



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicles

Septiembre 2024

Estrategia y anticipación en un mundo turbulento

El mes de septiembre de 2024 fue un mes de intensa actividad económica y geopolítica. La Fed sigue atrayendo la atención, las tensiones en torno a Israel se recrudecen y están en pleno apogeo las elecciones presidenciales estadounidenses.

Sin embargo, es China la que ocupa el centro del escenario en esta última crónica. Las recientes medidas de estímulo de Pekín han suscitado un intenso debate en el seno de nuestro comité de inversión. Nuestra sección “Thinking Forward” aborda este tema, ofreciendo una perspectiva que, en nuestra opinión, se pasa por alto con demasiada frecuencia.

En este entorno, nuestra estrategia sigue siendo constante: observar, anticipar y mantener un plan de acción flexible. Este enfoque pragmático es el que nos ha guiado, especialmente en nuestras recientes decisiones sobre Japón, un buen ejemplo de nuestra capacidad para identificar oportunidades a pesar del panorama incierto.

Más que nunca, es imperativo mantener una mirada crítica y prepararse para todas las eventualidades, aun cuando el ruido mediático pueda distraernos de las señales esenciales

Les deseamos una feliz lectura y que este mes de octubre arroje un poco más de luz sobre los caminos a seguir



Comentarios del mes de septiembre

Aunque muchas voces llamaban a la cautela durante el mes de septiembre, los mercados volvieron a demostrar su resistencia y registraron rentabilidades perfectamente aceptables para terminar el tercer trimestre del año en verde. Tras el anuncio de la FED de una bajada de tipos de 50 puntos básicos, los inversores reaccionaron positivamente, con importantes flujos hacia los mercados de renta variable. Con un rendimiento superior al 20% desde principios de año, el S&P500 ha confirmado su solidez. La sorpresa del mes, y volveremos sobre esto más adelante, vino de China y los anuncios de apoyo masivo a su economía que, conviene recordar, se encuentra (¿se encontraba?) en un pronunciado estado de letargo. El rebote de más del 20% en el espacio de unos pocos días, justo antes de la semana de las vacaciones bancarias, ha devuelto el color al índice principal.

Índices de Acciones	Valor	Mes	2024
S&P 500 (USA)	5 762	2.0%	20.8%
Nasdaq 100 (USA)	20 061	2.5%	19.2%
Euro Stoxx 50 (Europa)	5 000	0.9%	10.6%
SMI (Suiza)	12 169	-2.2%	9.3%
Nikkei 225 (Japón)	37 920	-1.9%	13.3%
CSI 300 (China)	4 018	21.0%	17.1%
Monedas	Valor	Mes	2024
EUR/USD	1.114	0.8%	0.9%
USD/CHF	0.846	-0.5%	0.5
EUR/CHF	0.942	0.3%	1.4%
GBP/USD	1.338	1.9%	5.1%
USD/JPY	143.63	-1.7%	1.8%
Índices de renta fija		Mes	2024
Gobierno USA		1.2%	3.8%
US Corporate IG		1.8%	5.3%
US Corporate HY		1.6%	8.0%
Gobierno UE		1.2%	2.1%
UE Corporate IG		1.2%	2.5%
UE Corporate HY		0.9%	6.3%
Otras clases de activos	Valor	Mes	2024
Oro	2 635	5.2%	27.7%
Petróleo	72	-8.9%	-6.8%
Bitcoin	63 785	8.0%	52.1%
Tasas / Indicadores	Valor	Δ Mes	Δ 2024
Tasa USA 10 años	3.78%	-0.12%	-0.10%
Tasa Alemania 10 años	2.12%	-0.18%	0.10%
Desempleo US	4.2%	-0.10%	0.5%
Índice de volatilidad (VIX)	16.7	1.7	4.3

Sin embargo, debemos mantener la cautela sobre el futuro inmediato de los mercados bursátiles. Es cierto que la mayoría de los indicadores económicos estadounidenses son prometedores, pero hay que admitir que los niveles actuales son muy elevados en un entorno político y económico mundial lleno de incertidumbre. Con este telón de fondo, el sector de la renta fija debería comportarse bien y los rendimientos deberían seguir siendo atractivos, desempeñando el papel de protección del capital que tantas veces ha desempeñado.

Las tensiones en Oriente Próximo influirán sin duda en los movimientos de los precios durante los próximos meses, y el petróleo podría repuntar espectacularmente, reavivando (si es que había muerto) el fantasma de una desaceleración económica definitiva, o incluso de una recesión. Este riesgo no debe subestimarse y, si se materializa, podría provocar un vuelco brusco y rápido de los índices.

Esto también se refleja en los importantes flujos positivos hacia las criptomonedas, en particular el Bitcoin. Este mes, la inversión en ETF de Bitcoin ha superado con creces la minería (creación) de nuevos Bitcoin. En caso de victoria de D. Trump, podría comenzar un nuevo super ciclo.



Nuestro posicionamiento actual

En línea con nuestro enfoque prudente y en busca de la calma, nuestro Comité de Inversión ha decidido mantener su infra ponderación en los mercados de renta variable estadounidense y europeo, aunque por motivos diferentes. Por un lado, el mercado estadounidense ha alcanzado niveles muy elevados, con una actividad económica todavía positiva pero más bien en pendiente negativa, y por otro, los mercados europeos se enfrentan a dificultades estructurales y políticas demasiado grandes para ignorarlas.

Se han producido acalorados debates sobre los mercados emergentes, especialmente en el contexto de la postura intervencionista de China. Nuestra postura neutral refleja cierta cautela y moderación respecto a los efectos a largo plazo de unas medidas tan enérgicas adoptadas en un contexto que se prestaba a ellas. Es probable que los dirigentes chinos especulen con un efecto de distracción para aprovecharse de la inestabilidad en Oriente Próximo y en Estados Unidos, con las elecciones a la vuelta de la esquina.

Por ello, somos partidarios de invertir a través de ETF de mercados emergentes en lugar de hacerlo directamente en un país concreto. Es posible que este efecto de diversificación reste rentabilidad a los rendimientos excepcionales vinculados a las decisiones de China, pero en nuestra opinión, la reducción del riesgo, o de la volatilidad, aporta más ventajas que inconvenientes. También hay que recordar que el peso combinado de China e India en nuestro ETF EM de referencia supera el 50%.

La situación en los mercados de renta fija parece más estable en el entorno actual, y mantenemos nuestra sobre ponderación en bonos soberanos y de alta calidad. De hecho, creemos que estas clases de activos pueden generar rendimientos superiores a la media en los próximos meses y seguir beneficiándose de la descorrelación con los mercados de renta variable, como hemos visto en el pasado. Los flujos de los inversores institucionales hacia los mercados de renta fija parecen estar recuperándose de nuevo, al igual que los muy importantes flujos hacia el mercado monetario. Por lo tanto, concluimos que esta búsqueda de estabilidad proporcionará un bienvenido rendimiento adicional en este periodo de marcada incertidumbre.

En cuanto a los bonos de alto rendimiento, aunque esta clase de activos ha superado los rendimientos históricos desde principios de año, nuestra posición neutral refleja nuestra opinión sobre unas posibles perspectivas económicas más difíciles. De hecho, el riesgo de quiebra y de problemas de refinanciación para las empresas de menor calificación ha aumentado en los últimos meses, a pesar de que la caída de los tipos de interés ayudará en la renovación de la deuda a corto plazo. Así las cosas, creemos que una posición en estos bonos es una forma atractiva de construir una cartera equilibrada, pero preferimos otras alternativas dentro de este marco estándar de riesgo/rentabilidad.

En cuanto a nuestras inversiones estratégicas, en septiembre hemos registrado muy buenos rendimientos, sobre todo en oro y uranio. Las materias primas se están recuperando y está creciendo el interés de los inversores no sólo por nuestras dos oportunidades, sino también



por la plata y el petróleo. Este interés, que calificaríamos de «normal» en el clima actual, demuestra claramente la complejidad de los mercados tradicionales en la actualidad. Por supuesto, las tensiones geopolíticas están ayudando a impulsar la tendencia al alza, y esto debería continuar en los próximos meses.

La evolución del precio del oro confirma nuestra opinión de que el metal ha entrado en un nuevo super ciclo. Es más, la divergencia entre el precio del oro y el del Bitcoin es un indicador de que tanto gobiernos como particulares siguen acumulando reservas estratégicas en busca de refugios tangibles.

El uranio es algo que hay que vigilar muy de cerca, ya que hay muchos indicios que apuntan a un futuro muy prometedor. Podría producirse un desarrollo espectacular muy pronto, dada la creciente demanda de energía y una oferta que no puede seguir el ritmo.

Por último, nuestro comité de inversión ha decidido cerrar el tema del mercado japonés en yenes de nuestras ideas estratégicas. Los intensos debates que condujeron a este ajuste demostraron la complejidad de este mercado y de este tema. El reciente aumento de la volatilidad en el mercado japonés y una serie de factores clave (el nivel del yen, las políticas de tipos de interés del Banco de Japón, las futuras elecciones, etc.) hacen que el potencial alcista siga siendo posible y atractivo, dependiendo de la tolerancia al riesgo de cada inversor.

Esta medida está en consonancia con nuestra filosofía de precaución y anticipación, y demuestra la solidez del enfoque de nuestro comité. El tema de la renta variable japonesa en yenes ha generado un buen rendimiento desde su lanzamiento, y su retirada de nuestras inversiones estratégicas confirma nuestra visión prudente y nuestra intención de reducir la volatilidad de nuestra cartera.

Cartera « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	=	5.0%
Renta fija	45%	↗	47.5%
Investment Grade	20%	↗	22.5%
Sovereign Debt	15%	↗	17.5%
High Yield	10%	=	10.0%
Acciones	50%	✓	45.0%
US markets	30%	✓	27.5%
European markets	15%	✓	12.5%
Emerging markets	5%	=	5.0%

Inversiones « Strategic focus »

Temas	%	Desde
Oro	5.0%	29.12.2023
Uranio	2.5%	29.12.2023
Defensa	2.5%	30.04.2024

Balanced USD Portfolio



Thinking forward: China, su pasado, presente y futuro

“El socialismo con características chinas ha entrado en una nueva era. Debemos mantener con firmeza nuestro liderazgo ideológico y no permitir nunca que los valores occidentales nos lleven por mal camino.”

Xi Jinping

(Discurso en el XIX Congreso del Partido Comunista de China, 2017)

En julio de 2021, el gobierno chino dio el paso radical de prohibir que las empresas privadas de clases particulares obtuvieran beneficios. Esta industria multimillonaria desempeñaba un papel esencial en la vida de las familias chinas, sobre todo en la preparación de los niños para los exámenes escolares y universitarios. El gobierno, tratando de aliviar la presión sobre los estudiantes y las familias, asestó un golpe prohibiendo este lucrativo negocio. Esta decisión resultó costosa para muchos inversores internacionales que habían visto en el sector una oportunidad. Empresas como New Oriental Education, valoradas en su día en más de 20.000 millones de dólares, vieron cómo su capitalización bursátil se desplomaba más de un 90% en tan sólo unos meses. Este movimiento en una industria que antes se consideraba líder mundial ha puesto de relieve la creciente influencia del gobierno chino en la economía, su voluntad de remodelar sectores enteros según sus prioridades ideológicas y los riesgos que esto supone para los inversores internacionales.

Esta intervención refleja la evolución más amplia de China bajo la presidencia de Xi Jinping, caracterizada por una mayor centralización del poder y una intervención regular del Estado en la economía. Desde su llegada al poder en 2012, Xi Jinping ha consolidado su control sobre el Partido Comunista Chino (PCCh) y el aparato estatal, imponiendo una visión nacionalista autoritaria. Una de sus decisiones más simbólicas fue la abolición de los límites del mandato presidencial en 2018, lo que permitió a Xi permanecer en el poder indefinidamente. Esta concentración de poder puso fin a la tradición de gobernanza colectiva establecida por Deng Xiaoping tras el tumultuoso periodo de Mao Zedong.

Esta ruptura marca un punto de inflexión en la política china y debería haber sido una advertencia para los inversores extranjeros. En contra de las expectativas iniciales de los observadores internacionales, que veían a Xi como un reformista dispuesto a abrir más China a Occidente, su llegada ha marcado de hecho un reforzamiento de la autoridad estatal. Uno de los rasgos centrales de esta nueva era es el retorno a los fundamentos marxistas-leninistas. Desde su llegada al poder a finales de 2012, Xi ha reafirmado los principios ideológicos del Partido Comunista.

Para muchos inversores, esto suena tan anticuado que resulta casi imposible conciliarlo con la imagen de una potencia emergente moderna y ambiciosa. Cuando el historiador Stephen Kotkin tuvo acceso a las actas de las reuniones del politburó bajo Stalin, se dio cuenta rápidamente de que «Stalin y los dirigentes soviéticos que le rodeaban eran profundamente comunistas».

Es importante integrar en nuestro análisis que las acciones de Xi no son simples maniobras políticas oportunistas, sino que forman parte de un continuo ideológico. Su gobierno pretende reforzar el control estatal sobre la economía y la sociedad mediante un retorno a



las raíces ideológicas del Partido, al tiempo que utiliza herramientas modernas de vigilancia y represión para mantener su autoridad.

Otro ejemplo sorprendente de esta dinámica es el colapso de Evergrande en 2021. La empresa, una de las mayores del sector inmobiliario chino, se encontró al borde de la quiebra tras acumular una deuda de más de 300.000 millones de dólares debido a la desenfrenada especulación inmobiliaria. Durante años, Evergrande había financiado enormes proyectos inmobiliarios endeudándose fuertemente, apostando por una demanda constante de viviendas en las grandes ciudades. Cuando la empresa empezó a incumplir sus obligaciones, muchos pensaron que el Estado intervendría para evitar un colapso que podría desestabilizar todo el sector inmobiliario chino, que representa casi el 30% del PIB del país.

Sin embargo, el gobierno chino sorprendió a muchos al optar por no rescatar directamente a Evergrande, marcando un cambio de rumbo en su gestión de las crisis económicas. En su lugar, Pekín permitió la quiebra de la empresa, ilustrando su deseo de corregir los excesos del sector inmobiliario y limitar los riesgos sistémicos. Esta elección ha causado trastornos masivos en el sector, exponiendo a millones de ciudadanos que ya han pagado por viviendas que probablemente nunca les serán entregadas. La gestión de esta crisis demuestra la intención de Xi Jinping de frenar la especulación inmobiliaria y reequilibrar el crecimiento, pero también ha erosionado significativamente la confianza de inversores y consumidores.

Evergrande forma parte de una estrategia más amplia de mayor regulación de sectores clave como el inmobiliario, el financiero y el tecnológico. Xi Jinping pretende reforzar la resistencia de la economía china frente a los excesos y evitar la formación de burbujas financieras que puedan amenazar la estabilidad del país. Sin embargo, esta estrategia no está exenta de consecuencias: una regulación más estricta, combinada con una mayor centralización política, ha frenado el impulso económico en varios sectores, lo que ha contribuido a erosionar la confianza de los inversores extranjeros. El trato dispensado a Jack Ma, fundador de Ali Baba, también habría sido un ejemplo perfecto de esta estrategia.

Al mismo tiempo, las tensiones entre China y Estados Unidos se han intensificado, sobre todo en el ámbito tecnológico. Huawei, el gigante de las telecomunicaciones, se ha convertido en el símbolo de este tira y afloja. En 2019, la empresa fue incluida en la Lista de Entidades Estadounidenses, una lista negra que limita su acceso a las tecnologías estadounidenses. Esta decisión, que forma parte de una estrategia más amplia para contener el ascenso tecnológico de China, ha afectado gravemente a la capacidad de Huawei para abastecerse de componentes críticos, en particular para sus teléfonos inteligentes y equipos de red. Como consecuencia, la empresa ha perdido cuota de mercado a nivel internacional, lo que subraya la dependencia tecnológica de China respecto a Occidente.

Ante estas sanciones, China reaccionó intensificando sus esfuerzos para desarrollar su autonomía tecnológica. En 2020, Pekín anunció una colosal inversión de 1,4 billones de dólares en seis años en tecnologías de nueva generación, incluidos los semiconductores, con el fin de reducir su dependencia de las importaciones extranjeras. El objetivo es reforzar la innovación local y evitar que China caiga en la «trampa de la renta media», en la que



un país se queda estancado en un nivel de desarrollo económico sin poder alcanzar el estatus de economía avanzada.

Sin embargo, estos retos no son los únicos a los que se enfrenta la RPC, ni quizá los más importantes.

Se enfrenta a un importante reto demográfico: el riesgo de envejecer antes de hacerse rico. La política del hijo único, en vigor desde 1979 y relajada demasiado tarde en 2016, ha dado lugar a un rápido envejecimiento de la población, con una proporción creciente de ancianos y una mano de obra en retroceso. Este desequilibrio está ejerciendo una presión creciente sobre el sistema de pensiones y los servicios sanitarios, al tiempo que reduce la productividad y frena la demanda interna, motor clave del crecimiento económico. Una población que envejece tiende a consumir menos, lo que frena el impulso económico necesario para la transición a un modelo más avanzado.

El descenso de la población china, que disminuyó por primera vez en 2022, con una pérdida neta de 850.000 personas, marca un punto de inflexión histórico. Esto pone fin a décadas de crecimiento demográfico que habían alimentado la mano de obra barata y contribuido al rápido ascenso del país. Para 2050, la población activa podría descender casi un 20%, lo que dejaría a China con una alarmante tasa de dependencia, en la que cada vez menos trabajadores tendrán que mantener a un número creciente de pensionistas.

Las medidas para estimular la natalidad, como los incentivos fiscales y las subvenciones, tardan en dar resultados concretos. Dada la lentitud con la que tales políticas influyen en el comportamiento demográfico, probablemente pasará al menos una generación antes de que veamos un impacto significativo. Este desfase temporal complica aún más la situación, cuando una población que envejece rápidamente exige respuestas inmediatas para evitar una disminución prolongada de la mano de obra y del crecimiento económico. Si China no ajusta su modelo de desarrollo con la suficiente rapidez, corre el riesgo de envejecer antes de ser verdaderamente rica, poniendo en peligro su futuro económico y aumentando la incertidumbre de los inversores extranjeros.

Ante los crecientes desafíos demográficos, económicos y geopolíticos, los inversores deben abordar el mercado chino con cautela y discernimiento, ampliando su parrilla de análisis. Bajo el gobierno de Xi Jinping, las decisiones económicas están cada vez más influidas por la ideología, lo que hace que ciertos sectores sean impredecibles. Sin embargo, sigue habiendo oportunidades en áreas como las tecnologías verdes y las infraestructuras, apoyadas por una inversión estatal masiva. Aunque China ha disfrutado de un entorno favorable para su desarrollo en las últimas décadas, los rendimientos para los inversores extranjeros no siempre han estado a la altura de las expectativas.

A medida que China atraviesa un periodo de transformación y nuevos retos, es esencial reevaluar las estrategias de inversión a la luz del aumento de los riesgos y las oportunidades a largo plazo. China sigue siendo un actor clave en la escena mundial, y quienes sean capaces de navegar por este complejo entorno pueden encontrar aún un importante potencial de crecimiento.



Food for thoughts

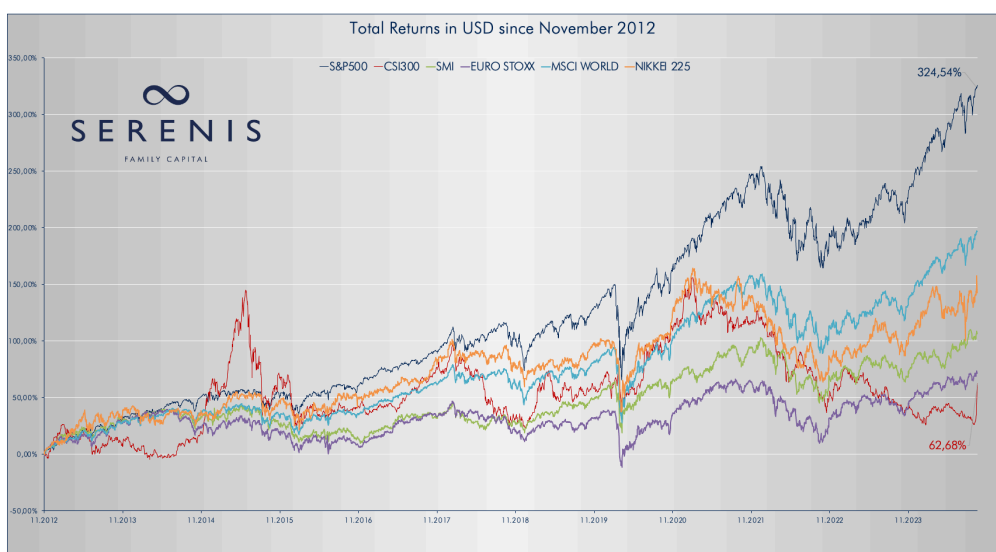
Una década perdida

Para volver a situar el tema de China en el contexto de la inversión, comparemos los principales índices mundiales para ver cómo se han comportado durante un periodo de 12 años. Nos fijamos en los principales índices: el S&P500, el EuroStoxx 50, el Nikkei 225, el SMI y el MSCI World. Desde noviembre de 2012, fecha de la investidura de Xi Jinping, el índice estadounidense ha ganado un 325,8%, encabezando la clasificación. Le siguen el MSCI World con un 196,93%, el Nikkei 225 con un 142,6%, el SMI con un 106,30%, el EuroStoxx 50 con un 71,59% y el CSI 300 con un 62,68%. Hay que señalar que el anuncio de medidas intervencionistas el 24 de septiembre mejoró mucho el comportamiento del mercado chino, que sólo había subido un 29,47% al cierre del 23 de septiembre.

A pesar del fuerte rebote de las bolsas chinas en las últimas sesiones de septiembre, los resultados del mercado fueron decepcionantes, sobre todo para un país que hasta hace poco había registrado un crecimiento del PIB muy superior al del mundo desarrollado. Durante este periodo, la relación rentabilidad/riesgo fue poco menos que decepcionante.

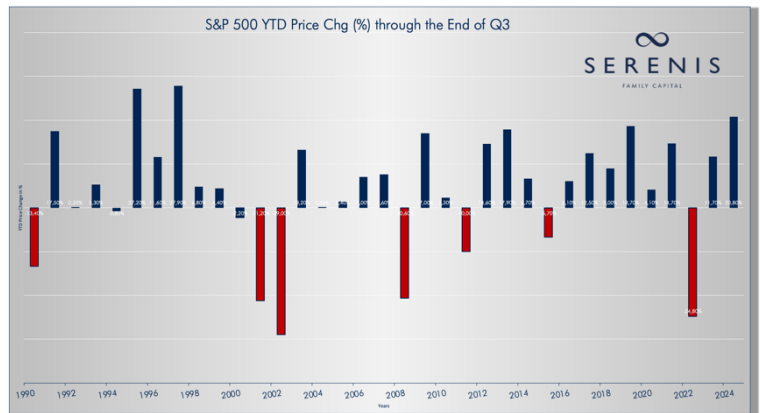
Este mes, le invitamos a leer « *El emperador rojo: Xi Jinping y su nueva China* », que explora el ascenso al poder de Xi Jinping y su transformación de China en una nación cada vez más autoritaria y centralizada. El libro examina la estrategia política de Xi Jinping, su consolidación del poder dentro del Partido Comunista y cómo ha configurado la política interior y exterior china. El autor también analiza las ambiciones de Xi Jinping de redefinir la posición de China en la escena mundial, al tiempo que explora las consecuencias de su régimen para las libertades individuales y la economía del país.

[*The Red Emperor : Xi Jinping and His New China, Michael Sheridan*](#)

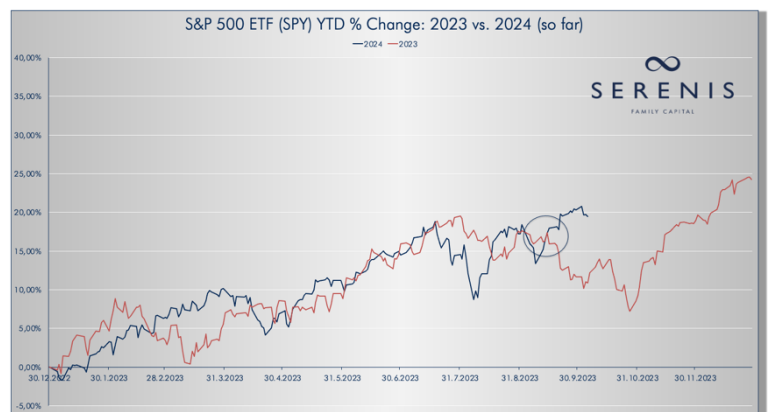


Tres gráficos :

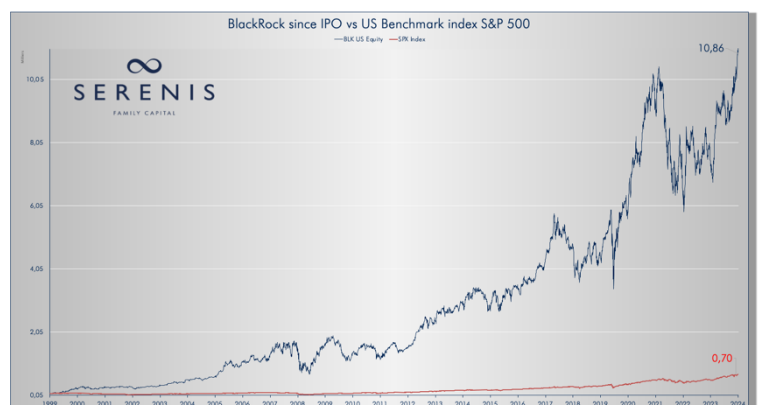
Con el S&P500 registrando una rentabilidad del +20,8% en lo que va de año, los inversores se alegran de un año floreciente. Este gráfico muestra el rendimiento del índice al final del tercer trimestre desde 1990. Sólo 7 años han sido negativos a estas alturas del año en más de 20 años. Hay que remontar a 1998 para encontrar una rentabilidad superior a la de 2024.



Veamos ahora la evolución del mismo índice entre 2023 y 2024. El 12 de septiembre ocurrió algo especial. Tras 176 días de cotización, el índice subió un 17,6% en 2023 y un 17,7% en 2024. La tendencia hasta finales de año sigue siendo incierta, pero el S&P500 terminó 2023 con un rendimiento del +24,23%.



BlackRock, uno de los mayores gestores de activos del mundo, salió a bolsa en octubre de 1999. Desde su salida a bolsa, las acciones de BlackRock han rendido una media del 20,7% anual, frente al 8,2% del S&P500 y el 9,7% del Nasdaq. La elección de los valores individuales de una cartera, y su mantenimiento a largo plazo, es la clave del éxito para muchos inversores.





“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