



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicle

Agosto 2026



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

La incertidumbre como disciplina

Agosto volvió a poner de manifiesto la dificultad de interpretar los mercados financieros a través de una única narrativa. La renta variable continuó avanzando, respaldada por el crecimiento de los beneficios empresariales y el entusiasmo en torno a la inteligencia artificial. Al mismo tiempo, el oro y el Bitcoin registraron fuertes subidas, mientras que los tipos de interés estadounidenses a largo plazo regresaron a sus niveles más altos del año. El apetito por el riesgo convive así con una demanda persistente de protección frente a la inflación, el endeudamiento público y la erosión monetaria. Por tanto, varios escenarios pueden resultar plausibles al mismo tiempo. Esta ambigüedad invita menos a elegir una única narrativa que a preservar la capacidad de afrontar distintos escenarios.

Esto es precisamente lo que analizamos en nuestro Thinking Forward de este mes. A través de los escenarios de estrés elaborados por Norges Bank Investment Management, el objetivo no es tanto predecir el futuro como poner a prueba la solidez de un razonamiento cuando las hipótesis habituales dejan de funcionar. Una decepción en torno a la inteligencia artificial, la fragmentación geopolítica, una pérdida de confianza en la deuda soberana o un shock alimentario: cada uno de estos escenarios genera efectos distintos y, sobre todo, recuerda que ninguna protección es universal. Lo que funciona en un determinado régimen puede convertirse en una debilidad en otro.

Esta reflexión también encuentra eco en nuestros tres gráficos del mes. El auge de la inteligencia artificial ya no puede reducirse a una historia de crecimiento tecnológico: moviliza capital, deuda e infraestructuras, al tiempo que exige un consumo energético cada vez mayor. A ello se suman tensiones más amplias relacionadas con la seguridad energética y con la capacidad física necesaria para sostener el desarrollo digital. Detrás de las narrativas más poderosas se están creando, por tanto, dependencias que es necesario comprender antes de que se conviertan en vulnerabilidades.

El hilo conductor de esta edición no es, por tanto, identificar el escenario correcto, sino prepararse para varios futuros posibles. Porque los riesgos no se presentan de forma aislada: pueden sucederse, reforzarse mutuamente y transformar en una vulnerabilidad aquello que hasta entonces se consideraba una fuente de protección.

En la gestión de carteras, aspirar a la invulnerabilidad es una ilusión. La verdadera solidez consiste en atravesar el shock conservando margen de maniobra: absorber las pérdidas, preservar la liquidez y mantener la libertad de invertir en el siguiente ciclo. La serenidad no consiste en la ausencia de riesgo, sino en la capacidad de haberlo contemplado antes de que llegue a materializarse.



Mercados y posicionamiento del comité de inversión

El mes de agosto concluye con una nueva progresión de los mercados mundiales, pero con una jerarquía de resultados particularmente reveladora. Las acciones estadounidenses continúan su ascensión, con un S&P 500 en aumento de +2,6 % y un Nasdaq 100 de +4,2 %, mientras que Europa (+1,0 %), Japón (+3,0 %) y China (+0,8 %) también participan en el movimiento. Sólo Suiza marca ligeramente el paso (-0,4 %).

Sin embargo, los verdaderos protagonistas del mes fueron otros. El oro subió un 9,7 % y el Bitcoin un 25,4 %, superando ampliamente a los principales índices bursátiles. Este movimiento simultáneo resulta especialmente interesante: dos activos muy diferentes se beneficiaron de una misma búsqueda de alternativas a las monedas tradicionales, en un contexto de deuda pública estadounidense cada vez más elevada y de intervenciones del Tesoro destinadas a contener las tensiones sobre los tipos a largo plazo. Paralelamente, el dólar se debilitó durante el mes, alimentando lo que algunos inversores denominan ahora el «debasement trade». El Bitcoin también se benefició de un renovado optimismo en torno a una mayor claridad del marco regulatorio estadounidense mediante la Clarity Act.

Sin embargo, esta dinámica fue puesta a prueba a finales de mes por Kevin Warsh en Jackson Hole. En su primer discurso en esta cita como presidente de la Reserva Federal, Warsh insistió en la notable resistencia de la economía estadounidense, el vigor de las inversiones, de las cuales más de la mitad del crecimiento reciente estaría relacionado con el desarrollo de la IA, pero sobre todo con una inflación todavía demasiado alejada del objetivo del 2 %. El mensaje era claro: mientras la desinflación no sea lo suficientemente convincente, la Fed debe conservar la posibilidad de reforzar aún más su política monetaria. El discurso reavivó inmediatamente las expectativas de aumento de los tipos de interés y impulsó los rendimientos de los bonos al alza.

El contraste es, por tanto, llamativo. Los mercados de renta variable avanzan y el oro y el Bitcoin se disparan, mientras los tipos a largo plazo siguen bajo presión. El Treasury

Índices de Acciones	Valor	Mes	2026
S&P 500 (USA)	7 686	2,6%	12,3%
Nasdaq 100 (USA)	29 457	4,2%	16,7%
Euro Stoxx 50 (Europa)	6 420	1,0%	10,9%
SMI (Suiza)	14 286	-0,4%	7,7%
Nikkei 225 (Japón)	66 312	3,0%	31,7%
CSI 300 (China)	4 625	0,8%	-0,1%
Monedas	Valor	Mes	2026
EUR/USD	1,162	0,8%	-1,1%
USD/CHF	0,808	0,1%	2,0%
EUR/CHF	0,939	0,9%	0,9%
GBP/USD	1,355	0,5%	0,5%
USD/JPY	159,740	1,5%	1,9%
Índices de renta fija		Mes	2026
Gobierno USA		0,3%	-0,5%
US Corporate IG		0,4%	-0,4%
US Corporate HY		1,0%	2,7%
Gobierno UE		-0,5%	-0,7%
UE Corporate IG		-0,2%	0,3%
UE Corporate HY		0,5%	2,1%
Otras clases de activos	Valor	Mes	2026
Oro	4 437	9,7%	2,7%
Petróleo	90	0,4%	48,7%
Bitcoin	78 854	25,4%	-10,0%
Tasas / Indicadores	Valor	Mes	Δ 2026
Tasa USA 10 años	4,75%	0,02%	0,58%
Tasa Alemania 10 años	3,32%	0,12%	0,47%
Desempleo US	4,1%	-0,1%	-0,3%
Índice de volatilidad (VIX)	14,9	-1,1	0,0



estadounidense a diez años cerró el mes en torno al 4,75 %, mientras que su equivalente alemán subió 12 puntos básicos hasta el 3,32 %. El entorno sigue recompensando la toma de riesgo, pero las señales de los activos refugio y de los mercados de renta fija sugieren que los inversores siguen preocupados por la inflación, los déficits públicos y el valor futuro de las monedas.

En este contexto, el Comité de Inversiones decidió reducir aún más la exposición de los bonos soberanos, así como del High Yield. Los rendimientos nominales siguen siendo atractivos, pero la persistencia de las presiones inflacionarias, el aumento de las necesidades de financiación de los Estados y el riesgo de una nueva recuperación de las primas de plazo nos incitan a una mayor prudencia. Esta decisión también tiene por objeto preservar la flexibilidad en un entorno en el que las correlaciones tradicionales entre acciones y bonos se vuelven menos fiables.

El Comité también dedicó su debate mensual a un riesgo menos convencional: ¿qué sucedería si OpenAI perdiera brutalmente su impulso en la generación de ingresos? La cuestión supera ampliamente el destino de una sola empresa. Un cuestionamiento del ritmo de adopción o monetización de la IA podría transmitirse a los hyperscalers, los semiconductores, pero también a las infraestructuras energéticas, al crédito privado y progresivamente al mercado de renta fija, ya que las necesidades de financiación asociadas al superciclo de cálculo han cambiado de escala. Este debate no es un escenario central, sino un ejercicio útil para identificar las concentraciones que a veces se construyen más allá de los índices bursátiles.

Agosto ofreció así una imagen bastante fiel del régimen actual: unos mercados todavía respaldados por el crecimiento de los beneficios y la IA, pero atravesados al mismo tiempo por una búsqueda creciente de protección frente a la inflación, la deuda y la dilución monetaria. La fuerte progresión de nuestra temática Inflation Shield, impulsada especialmente por el oro y el Bitcoin, ilustra el interés de mantener motores de rentabilidad diferenciados dentro de la cartera.

En un entorno en el que varias narrativas pueden coexistir, y a veces contradecirse, seguimos dando preferencia a la diversificación, la flexibilidad y la disciplina, con el fin de avanzar sin extrapolar las tendencias del momento y mantener la serenidad necesaria cuando el mercado cambia de régimen.

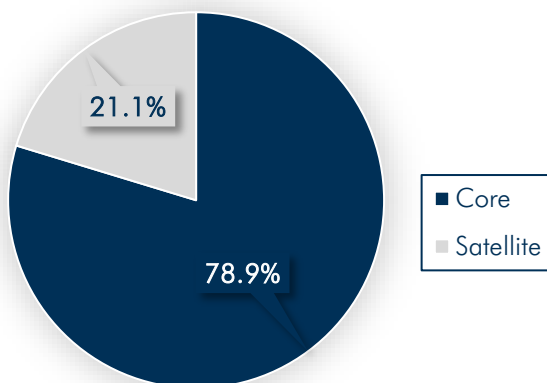


Nuestro posicionamiento actual

Core	78.9%
Cash	8.8%
US Market Equities	26%
European Market Equities	13.5%
Emerging Markets Equities	3.3%
Investment Grade Bonds	13.6%
Sovereign Debt Bonds	8.2%
High Yield Bonds	5.5%

Satellite	21.1%
Inflation Shield	5.2%
<i>Inflation Shield tiene como objetivo preservar el valor a largo plazo posicionando la cartera frente a presiones inflacionarias y la depreciación monetaria, mediante activos resilientes adaptados a los distintos regímenes económicos.</i>	
Re-Care-Nation	2.8%
<i>Re-Care-Nation combina una exposición a la atención sanitaria y a la biotecnología para captar la demanda estructural de largo plazo impulsada por la demografía, la innovación y el aumento de las necesidades sanitarias globales.</i>	
Strategic Resources	3.6%
<i>Strategic Resources se centra en los recursos energéticos y los materiales críticos, invirtiendo en activos esenciales para la seguridad energética, la resiliencia del suministro y la autonomía estratégica de largo plazo.</i>	
Strategic Security	4.3%
<i>Strategic Security se centra en la defensa, la infraestructura de seguridad y las tecnologías avanzadas, beneficiándose del aumento de las inversiones en protección y resiliencia estratégica.</i>	
Strategic Partners	2.8%
<i>Strategic Partners ofrece una exposición diversificada a renta variable en los principales mercados alineados con Estados Unidos.</i>	
USD Debasement	2.4%
<i>USD Debasement combina la diversificación monetaria y rendimientos atractivos en renta fija fuera del bloque del dólar, limitando al mismo tiempo la exposición a la depreciación a largo plazo del dólar estadounidense.</i>	

Allocation Core - Satellite



Thinking Forward: El orden de los shocks

Lo que los escenarios de NBIM revelan sobre una cartera construida para varios futuros

«Esto no es un juego. Es un entrenamiento para la guerra.»

- Palabras atribuidas a Karl von Müffling, 1824

En 1824, en una Europa todavía marcada por las guerras napoleónicas, el teniente prusiano Georg von Reisswitz presenta en Berlín un ejercicio singular. Un mapa topográfico reproduce el terreno. Pequeños bloques representan las unidades. Sus movimientos obedecen a reglas, pero los oficiales que los controlan sólo disponen de información incompleta. No saben parte de las posiciones opuestas, no saben qué resistencia encontrarán y deben decidir antes de conocer las consecuencias de sus órdenes. El Kriegsspiel no tiene por objeto predecir la próxima guerra. Trata de colocar a los oficiales ante situaciones que nunca han vivido para desentrañar su juicio antes de que la realidad lo haga. Según el relato publicado más tarde por uno de los participantes, el general Karl von Müffling entiende que el ejercicio ya no es un entretenimiento, sino una nueva forma de formar el mando. El juego se integrará progresivamente en la doctrina militar prusiana.

Reisswitz había identificado una debilidad que rebasaba el campo militar. Una institución rara vez fallaba porque faltaba una previsión adicional. Falló cuando sus decisiones se basaban en relaciones que creía permanente y que nadie había puesto a prueba seriamente.

Poner a prueba las hipótesis

Dos siglos más tarde, Norges Bank Investment Management aplica el mismo principio a su cartera. Las tarjetas de Estado Mayor dejaron lugar a los mercados, las unidades a las clases de activos y la niebla de la guerra a la incertidumbre de los precios, de las tasas y de las correlaciones. Sin embargo, la pregunta sigue siendo la misma: ¿qué pasa con una doctrina cuando el mundo deja de respetar las hipótesis sobre las que se ha construido?

NBIM se merece una atención especial y administra el Government Pension Fund Global, el fondo soberano más grande del mundo. A finales de 2025, su valor ascendía a unos 2.110 miles de millones de dólares. Sus participaciones en 7.200 empresas que cotizan en bolsa, sus miles de bonos y sus activos no cotizados la convierten en una de las representaciones más amplias de la economía mundial.

Su tamaño no le da ningún poder especial de predicción; le obliga a considerar el riesgo de manera diferente. Un fondo de esta dimensión no puede retirarse a largo plazo de los mercados ni encontrar refugio en algunos activos demasiado estrechos para su capital. Su horizonte es intergeneracional: debe atravesar las crisis con el sistema del que posee una parte significativa. Por esta razón, sus pruebas de estrés importan. No describen su escenario central y no publican ninguna probabilidad de realización. Estiman los efectos de los mundos deliberadamente desfavorables sobre las posiciones mantenidas al 31 de diciembre de 2025. Estas variaciones de valor a corto o medio plazo, expresadas en divisas locales, no son ni previsiones ni pérdidas previstas. Su utilidad reside en otra parte. NBIM busca saber qué sucedería si cada una de las cuatro hipótesis ampliamente integradas en los precios dejara de funcionar.

Cuatro escenarios adversos

La primera quiere que una revolución tecnológica produzca lo suficientemente rápidamente los beneficios necesarios para remunerar el capital comprometido. En el escenario relacionado con la inteligencia artificial, las inversiones en el cálculo, los centros de datos y las infraestructuras no generan los aumentos de productividad anticipados. La tecnología puede transformar la economía; sin embargo, el mercado descubre que ha sobrevalorado su monetización o el precio razonable a pagar. La cartera de renta variable de NBIM perdería 53 %. El aumento del 10 % de su cartera de renta fija limitaría la disminución del fondo a 35 %.

La segunda hipótesis supone que la interdependencia mundial seguirá siendo una fuente de eficiencia en lugar de una vulnerabilidad. En el escenario de fragmentación, la economía se divide en bloques rivales. Barreras comerciales, restricciones a las inversiones y cadenas de suministro más redundantes ralentizan el crecimiento mientras que la inflación persiste. Acciones, bonos y activos reales disminuyen juntos. El fondo perdería el 37 %, es decir, el choque más severo.

La tercera trata aún la deuda soberana como el ancla sin riesgo del sistema financiero; en una región, el deterioro fiscal, la incertidumbre política y la amenaza de represión financiera provocan una pérdida de confianza; los bonos soberanos dejan de ser un refugio. El aumento de los tipos de interés debilita los balances y aumenta la prima de riesgo de las acciones. A pesar de los capitales atraídos por otras jurisdicciones, el fondo disminuiría en un 32 %.

En el último escenario se examina un choque físico que los instrumentos monetarios y presupuestarios no pueden contener. Los fenómenos meteorológicos extremos afectan simultáneamente a dos grandes regiones agrícolas. La caída de las cosechas alimenta la inflación, erosiona los ingresos reales y coloca a los bancos centrales ante un difícil arbitraje: apoyar la actividad sin acentuar el aumento de los precios. El fondo perdería el 20 %. Nacida fuera de las finanzas, la crisis acabó imponiendo sus limitaciones a las condiciones financieras.

Tomados por separado, estos escenarios cuentan cuatro crisis diferentes. Juntos, revelan sobre todo la inestabilidad de lo que los mercados llaman protección. En tres de cada cuatro casos, la cartera de renta fija de NBIM retrocede al mismo tiempo que las acciones. La duración soberana de calidad desempeña plenamente su papel protector contra la corrección desinflacionista vinculada a la inteligencia artificial. Cuando el choque proviene de la inflación, la fragmentación o la confianza soberana, su comportamiento puede cambiar.

Riesgos seguidos desde hace varios años

Estos cuatro escenarios fueron contruidos por NBIM, independientemente de nuestra propia lectura de los mercados. Es precisamente lo que los hace útiles: permiten probar nuestras convicciones y la construcción de la cartera frente a choques que no hemos definido nosotros mismos. Muchos de los riesgos que describen como el exceso de inversión en inteligencia artificial, la fragmentación mundial, la fragilidad soberana y el choque



alimentario inflacionario, coinciden, sin embargo, con las cuestiones que hemos seguido desde hace varios años.

Abordamos por primera vez los riesgos relacionados con la euforia tecnológica en agosto de 2024, en el TF03, en la Euforia tecnológica y en las lecciones del pasado, distinguiendo la realidad de una innovación de la rentabilidad del capital comprometido para financiarla. Una tecnología puede cambiar la economía a largo plazo mientras destruye una parte considerable del capital invertido en su desarrollo. El ferrocarril en el siglo XIX ofrece un precedente: la infraestructura podía tener razón antes que sus inversores.

Más recientemente, hemos examinado la financiación de la inteligencia artificial, la concentración del gasto, las necesidades energéticas, el recurso cada vez mayor al crédito y la posible diferencia entre la utilidad económica de la tecnología y el rendimiento del capital movilizado.

La fragmentación constituye una convicción aún más fundamental: nuestros análisis del rearme, la soberanía energética, el neomercantilismo y los puntos de estrangulamiento se describen menos como un accidente cíclico que como un cambio de régimen. Durante varias décadas, la economía mundial buscó la eficiencia reduciendo las existencias, concentrando la producción y dependiendo de los proveedores más baratos. Esta organización se basaba en una hipótesis geopolítica: los flujos de bienes, capital, tecnología y energía seguirían siendo lo suficientemente abiertos como para que la dependencia no se convirtiera en un arma. Esta hipótesis se ha debilitado. Los Estados y las empresas aceptan ahora pagar una prima por la seguridad energética, la resiliencia logística, el acceso a los recursos y el control de capacidades industriales esenciales, que apoya algunas actividades, pero que también impone un coste al sistema. La duplicación de las cadenas de suministro y la reconstrucción de las capacidades soberanas movilizan más capital para producir a veces menos eficazmente. Invertir en los beneficiarios de la fragmentación no permite, por tanto, escapar de su choque inicial.

Del diagnóstico a la cartera

Estas reflexiones han contribuido a la construcción de varias de nuestras tesis Satellite más antiguas: Strategic Security, Strategic Resources, Inflation Shield, Strategic Partners y USD Debasement. Expresan diversas consecuencias posibles del retorno de la escasez, la soberanía y la rivalidad monetaria. No se crearon después de la publicación de los escenarios de NBIM y no constituyen por ello la prueba que hubieramos previsto cada uno de ellos.

La crisis alimentaria es la que menos hemos estudiado. Algunos de sus mecanismos aparecen en nuestras exposiciones a la agricultura, a las materias primas y a la inflación, pero no han sido objeto de un Thinking Forward autónomo. Reconocer los mecanismos ya analizados no debe llevar a pretender que todos los escenarios habían sido anticipados. Nuestras publicaciones son una ventana a nuestra manera de pensar, no el inventario exhaustivo de nuestras posiciones y de todos los riesgos posibles.

Esta distinción permite comprender nuestro modelo Core/Satellite. El Core lleva la mayor parte de las primas de riesgo necesarias para la creación de valor a largo plazo. Mantiene una exposición al crecimiento mundial, a los ingresos obligacionistas y a las capacidades



productivas de la economía. Su función no es evitar todas las caídas. Una protección permanente contra cada posible crisis absorbería una parte importante del rendimiento que el capital pretende obtener precisamente.

El Satellite cumple una función diferente. Permite invertir en las consecuencias económicas de varias rupturas posibles sin hacer depender el conjunto de la cartera de una sola visión del futuro. Sus diferentes tesis pueden ser reforzadas, reducidas o sustituidas a medida que los mecanismos evolucionan. El Core da continuidad a la asignación; el Satellite le da capacidad de adaptación. La liquidez preserva la capacidad de actuar.

Esta flexibilidad no equivale a un seguro. Una empresa de defensa puede beneficiarse durante una década del aumento de los presupuestos militares y sufrir fuertes pérdidas durante un pánico de mercado. Una mina de cobre puede convertirse en indispensable para la reindustrialización mientras sufre primero una recesión mundial. El oro puede proteger frente a la erosión monetaria y, al mismo tiempo, ser vendido temporalmente para cubrir una necesidad de liquidez. Una buena tesis sobre el mundo que viene no garantiza una protección en el momento en que el mundo antiguo se deshace.

Por lo tanto, un tema no es necesariamente una cobertura, sino que tiene por objeto introducir un motor de rendimiento cuya causa económica difiere de las ya presentes en la cartera. Si los diferentes bolsillos dependen en realidad del mismo ciclo de crédito, de las mismas empresas o de las mismas hipótesis de crecimiento, la diversificación puede parecer real en el papel, pero al mismo tiempo se mantiene concentrada económicamente.

Cuando los escenarios se combinan

La verdadera prueba surge cuando los escenarios dejan de ser independientes. Pueden suceder, pero sobre todo fortalecerse mutuamente. Una crisis de confianza en la deuda soberana haría subir los tipos y el coste del capital, debilitando a su vez la financiación de las infraestructuras necesarias para la inteligencia artificial, a pesar de que las cantidades de deuda comprometidas para sostener esta expansión son considerables. Por su parte, la fragmentación geopolítica podría perturbar las cadenas de suministro, restringir el acceso a determinados recursos agrícolas o energéticos y aumentar la vulnerabilidad a un choque inflacionario. Por el contrario, una crisis alimentaria prolongada mantendría la inflación a un nivel elevado, reduciendo la capacidad de los bancos centrales para bajar los tipos de interés y potencialmente agravando las tensiones en las finanzas públicas y en las inversiones más intensivas en capital.

Estas interacciones también pueden inscribirse en el tiempo. Un primer choque debilita la economía, modifica los precios y reduce los márgenes de maniobra disponibles para responder al siguiente. Una crisis puede así preparar el terreno de otra, amplificar o acelerar su transmisión. A medida que los choques se encadenan, las protecciones disponibles pueden cambiar de naturaleza.

El activo que amortigua el primer shock puede convertirse entonces en una vulnerabilidad frente al segundo. La duración que protege contra una corrección desinflacionista puede sufrir cuando el riesgo se mueve hacia la inflación o la deuda soberana. Una posición relacionada con los recursos puede disminuir durante la liquidación inicial antes de beneficiarse de las inversiones desencadenadas por la crisis; la liquidez no elimina ninguna



de estas pérdidas, pero reduce el riesgo de tener que vender el activo más depreciado y permite reasignar el capital cuando los precios y las correlaciones han cambiado.

Ningún gestor puede pretender cubrir perfectamente cuatro escenarios cuyos efectos sobre los activos son a veces opuestos. Ninguno puede garantizar que el vendedor venderá antes de cada caída, comprará en el punto bajo e identificará correctamente el orden de las crisis. No lo pretendemos. Este límite, aceptamos serenamente, ya que constituye el punto de partida de una gestión lúcida del riesgo en lugar de una confesión de impotencia.

Prepararse consiste en saber por qué se mantiene cada exposición, distinguir una baja de precio de una invalidación de tesis, preservar una reserva de liquidez y conservar la facultad de modificar la asignación. Nuestro modelo perdería su razón de ser si las tesis Satellite simplemente reprodujeran las mismas dependencias que el Core, si fueran imposibles de cuestionar o si la cartera no dispusiera de los medios para actuar después de una primera pérdida.

De la optimización a la resiliencia

Los escenarios de NBIM conducen finalmente a una conclusión más amplia que la única medida de las pérdidas potenciales. Demuestran cómo una cartera construida alrededor de las relaciones que dominaban ayer puede convertirse en vulnerable cuando dejan de funcionar.

Nuestra convicción inicial es que no estamos atravesando ni una simple sucesión de accidentes cíclicos ni una transición puramente económica, sino un cambio de régimen a la vez geopolítico, monetario y productivo. El mundo evoluciona progresivamente de un orden organizado alrededor de la eficiencia, la abundancia del capital, la desinflación y la interdependencia hacia un entorno en el que la escasez, la seguridad, la soberanía y el coste del capital vuelven a tener una importancia decisiva.

En este entorno, la optimización cambia de objeto. Construir una cartera en torno únicamente a las solas correlaciones observadas durante el régimen anterior puede producir una asignación extraordinariamente eficiente mientras dure, pero especialmente frágil cuando se transforma. La resiliencia implica mantener márgenes de seguridad, diversificar las causas económicas del rendimiento en lugar de las únicas categorías de activos y mantener suficiente liquidez para mantener la libertad de decisión, lo que supone un coste de oportunidad cuando los mercados se mantienen en calma. Se adquiere su valor cuando se modifican las relaciones entre crecimiento, inflación, tasas y activos protectores.

Ahora bien, un cambio de régimen no se produce ni al instante ni según un calendario previsible. El viejo mundo no desaparece de la noche a la mañana y el nuevo progresa raramente en línea recta. Se manifiesta por rupturas, aceleraciones, retrocesos y largos períodos durante los cuales coexisten ambos regímenes. Cambiar demasiado brutalmente una cartera significaría transformar una convicción a largo plazo en una apuesta de tiempo. Por el contrario, negarse a adaptar la cartera implicaría el riesgo de mantenerla optimizada para un mundo que está desapareciendo.

Esta capacidad de adaptación progresiva es precisamente lo que nuestra arquitectura Core/Satellite busca preservar. Por lo tanto, la cuadrícula de análisis cuenta tanto como las posiciones mismas. Debe permitir comprender las causas de una disminución, distinguir



una liquidación temporal de una invalidación de tesis y reasignar el capital cuando los hechos cambian. Los escenarios de NBIM recuerdan que un activo capaz de amortiguar un primer choque puede convertirse en una vulnerabilidad frente al siguiente. Ninguna cartera estática puede ser óptima en todos estos mundos.

La resiliencia no consiste en impedir que cada posición pierda, sino en evitar que un mismo error de escenario ponga en peligro simultáneamente el capital, sus futuras fuentes de rendimiento y la libertad de decisión.

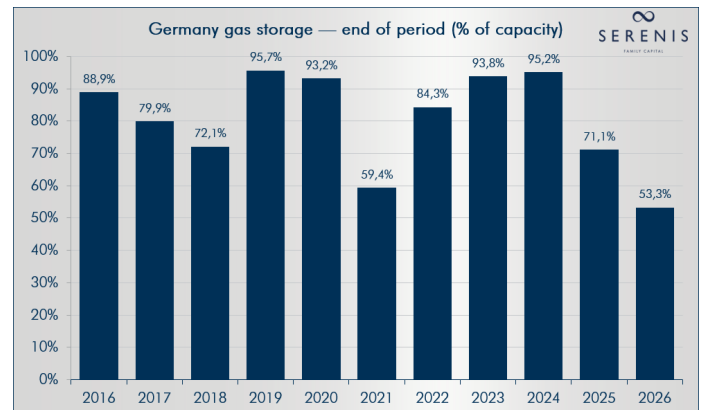
Por lo tanto, lo que debe sobrevivir al shock no es el precio diario de cada posición, sino la capacidad de la cartera para absorber la pérdida, atravesar el siguiente shock y seguir invirtiendo en el mundo que emergerá. Aquí es donde se sitúa la serenidad: no en la certeza de prever correctamente el futuro, sino en la confianza concedida a una arquitectura capaz de evolucionar progresivamente cuando los hechos se precisan.

Esta serenidad se basa en una disciplina de Thinking Forward: mirar más allá de las rentabilidades pasadas, identificar las fuerzas que ya transforman el entorno económico y preparar la cartera para varios futuros plausibles en lugar de un solo escenario central. Permite avanzar sin prisas, corregir sin renegar y permanecer disponible cuando las oportunidades aparecen en el corazón mismo de las transiciones.

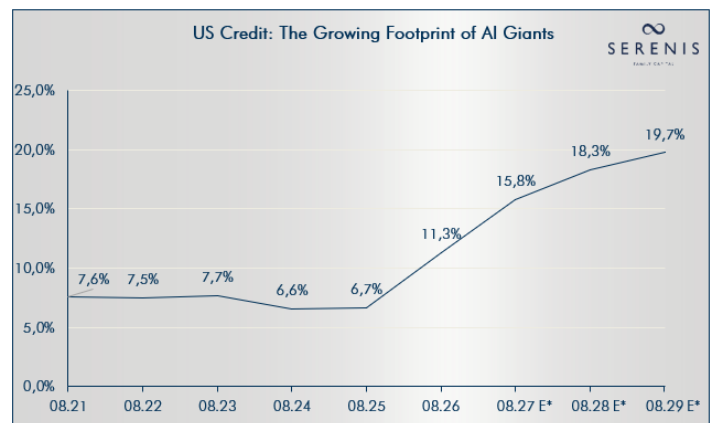


Tres gráficos

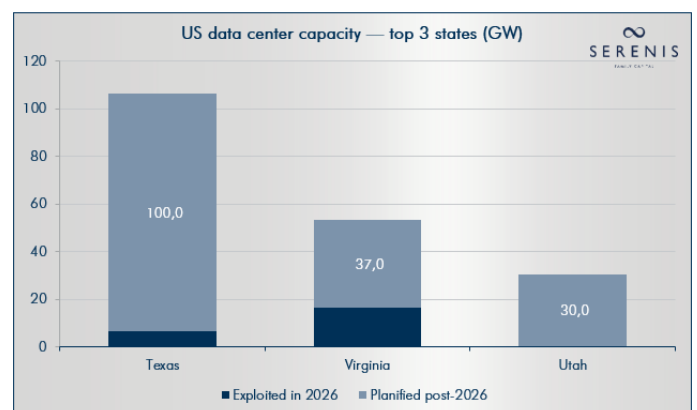
A 31 de agosto, las reservas alemanas de gas estaban llenas únicamente al 53,3 %, su nivel más bajo para esta fecha en diez años. Este nivel se explica por la reducción de los objetivos de almacenamiento y, sobre todo, por las perturbaciones del mercado mundial de GNL desde el inicio del conflicto con Irán. Alemania afronta así el invierno con un colchón inusualmente reducido. Conviene esperar que sea benigno: un periodo prolongado de frío podría tensionar rápidamente el suministro y disparar de nuevo los precios del gas.



La IA también está transformando el mercado de crédito. Los cinco mayores hyperscalers acumulaban alrededor de 240.000 millones de dólares de deuda obligacionista en el verano de 2025, frente a más de 530.000 millones en la actualidad. Goldman Sachs estima que sus emisiones podrían alcanzar los 400.000 millones en 2027 y mantenerse elevadas posteriormente. Como consecuencia, el peso del ecosistema de la IA en un importante índice pasivo de crédito Investment Grade estadounidense ha pasado del 6,7 % al 11,3 % en un año y, según nuestras estimaciones, podría acercarse al 20% de aquí a 2029. Esta concentración hace que la gestión activa del crédito sea más esencial que nunca.



El desafío de Texas ya no es únicamente energético; también se está convirtiendo en una cuestión económica, social y política. ¿Puede este estado estadounidense alimentar el espectacular auge de la IA sin trasladar el coste a los hogares, debilitar su red eléctrica ni provocar una reacción adversa de la población?





*“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

www.serenis.ch