



# S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

## Monthly Markets Chronicle

Diciembre 2025



1995 - 2025

*Three decades of trust, expertise, and serenity.*

## El ocaso de la fluidez, el amanecer de la escasez

2025 impone con claridad una realidad que los mercados habían diferido durante demasiado tiempo: lo real ha retomado el paso sobre lo abstracto. Este giro se tradujo en una jerarquía de rendimientos sin ambigüedad. Los metales preciosos dominaron, impulsados en particular por la plata (+147 %), mientras que la defensa europea se afirmó como uno de los pocos vectores estructurales de rendimiento (+75 %). Por el contrario, los valores de consumo se situaron en claro retroceso, señal de un régimen en el que la restricción de costes, la energía y la soberanía pesan más que la simple continuidad de la demanda.

En este entorno de transición, nuestro comité de inversión privilegia una prudencia asumida sobre los activos de riesgo, manteniendo un nivel de liquidez destinado a captar oportunidades tácticas durante las fases de dislocación. La asignación a las estrategias satélite permanece cercana a su techo del 25 %, reflejando una voluntad afirmada de diversificación y de búsqueda de motores de rendimiento menos dependientes de los grandes índices.

Nuestro *Thinking Forward* se concentra en el riesgo central del periodo: la tentación, para las economías contemporáneas, de restaurar un orden monetario y financiero cuyas condiciones de coherencia han desaparecido. La moneda se repolitiza y vuelve a ser un instrumento de poder. Las restricciones energéticas ralentizan el despliegue a gran escala de las tecnologías más prometedoras. Los bloques geopolíticos, por último, se organizan en torno a cadenas críticas y capacidades industriales, en un contexto de cuellos de botella estratégicos ya recurrentes.

Desde hace casi tres años, anticipamos esta inflexión, que se lee como la entrada en una era de Escasez Estratégica. La ruptura del ratio S&P 500 / oro respecto de sus referencias de largo plazo ofrece una lectura particularmente esclarecedora: la erosión progresiva de la prima de confianza históricamente concedida a los activos inmateriales y a las promesas de crecimiento desincarnado.

La era de la fluidez y de la abundancia relativa alcanza su límite. Se abre la de la materialidad soberana, una fase en la que la creación de alfa reposará más en los metales críticos, las infraestructuras vitales y los resortes del *hard power* que en la exposición pasiva a los grandes índices. Reconocer este cambio de régimen y adaptarse a él se convierte a la vez en una virtud de gestión y en una condición de solidez. Esto permite avanzar con serenidad, arbitrar sin precipitación y permanecer alineado con lo real.

Buena lectura, y reciban nuestros mejores deseos para este nuevo año.



## *El año 2025 en cifras*

El año 2025 fue particularmente favorable para los patrimonios, respaldado por rendimientos positivos en la mayoría de las clases de activos. La rápida disipación de las incertidumbres relacionadas con los aranceles comerciales de la primavera, junto con la aceleración del tema de la inteligencia artificial, contribuyó a crear un entorno de mercado favorable. En este contexto, el S&P 500 encadenó siete meses consecutivos de subidas a partir de mayo, cerrando el año con una rentabilidad del +16%, aunque fue superado por Europa (Euro Stoxx 50: +18%) y, sobre todo, por los mercados emergentes (+30%).

Los metales preciosos se consolidaron como los grandes ganadores del año, beneficiándose de un entorno geopolítico tenso, de la depreciación del dólar estadounidense (-10%) y de las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad de las deudas públicas. La plata (+147%) y el platino (+127%) registraron rendimientos excepcionales, seguidos por el oro (+60%). Asimismo, los semiconductores (+85%), la banca europea (+80%) y el sector de defensa en Europa (+75%) figuraron entre los mejores desempeños de 2025.

Por el contrario, la dispersión de los rendimientos se mantuvo elevada. El petróleo (WTI) cayó un -25%, reflejando la heterogeneidad del segmento de las materias primas. Los sectores defensivos estadounidenses, en particular los Consumer Staples de EE. UU., se mantuvieron prácticamente estancados (-1%), mientras que algunas grandes capitalizaciones europeas sufrieron fuertes correcciones, en especial Pernod Ricard (-33%) y Novo Nordisk (-49%). Por último, el Bitcoin, a pesar de haber alcanzado un máximo cercano a los 120.000 USD a lo largo del año, presenta una rentabilidad final más contrastada.

Top 5 – Performances 2025	
Activos / Sector	Perf
Plata	+147%
Platino	+127%
Semiconductores	+85%
Bancos europeos	+80%
Defensa europea	+75%

Bottom 5 – Performances 2025	
Activos / Sector	Perf
Novo Nordisk	-49%
Pernod Ricard	-33%
Petróleo (WTI)	-25%
Bitcoin	-6%
USD	-10%



## *Nuestro posicionamiento actual*

El mes de diciembre estuvo marcado por el regreso de las estadísticas económicas estadounidenses, tras el cierre gubernamental más prolongado de la historia reciente. Los inversores centraron entonces su atención en el mercado laboral para recalibrar sus expectativas de política monetaria. Los datos publicados fueron dispares: octubre mostró una destrucción neta de más de 100.000 empleos, mientras que noviembre registró un repunte de 64.000 creaciones. Analizando con mayor detalle, la mayor parte del ajuste procede del sector público, con aproximadamente 172.000 puestos federales eliminados. El diagnóstico, no obstante, sigue siendo el mismo: el mercado laboral se enfría, pero no se desintegra. Esta dinámica es coherente con el aumento progresivo de la tasa de desempleo hasta el 4,6 %, muy por encima del mínimo del 3,4 % alcanzado en abril de 2023.

En este contexto, la Fed realizó en diciembre una última bajada de tipos para 2025, al tiempo que señaló que no deseaba acelerar más el proceso de relajación monetaria. Las expectativas implícitas del mercado apuntan ahora a dos recortes adicionales en 2026, a un ritmo moderado. El año concluyó con la segunda estimación del PIB estadounidense del tercer trimestre, que confirma un claro repunte de la actividad: el crecimiento se sitúa en el 4,3 %, impulsado por un consumo de los hogares sólido, con un aumento del 3,5 %. Lejos de debilitarse, el consumidor estadounidense absorbe por ahora el impacto arancelario, lo que constituye una señal alentadora para 2026. Paralelamente, la inflación continúa normalizándose en torno al 2,6 %, situando a la economía en un escenario de tipo "Goldilocks": crecimiento positivo sin sobrecalentamiento e inflación en desaceleración, lo que reduce el riesgo de recesión a corto plazo.

Este entorno macroeconómico sigue siendo favorable para los activos de riesgo. Las principales bolsas mundiales registraron así rentabilidades de dos dígitos a lo largo de 2025, aunque sin un verdadero "rally de Santa Claus" en diciembre. El S&P 500 cerró el mes prácticamente estable, con un ligero retroceso del 0,05 %, mientras que los índices europeos avanzaron alrededor de un 2 %. En el segmento de renta fija, el cierre de año fue más complicado: el repunte de los tipos largos pesó sobre los precios y provocó un modesto retroceso de los principales índices.

Ante este contexto, el comité de inversión optó por mantener una exposición globalmente neutra a los activos de riesgo, consciente de que las valoraciones elevadas aumentan mecánicamente el riesgo de tomas de beneficios. El posicionamiento en renta fija permanece sin cambios: el segmento high yield sigue infraponderado, con diferenciales en niveles históricamente comprimidos, mientras comienzan a aparecer los primeros signos de tensión en la deuda privada no cotizada.

Se mantiene una posición de liquidez para poder intervenir rápidamente en caso de correcciones y aprovechar puntos de entrada más atractivos.



Las estrategias satélite, por su parte, cerraron el año con una nota muy positiva. Los metales preciosos vuelven a destacar: la plata sube un 25 %, el platino un 22 % y el oro un 2 %, mientras que el uranio físico se aprecia un 7 % al calor del renovado interés por la energía nuclear. El tema de la defensa también muestra un buen comportamiento, con una rentabilidad media cercana al 5 %. Por el contrario, el Bitcoin volvió a actuar como elemento disruptivo, con una caída del 4 % en el mes, aunque el comité decidió, tras debate, mantener esta exposición marginal.

Se propusieron nuevos temas para ampliar el perímetro satélite, en particular la robótica y la value japonesa, que podrían beneficiarse de la normalización progresiva de los tipos de interés en Japón. El comité se pronunciará el próximo mes sobre su posible inclusión. Cerramos así 2025 con una cartera satélite cercana a su techo del 25 %, reflejo de una clara voluntad de diversificación frente a un mundo en rápida recomposición. En 2026, la gestión del riesgo deberá estar a la altura de la volatilidad potencial de los desarrollos geopolíticos.

### *Cartera « Core »*

	% SAA		%TAA
Cash	5%	↗	<b>7.5%</b>
Obligations	45%	✓	<b>42.5%</b>
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	=	15.0%
High Yield	10%	✓	7.5%
Actions	50%	=	<b>50%</b>
US markets	30%	=	30%
European markets	15%	=	15.0%
Emerging markets	5%	=	5%

Balanced USD Portfolio

### *Cartera « Satellite »*

Issue Name	Weight
<b>Inflation Shield</b>	
Gold	5,00%
Silver	0,50%
Platinum	0,50%
Bitcoin	0,20%
<b>Re-Care-Nation</b>	
Biotech Sector	1,00%
Health Care Sector	1,50%
<b>Strategic Ressources</b>	
Uranium	1,50%
Oil/Gas Exploitation & Production	0,60%
Energy Infrastructure	0,60%
Critical material	0,80%
<b>Strategic Security</b>	
Defense (DFNS)	1,00%
Defense (NATO)	1,00%
Quantum Computing	0,50%
<b>US &amp; Friends</b>	
Latin American Market	1,25%
Swiss Market	1,25%
<b>USD Debasement</b>	
Emerging Debt	2,50%



## *Thinking Forward : Neomercantilismo 2.0*

*« El futuro ya no es lo que era »*

*Paul Valéry, Regards sur le monde actuel, (1931)*

El 28 de abril de 1925, Winston Churchill, entonces canciller del Exchequer, anunció ante la Cámara de los Comunes el retorno de Gran Bretaña al patrón oro, al tipo de cambio de preguerra. Para la élite financiera de la City, el gesto no tenía nada de audaz: era una restauración. Se volvía a un orden considerado natural, el de un siglo XIX en el que la libra esterlina y el libre comercio británico constituían la columna vertebral del mundo. Se volvía a pegar la moneda al mundo de ayer, como si un simple ajuste técnico bastara para restaurar el régimen que le había dado coherencia.

Sin embargo, el terreno ya se había desplazado. El poder ya no residía principalmente en la disciplina monetaria, sino en una densidad industrial y energética que crecía al otro lado del Atlántico, más robusta y más adaptable a los flujos materiales del nuevo siglo. Este cambio no adoptó la forma de un choque nítido. Se pareció más a una sucesión de acontecimientos “independientes”: desplazamientos de las reservas de oro, el ascenso del petróleo frente al carbón, una brecha creciente en la capacidad productiva. Hubo que esperar a la crisis de 1929 y luego a un nuevo conflicto mundial para que la evidencia se impusiera. El régimen y el centro del poder mundial habían cambiado desde hacía tiempo.

La identificación de un cambio de régimen suele escapar a quienes lo viven, porque lo reducen a una serie de ajustes técnicos. Se modifican parámetros y se cambian reglas pensando que el sistema sigue siendo reparable, simplemente porque las instituciones y el vocabulario habituales persisten. Esto fomenta centrarse en el mantenimiento de una mecánica cuya naturaleza ya ha cambiado, en lugar de comprender la nueva. Ese es exactamente el riesgo que nos acecha: avanzar por inercia en un mundo regido por nuevos principios, razonando aún con los antiguos. Seguir creyendo que la fluidez es la norma, que el comercio es neutral, que la moneda está separada de la política, que las cadenas de suministro son solo una cuestión de costes. En otras palabras, adaptarse en la superficie mientras se permanece inmóvil en lo profundo.

La economía mundial entra en una fase de inflexión del mismo orden. Los pilares de la ortodoxia de los últimos cuarenta años —el banco central elevado a doctrina, la disciplina fiscal presentada como prueba de seriedad, la primacía del libre comercio, las cadenas globales optimizadas— se debilitan ante una realidad simple: la política y la geopolítica han regresado.

Habían sido mantenidas a distancia por un paréntesis de estabilidad relativa, de energía abundante y por la idea de que un mundo más interconectado produciría mecánicamente cooperación. Ese paréntesis se cierra. El sistema ya no busca solo preservar un equilibrio de mercado presentado como neutral. Busca pilotar el poder bajo restricción: seguridad, continuidad industrial, estabilidad social, rivalidad entre bloques. El Estado vuelve a ser estrategia y alinea presupuesto, comercio, industria y regulación dentro de una misma gramática.



El ejemplo estadounidense es explícito. Los aranceles ya no son una anomalía: estructuran un marco y señalan una preferencia. Los programas de relocalización y de apoyo público no buscan únicamente corregir “imperfecciones”. Pretenden reorganizar la base productiva y reducir dependencias consideradas críticas. Mucho antes, pero en la misma lógica, la Inflation Reduction Act actúa como un imán que incentiva a las empresas a aumentar su presencia en Estados Unidos. Los controles tecnológicos a la exportación ofrecen otra ilustración: no se trata solo de un “sí/no” sobre un producto. Es una dirección fina mediante licencias, excepciones, normas extraterritoriales y la segmentación de las cadenas de valor. El objetivo implícito no es necesariamente frenar a un rival de golpe, sino ralentizarlo, canalizarlo y preservar la ventaja de la coalición que controla los segmentos escasos. El poder ya no consiste solo en producir. Consiste en controlar los cuellos de botella, decidir cuáles permanecen abiertos, cuáles deben seguir siendo estrechos y cuáles se vuelven negociables.

El sector tecnológico nos devuelve al punto más material: la energía. Dos siglos de crecimiento se apoyaron ante todo en una energía abundante y barata. La productividad fue a menudo el derivado de esa abundancia, más que su causa. Cuando la energía vuelve a ser una restricción, muchos relatos se vacían, porque confunden promesa y poder. La novedad de nuestra época es la convergencia de varias tendencias: rivalidad estratégica, reindustrialización, endurecimiento de las restricciones energéticas, mayor rigor regulatorio y fragilidad de las cadenas.

En este contexto, la inteligencia artificial puede verse como un revelador. Concentra en un solo objeto las limitaciones de nuestro tiempo: necesidad de electricidad gestionable, financiación masiva, redes saturadas, transformadores escasos, dependencia de metales y equipos especializados, arbitrajes de localización y desafíos de control tecnológico. Demuestra que lo digital no escapa a lo real: una economía puede soñar con algoritmos, pero termina negociando megavatios, líneas, emplazamientos, agua y procesadores.

Esta materialidad reconfigura el papel de las autoridades monetarias. La idea de un banco central totalmente separado de los imperativos de seguridad y reindustrialización se vuelve difícil de sostener, al igual que la de un mundo que mantiene una libertad de movimiento del capital sin restricciones. Un mundo de rearme, de transición energética y de rivalidad entre bloques es un mundo de arbitrajes distributivos y, por tanto, de tentaciones de control y orientación del capital. La moneda vuelve a ser política porque debe financiar activos cuyo rendimiento estratégico puede prevalecer sobre el rendimiento financiero inmediato.

Europa, en este contexto, debe evolucionar con rapidez. Su palanca histórica sigue siendo el acceso a su mercado a través de la norma. Cuando impone estándares de seguridad, medioambiente o cumplimiento, puede dictar condiciones de fabricación a escala mundial. Es un poder real: el de la especificación técnica. Pero la época impone una matización severa: el poder normativo no sustituye a la coerción material. Una defensa y una fuerza creíble descansan sobre una base industrial: existencias, ritmo de producción y capacidad de sostener un esfuerzo prolongado. Sin ello, Europa puede fijar reglas, pero nunca podrá hacerlas cumplir.



En paralelo, China afina una estrategia que busca menos la autarquía que la palanca discreta. Refuerza y afirma de manera más explícita el control de ciertos segmentos difíciles de sustituir a corto plazo: materiales, procesos, refinado y componentes. El reciente ejemplo del uso de su cuasi monopolio de las tierras raras demuestra su capacidad para inyectar riesgo operativo en las cadenas adversarias en los puntos adecuados. También prueba que la globalización “cooperativa” al estilo chino no era en absoluto tan inocente para quienes creyeron en ella sin espíritu crítico.

Resulta evidente que, en este nuevo régimen, la optimización importará menos que la robustez, y el beneficio a corto plazo menos que el poder a largo plazo. Los activos más importantes serán aquellos que determinan la infraestructura del poder: redes energéticas, equipos de red, metales y procesos críticos, capacidades de refinado, defensa y componentes industriales.

Para el inversor global, la conclusión es menos una convicción que una disciplina. En un mundo en el que “el futuro ya no es lo que era”, el principal riesgo es seguir aplicando, por reflejo, los principios de un régimen que se desvanece: la fluidez como norma, la neutralidad de las reglas, la estabilidad como dato adquirido. No se trata de renegar de las herramientas del pasado, sino de negarse a seguirlas ciegamente cuando el centro de gravedad cambia. La geopolítica ya no es un decorado: se inscribe en el coste del capital, en el acceso a los insumos y en la visibilidad de los flujos de caja. El reto pasa a ser asignar con lucidez, privilegiando la continuidad frente a la optimización pura, la materialidad frente a la promesa y la resiliencia frente a la perfección teórica. Invertir hoy es asumir que el régimen ha cambiado y que la realidad ha vuelto.



## El gráfico que lo dice todo

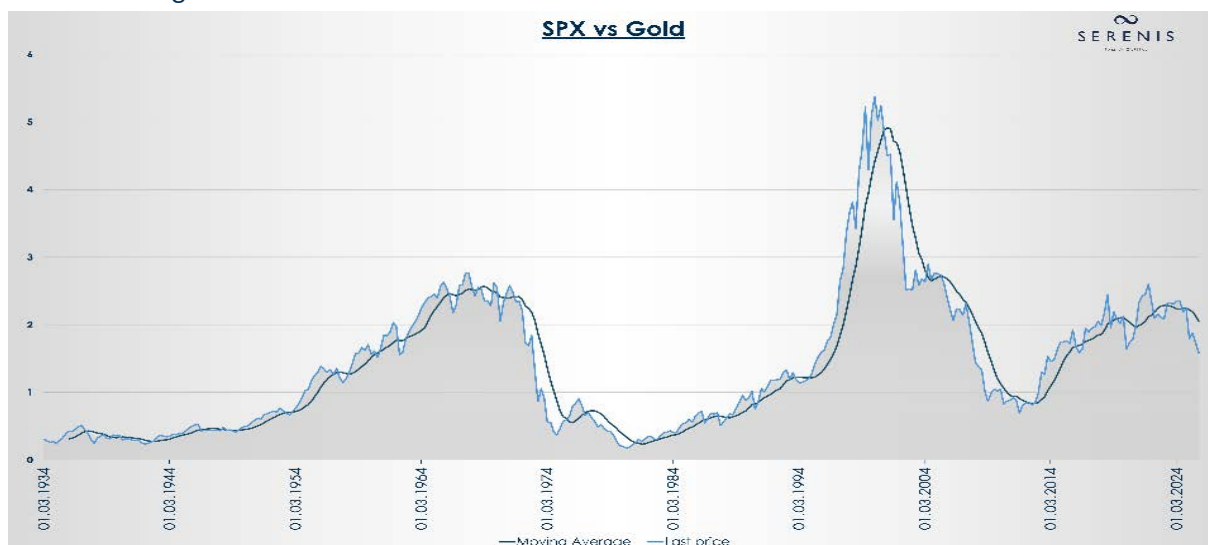
El ratio S&P 500 / Oro mide el rendimiento relativo de los activos financieros estadounidenses frente a la moneda de reserva última. El análisis de la serie histórica, que abarca de 1928 a 2025, revela una ruptura estructural de gran magnitud actualmente en curso. Tras el estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000, cuando el ratio superó el nivel de 5,0, se inició un largo periodo de consolidación secular. Posteriormente, entre 2011 y 2024, el ratio recuperó impulso, impulsado por un régimen de represión financiera sin precedentes: tipos de interés artificialmente comprimidos y monetización masiva de la deuda soberana por parte de los bancos centrales.

El impulso se ha invertido hoy con una violencia poco común. A pesar de la solidez del S&P 500 en 2025 (+16 %), el ratio ha cruzado a la baja su media móvil de 20 periodos, marcando el probable retorno a la preeminencia de los activos tangibles.

En Serenis Family Capital, interpretamos este gráfico como la validación de nuestro tema de “Escasez Estratégica”. El intento de los mercados bursátiles de superar al oro fracasó técnicamente en 2024. Entramos en la antesala de un mercado bajista secular para el ratio SPX/Oro.

No se trata aquí de abogar por una liquidación generalizada de la renta variable, sino más bien de una reorientación fundamental de la fuente de alfa: la sobreperformance emergerá ahora de los activos reales y soberanos —oro, metales críticos, energías estratégicas— y no de la indexación pasiva a los índices bursátiles.

El gráfico sigue siendo de una elocuencia implacable: la “prima de confianza” concedida al sistema financiero estadounidense —el numerador— se disuelve inexorablemente frente a la reserva de valor última —el denominador—. Este reciente cruce bajista suena como una advertencia solemne. La era del dinero fácil, en la que prosperaban los activos financieros, podría estar llegando a su fin. Se abre la de la escasez estratégica, donde el control de los recursos tangibles.

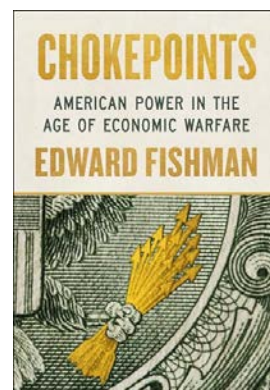


## One more thing...

*"Someday the age of economic warfare will end. But we might miss it when it is gone."*

Edward Fishman, *Chokepoints*

*Chokepoints* explica de forma clara y brillante cómo la guerra económica estadounidense no nació de una doctrina única, sino de un proceso de aprendizaje empírico. Lo que hoy parece coherente se construyó por iteraciones sucesivas, y el libro lo muestra a través de tres episodios estructurantes: Irán, Huawei y Rusia.



Irán actúa como laboratorio. Al constatar los límites de las sanciones "clásicas", Washington comprende que el factor decisivo no es el comercio, sino el acceso al sistema financiero mundial. El objetivo ya no es únicamente el Estado iraní: también lo son los bancos, aseguradoras, intermediarios y contrapartes. El poder se vuelve jurídico-financiero: la amenaza de quedar excluido del dólar y de las infraestructuras de pago genera un reflejo de autocensura a escala global. Este es el acto fundacional del modelo: producir un efecto estratégico masivo apoyándose en los incentivos y los temores del sector privado.

Con Huawei, el dispositivo cambia de escala. Ya no se trata de constreñir a un actor periférico, sino de contener a un rival sistémico plenamente integrado en la globalización. Las herramientas se reutilizan, pero se desplazan hacia la tecnología: control de semiconductores, equipos, software y propiedad intelectual.

Rusia revela la madurez —y también los límites— del método. Tras 2014 y, de nuevo, en 2022, Occidente despliega un arsenal completo: sanciones financieras, restricciones a través de SWIFT, congelación de las reservas de los bancos centrales y medidas sobre la energía. El salto es histórico: las reservas dejan de ser "neutrales" y las infraestructuras dejan de ser "apolíticas". Pero este éxito tiene un coste: acelera la toma de conciencia global de que el orden financiero es también un instrumento de poder y, por tanto, un objetivo de elusión.

La fuerza del libro reside en mostrar la continuidad: cada crisis afina la anterior, cada victoria amplía el campo de aplicación y cada exceso refuerza las estrategias de evasión. Se entiende entonces que la fragmentación actual no es un accidente, sino el resultado lógico de treinta años de construcción de chokepoints.





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

**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)