francia se ha deteriorado, con un déficit que ha pasado del -5 % al -5,8 %.

La historia nunca se repite exactamente, pero a menudo rima. Esta máxima atribuida a Mark Twain encuentra un eco particular en Wall Street: el rendimiento del S&P 500 bajo el segundo mandato de Trump sigue casi al pie de la letra el mismo patrón que en el primero, con un aumento idéntico del 13 %



entre 2016 y finales de 2017. El año 2018, sin embargo, estuvo marcado por una fuerte volatilidad, consecuencia de un endurecimiento monetario que los inversores consideraron demasiado rápido. ¿Será, quizás, para evitar un escenario similar que Trump ejerce hoy una presión creciente sobre la Reserva Federal para que reduzca los tipos de interés? Habrá que ver si, una vez más, la historia decide rimar... o repetirse



La llegada al poder de Milei en noviembre de 2023 coincidió con un ascenso espectacular de la bolsa argentina (MERVAL), que subió un 367 % en moneda local (+150 % en USD) en tan solo unos meses. Los mercados financieros, que suelen anticipar la evolución económica con entre seis y nueve meses de antelación, no se equivocaron: Argentina experimentó una notable recuperación del crecimiento entre septiembre de 2024 y junio de 2025. Sin embargo, el año bursátil 2025 fue mucho más desigual, debido en gran parte a las encuestas desfavorables para Milei antes de las elecciones legislativas de octubre de 2025, que pronosticaban un revés para su partido (*La Libertad Avanza*). La realidad, sin embargo, fue muy distinta: Milei obtuvo una victoria rotunda, desmintiendo una vez más los pronósticos, lo que impulsó al Merval a registrar una subida excepcional del +85 % en solo unos días.





*“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 08 40

[info@serenis.ch](mailto:info@serenis.ch)

[www.serenis.ch](http://www.serenis.ch)