

#434

Carta del mes de septiembre

Estados Unidos acelera, el mundo paga: el riesgo de unos tipos reales disparados

PBI



Carta del mes

Septiembre

En crédito, las grandes tecnológicas absorben cantidades crecientes de capital para financiar la IA. Esta presión compite con la deuda soberana por el ahorro global y amenaza con mantener elevados los tipos reales a largo plazo.

En bolsa, la concentración en unos pocos gigantes tecnológicos ha llevado la dependencia a otro nivel: gran parte del mercado descansa sobre una misma promesa, que la IA genere retornos suficientes para justificar inversiones y valoraciones extraordinarias.

El crecimiento también se apoya cada vez más en el enorme Capex en IA. Si esa promesa empezara a debilitarse, un freno de la inversión podría desencadenar una corrección simultánea en crédito, bolsa y economía global. Demasiadas cosas dependen ya de que la IA cumpla.

Fernando Gonzalez Cantero
Presidente

El mes de un vistazo

La IA volvía a ocupar el centro del mercado, tanto por su avance tecnológico como por los riesgos asociados a su desarrollo. Las advertencias sobre la posibilidad de que la tecnología avance más rápido que los mecanismos de control reabrían el debate sobre su seguridad y sobre la conveniencia de ralentizar su desarrollo. Al mismo tiempo, aumentaba la preocupación por la competencia con China, reforzando las peticiones para endurecer los controles sobre su acceso a chips avanzados y capacidad de computación. En el plano empresarial, Meta sorprendía con Muse AI, cuya rápida adopción impulsaba a la compañía y extendía las subidas a Intel, AMD y Arm ante la expectativa de una demanda de computación más diversificada entre GPU y CPU.

La guerra con Irán seguía siendo el principal foco geopolítico. Estados Unidos amenazaba con nuevas sanciones financieras mientras aumentaban los ataques iraníes contra objetivos estadounidenses y el tráfico marítimo, y los hutíes extendían las hostilidades a instalaciones petroleras saudíes. El riesgo afectaba así tanto al estrecho de Ormuz como a las exportaciones de crudo por el Mar Rojo, aunque la rápida recuperación de la capacidad exportadora saudí y los contactos diplomáticos al margen de la Asamblea General de la ONU ayudaban a contener parcialmente la prima de riesgo.

La reunión entre Estados Unidos y China ofrecía pocos resultados públicos, aunque dejaba dos avances relevantes: la ampliación durante dos meses de la tregua comercial, hasta el 10 de enero, y un entendimiento para establecer un marco de seguridad militar relacionado con la IA. En paralelo, el G20 situaba en el centro del debate las elevadas rentabilidades de la deuda, la inflación y los desequilibrios comerciales chinos, aunque sin alcanzar un acuerdo conjunto sobre estos últimos. En Europa, las elecciones regionales alemanas volvían a evidenciar la debilidad política de la CDU de Merz y el avance de los extremos, especialmente de AfD. Aunque su impacto económico directo era reducido, los resultados podían dificultar la aprobación de la agenda reformista del Gobierno.

Los bancos centrales confirmaban un giro general hacia una política monetaria más restrictiva. El BCE elevaba el tipo de depósito 25 puntos básicos, hasta el 2,50%, y mejoraba sus previsiones de crecimiento, mientras mantenía un sesgo de endurecimiento condicionado por los datos. La Fed realizaba su primera subida en tres años, hasta el 3,75%-4,00%, ante una economía todavía fuerte y unas presiones inflacionistas persistentes. El Banco de Japón elevaba los tipos al 1,25%, máximo de 31 años, aunque acompañaba la decisión de un mensaje relativamente moderado que debilitaba al yen. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantenía el tipo en el 3,75%, pero dejaba abierta la posibilidad de una subida si el encarecimiento de la energía terminaba generando efectos inflacionistas de segunda ronda.

La economía de Estados Unidos seguía mostrando una fortaleza notable. En agosto se creaban 162.000 empleos, el desempleo permanecía en el 4,1% y los salarios crecían un moderado 3,1% interanual. La inflación continuaba por encima del objetivo, mientras las ventas minoristas avanzaban un fuerte 1,2% mensual. Los PMI preliminares de septiembre reforzaban todavía más esta imagen: el manufacturero alcanzaba 57,0 y el de servicios 58,7, llevando el compuesto hasta 58,4. La resistencia del empleo, del consumo y de la vivienda confirmaba una economía difícil de enfriar, justificando una política monetaria más restrictiva.

La Eurozona también resistía mejor de lo esperado el shock energético. El PMI compuesto subía hasta 53,1 en septiembre, máximo de tres años y medio, con una recuperación especialmente significativa en Alemania, donde alcanzaba 53,8, apoyado por servicios, manufacturas, inversión pública, defensa e inversión relacionada con la IA. Francia regresaba igualmente a terreno expansivo, aunque con una composición menos sólida. El IFO alemán reforzaba esta percepción y los principales institutos económicos revisaban al alza sus previsiones de crecimiento para Alemania. La contrapartida seguía siendo una inflación elevada, especialmente por el fuerte encarecimiento de la energía.

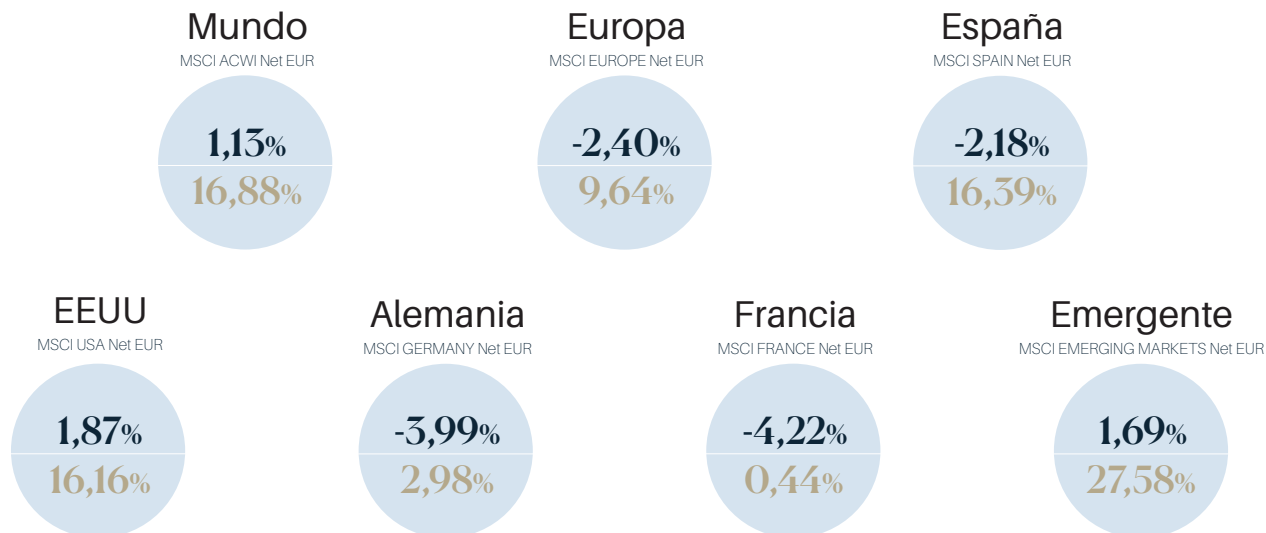
China continuaba mostrando una economía a dos velocidades. Las exportaciones crecían con fuerza, impulsadas por semiconductores y tecnología, y la producción industrial mejoraba, especialmente en manufacturas avanzadas. Sin embargo, la demanda interna permanecía débil: las ventas minoristas apenas crecían, la inversión en activos fijos seguía contrayéndose y el sector inmobiliario continuaba deteriorándose. La inversión en alta tecnología, IA y autosuficiencia tecnológica constituía la principal excepción. China mantenía así un fuerte dinamismo industrial y exportador, pero sin conseguir trasladarlo plenamente al consumo, la inversión privada y el mercado inmobiliario.

Finalmente, Japón combinaba una mejora industrial vinculada al ciclo global de IA con una moderación de la inflación. La confianza de los grandes fabricantes alcanzaba máximos desde 2021, impulsada por electrónica, semiconductores y centros de datos. Al mismo tiempo, la inflación general se mantenía en el 1,9% y las presiones sobre los precios de importación comenzaban a moderarse, aunque seguían siendo elevadas por la energía, la debilidad del yen y la creciente demanda de infraestructura relacionada con la IA.

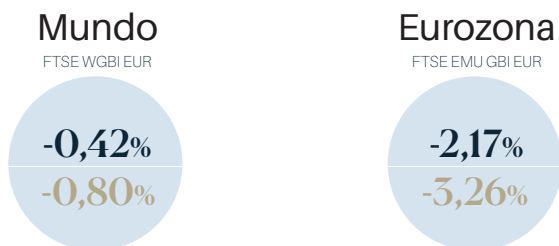
En conjunto, septiembre dejaba una economía mundial sorprendentemente resistente pese al shock energético y al endurecimiento monetario. Estados Unidos seguía liderando el crecimiento, Europa mejoraba y China mantenía la fortaleza industrial pese a la debilidad de su demanda interna. La combinación de IA, expansión fiscal, energía cara y actividad resistente mantenía, sin embargo, las presiones sobre la inflación y los tipos de interés, situando nuevamente a la rentabilidad de la deuda como uno de los principales riesgos para los mercados. ■

JUNIO
ANUAL

RENTA VARIABLE



DEUDA PÚBLICA



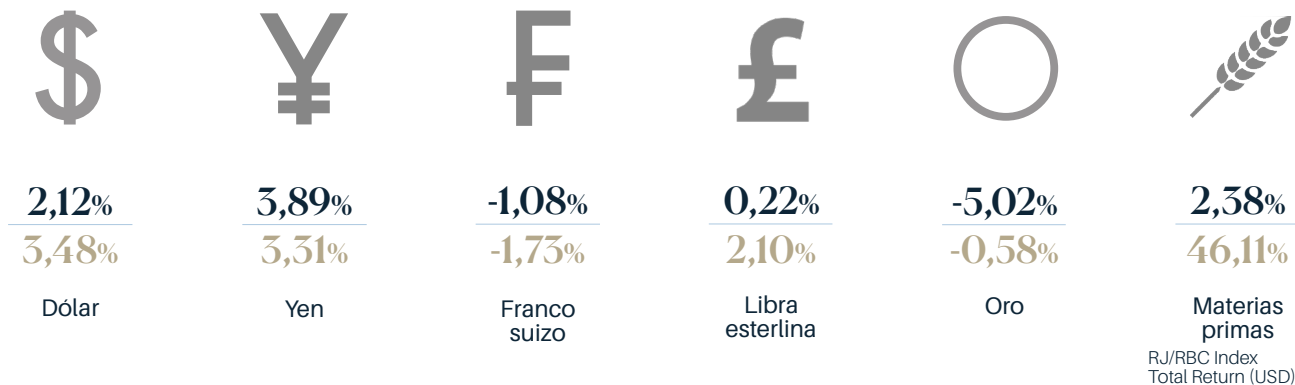
ÍNDICE MONETARIO

FTSE EURODEPOSIT 1 MONTH EUR



MERCADO DE DIVISAS

Siempre con respecto al Euro.



PRIMERA SEMANA

Nueva escalada del conflicto entre EEUU e Irán.

La primera semana, dominaba la atención sobre la escalada de la tensión en Oriente Medio y su impacto sobre los precios de la energía. En paralelo, las expectativas de subida de tipos de la Fed para la reunión de septiembre habrían ido cambiando a lo largo de la semana y volvían a aumentar tras la fortaleza del dato de empleo estadounidense. El IBEX subía un 0,04% y el Euro Stoxx bajaba un 1,43%. El S&P 500 subía un 0,09%, el NASDAQ subía un 0,40%. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 7pb en la semana, a 4,7862%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años subía 6,5pb, a 3,3385%. En divisas, el euro se apreciaba un 0,26% frente al dólar, a \$1,16132. El precio del oro se depreciaba un 0,54%, a \$4.429,8. El Brent finalizaba la semana con una subida, de 8,56%, a \$95,85, ante la escalada del conflicto entre EEUU e Irán y las dudas sobre el tráfico por el estrecho de Ormuz. La vuelta de los ataques mantenía la presión sobre el crudo. Por otra parte, la referencia europea del gas subía más de un 25%

en el último mes. La cercanía del invierno, unida a los bajos inventarios (65%) estaría impulsando el encarecimiento en un entorno en el que siguen las restricciones en el estrecho de Ormuz.

Broadcom pronosticaba un fuerte crecimiento de las ventas de chips ligados a IA para los próximos dos años, aunque la respuesta del mercado evidenciaba la elevada exigencia sobre el sector. En paralelo, Nvidia estaría negociando la compra de Hugging Face por \$14 millardos, buscando apoyar modelos independientes y reducir su dependencia de los hiperescaladores. En software, los buenos resultados y previsiones de Snowflake daban soporte al rebote del subsector, mientras Anthropic retomaba los tests de ciberseguridad tras reforzar sus sistemas a raíz de los incidentes del último mes.

Nueva escalada del conflicto entre EEUU e Irán, con la vuelta de los ataques cruzados tras varias semanas de relativa contención. La tensión escalaba a mitad



de semana con los peores ataques en semanas y nuevas amenazas de EEUU. El secretario del Tesoro, Bessent, apuntaba nuevas sanciones bancarias para “asfixiar económicamente” al régimen iraní.

El foco de la reunión de ministros de finanzas del G20 se situaba en los elevados niveles de rentabilidad de la deuda, la inflación y los desequilibrios comerciales con China. Bessent pedía una respuesta coordinada para frenar el superávit chino, aunque la reunión terminaba sin un comunicado conjunto que hiciera referencia a este desequilibrio. Japón también estaba en el foco, con Bessent presionando para que suba tipos y suavice sus ambiciones.

Kevin Warsh enunciaba en Jackson Hole, lo que denominaba principios clave de la política monetaria. La política monetaria debe ser prospectiva y basarse en datos y tendencias oportunas en lugar de información obsoleta. La Reserva Federal debe evaluar el incierto equilibrio entre la oferta y la demanda, mantener su firme objetivo de inflación del 2% y reconocer que la estabilidad de precios y el máximo empleo son objetivos complementarios. Los tipos a corto plazo deben ser la principal herramienta de política monetaria, y las medidas no convencionales deben reservarse para las crisis. La dinámica de la oferta monetaria sigue siendo importante, y una comunicación más clara y disciplinada por parte de la Reserva Federal mejora su credibilidad y la eficacia de sus políticas. Por último, Warsh reiteraba su preferencia por una orientación prospectiva menos explícita sobre la tendencia de los

tipos y concluía que está comprometido con la disciplina, no con las decisiones.

Según Handelsblatt, el principal diario económico y financiero de Alemania, podría estar gestándose un cambio en el Consejo Ejecutivo del BCE. Isabel Schnabel, actualmente miembro del Consejo Ejecutivo, podría dejar el BCE antes de que finalice su mandato para ocupar un puesto en el FMI. Su mandato en el BCE no está previsto que finalice hasta finales de 2027. Si Schnabel se marchara antes de tiempo, aumentaría la probabilidad de un “acuerdo global”, en virtud del cual los gobiernos de la Eurozona acordarían los tres puestos vacantes del Consejo Ejecutivo al mismo tiempo. Los mandatos del economista jefe Philip Lane y de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, expiran en junio y octubre de 2027, respectivamente. Si Schnabel pasara al FMI, esto podría allanar el camino para que Joachim Nagel, presidente del Bundesbank, se convierta en el candidato alemán para suceder a Lagarde, quien además cuenta con el respaldo del ministro de Finanzas alemán, Lars Klingbeil. Sin embargo, dado que el mandato del Economista jefe del BCE también expira en 2027, es igualmente posible que Alemania intente asegurar ese puesto en su lugar. El ex gobernador del banco central holandés Klaas Knot y Pablo Hernández de Cos, actual director general del Banco Internacional de Pagos (BIP), también se mencionan como posibles sucesores de Lagarde. Ambos son ampliamente considerados por los observadores del BCE como principales contendientes.

En EEUU, la contratación su-

peraba las expectativas en agosto, con la creación de 162 mil nuevos puestos de trabajo. La cifra de julio se revisaba de una disminución de 23 mil puestos a un aumento de 21 mil. La contratación en el sector de producción de bienes aumentaba de 29 mil a 41 mil, mientras que la contratación en el sector servicios se duplicaba de 42 mil a 86 mil. El sector sanitario volvía a ser un importante motor, y un repunte en el sector del ocio y la hostelería impulsaba la categoría en general. Los únicos datos negativos se registraban en los servicios de información (-23 mil) y los servicios financieros (-11 mil). La contratación pública también repuntaba, pasando de -50 mil a 35 mil. Este repunte de la actividad era suficiente para mantener la tasa de desempleo estable en el 4,1%, a pesar de un aumento en la tasa de participación del 61,4% al 61,6%. Los ingresos medios por hora se mantenían en una trayectoria moderada del 3,1% interanual. En general, el mercado laboral mantiene el pleno empleo.

En EEUU, la creación de empleo privado según ADP resultaba decepcionante, 38 mil empleos, por debajo de 46 mil esperados. La contratación variaba según el tamaño de la empresa, con las empresas más pequeñas y grandes agregando más empleos en agosto. Los servicios de educación y salud presentaban un buen desempeño nuevamente, seguidos por el ocio y la hostelería. Dentro del sector de bienes, la industria de la construcción presentaba un buen desempeño; sin embargo, esto no compensaba la pérdida en la manufactura. En general, el informe mostraba las ganancias más débiles desde principios de año, y no presentaba señales de impulso creciente en

el crecimiento salarial. El crecimiento salarial se mantenía dentro de bandas que indicaban una menor presión de los mercados laborales sobre la inflación. En julio, las ofertas de empleo aumentaban a 7,27 millones, desde los 7,18 millones revisados de junio (por debajo de una estimación inicial de 7,3 millones). El informe reforzaba la dinámica de “bajas contrataciones, bajos despidos” que ha caracterizado al mercado laboral estadounidense durante gran parte del último año. Las contrataciones caían a 5,05 millones en julio, frente a los 5,33 millones de junio. La tasa de renuncias disminuía una décima, hasta el 1,9%, lo que indicaba que la gente prefiere ser precavida, ya que otras oportunidades en el mercado laboral se consideran moderadas. Esto se reflejaba en las encuestas de confianza del consumidor.

En EEUU, el PMI manufacturero del ISM descendía a 54,6 en agosto, frente a 55,6. El componente “precios pagados” se mantenía sin cambios en 71,1, contrariamente a las expectativas de una ligera moderación. El empleo (-1,6) y, especialmente, los nuevos pedidos (-3) resultaban más débiles. Las empresas informaban de aumentos de los costes de los insumos, tensiones en las cadenas de suministros y elevada incertidumbre. Los productores químicos citaban los aranceles, las tensiones en Oriente Medio y la inflación como amenazas para el gasto de los consumidores. Sin embargo, los productos especializados ayudaban a preservar la rentabilidad. Los fabricantes de computadoras y productos electrónicos describían una crisis en la cadena de suministro peor que la experimentada durante el período posterior a la

pandemia. Atribuían esta crisis a la demanda de infraestructura de IA y a la incertidumbre comercial. Las empresas de maquinaria informaban de mayores costes para el acero, la energía, la mano de obra y los semiconductores, así como plazos de entrega más largos. Los fabricantes de productos diversos expresaban su preocupación por la escasez de materias primas relacionadas con la IA, los aranceles y los riesgos relacionados con Irán. Las empresas de metales primarios y equipos de transporte destacaban el aumento vertiginoso de los precios del acero y el aluminio, la menor visibilidad y las presiones sobre los márgenes.

En EEUU, el PMI de ISM de servicios resultaba más alto de lo esperado en 55,4. Los precios pagados (+2,3 a 72,6) y los nuevos pedidos (+3,7 a 60,9) aumentaban, mientras que el empleo se mantenía por debajo del umbral de 50 en 47,8. Las empresas informaban de una demanda generalmente resistente, pero continuaban experimentando presión por aranceles, tensiones geopolíticas y mayores costes. Los sectores de alojamiento, servicios de alimentación, educación, comercio mayorista y servicios profesionales citaban los aranceles, el conflicto en Oriente Medio y la inflación de las materias primas como desafíos clave. Las empresas de construcción informaban de una menor demanda de vivienda debido a que los tipos hipotecarios más altos reducían la asequibilidad. Mientras tanto, las empresas financieras y de seguros destacaban las presiones de los costes, la complejidad regulatoria y el gasto moderado. A pesar de estos desafíos, varias industrias

informaban de condiciones comerciales estables o en mejora y expectativas de crecimiento positivas para los próximos meses, con la disminución de las interrupciones en la cadena de suministro.

En la Eurozona, los datos macroeconómicos dejaban un tono mixto, con divergencias claras entre países y sectores. En Alemania, la actividad industrial mostraba una evolución favorable: el PMI manufacturero subía hasta 54,3, por encima del 54,1 esperado y del 52,2 anterior, mientras que los pedidos de fábrica avanzaban un 2,5% mensual, muy por encima del 0,3% previsto. Sin embargo, las ventas minoristas decepcionaban con una caída del 3,4% mensual frente al aumento del 0,4% esperado. La inflación alemana se situaba en el 2,9% anual, ligeramente por debajo del 3,0% previsto, aunque por encima del 2,8% anterior. En España, el PMI manufacturero caía hasta 49,5, entrando ligeramente en zona de contracción, mientras que los servicios continuaban mostrando una elevada fortaleza con 57,8 puntos, aunque por debajo de las expectativas y del dato anterior. Por el lado laboral, el desempleo aumentaba en 44.400 personas en agosto, claramente por encima de las 15.400 previstas. En Italia, la industria también se debilitaba, con el PMI manufacturero en 49,6, pero los servicios sorprendían positivamente al subir hasta 55,2; el PIB del segundo trimestre confirmaba un crecimiento del 1,0% interanual y 0,2% trimestral, mientras que la inflación repuntaba hasta el 3,3% anual y las ventas minoristas caían un 0,4% mensual. Finalmente, Francia presentaba el cuadro más débil, con los

PMI de servicios (48,0) y compuesto (48,5) en zona de contracción, junto con un fuerte deterioro de la construcción hasta 37,3 puntos.

En Alemania, la tasa de inflación aumentaba del 2,8% en julio al 2,9% en agosto. Los precios de la energía, en particular, subían bruscamente una vez más, aumentando un 10,5%, principalmente debido a los precios más altos del petróleo. Por otro lado, los precios de los alimentos aumentaban solo un 0,1%, en comparación con el 0,4% de julio, y no se observaron señales de presiones inflacionarias adicionales en otros sectores, ya que la tasa de inflación subyacente se mantenía en el 2,4%. De hecho, el ritmo de aumento de los precios de los servicios se moderaba ligeramente, con una inflación que caía del 2,9% al 2,8%.

En Japón, la primera ministra estaría preparando una remodelación de su gobierno, si bien parece que no tocará a la ministra de finanzas Katsuya, que se dice ha tenido un papel fundamental en lograr el apoyo de EEUU para intervenir en la divisa. Asimismo, un cambio de este rol podría incomodar al mercado, si percibe que esta función no tiene la misma sensibilidad por la divisa y la deuda, máxime en un momento de tensión con EEUU en este frente. Estos cambios se producen a punto de lanzar la rebaja del IVA de alimentación. Asimismo, el mercado empieza a digerir las cifras de déficit para el próximo presupuesto, que la agenda expansionaria de Takaichi lleva el gasto a niveles similares a la pandemia.

En Japón, la encuesta corporativa del segundo trimestre publicada

por el Ministerio de Finanzas apuntaba a una economía nacional más fuerte. El gasto de capital aumentaba un 1,6% interanual, lo que indicaba que la fuerte caída en la inversión empresarial reportada en la primera estimación del PIB es probable que se revise al alza en la segunda estimación. Los fundamentos corporativos resultaban particularmente fuertes, con ventas que aumentaban un 5,9% interanual y beneficios que aumentaban un 24,6% interanual, respaldadas por la demanda relacionada con la IA, una actividad de servicios resiliente y la flexibilización de las restricciones de suministro. La sólida evolución de los beneficios debería respaldar más inversión en el futuro. Esto está en línea con la visión de una economía japonesa impulsada por el gasto de capital.

En Japón, los datos del IPC de Tokio de agosto mostraban una mayor aceleración de las presiones inflacionarias, lo que respaldaba la posibilidad de una subida a corto plazo en septiembre. El IPC subyacente (sin alimentos frescos) subía al 1,8% interanual desde el 1,7% de julio, mientras que la inflación subyacente (excluyendo alimentos frescos y energía) aumentaba al 2,0% desde el 1,8%. El aumento de los costes del petróleo seguía repercutiendo en los precios al consumidor, especialmente en los bienes no duraderos. Las medidas gubernamentales para reducir las tarifas de electricidad y gas disminuían la inflación en aproximadamente 0,16 puntos porcentuales, compensando parcialmente los aumentos de precios más generales. Los precios de los bienes básicos se consolidaban, mientras que la inflación de los alimentos se mantenía elevada. La inflación de los servicios también superaba el 2% interanual,

excluyendo los efectos de las políticas, con aumentos notables en los costes médicos y los alquileres, categorías que históricamente han tendido a mostrar tendencias de precios más moderadas. En conjunto, estos acontecimientos sugieren que los riesgos para la inflación subyacente se inclinan cada vez más al alza. Los datos de precios de producción e importación de Japón correspondientes a agosto sugerían que las presiones en la cadena de suministro seguían siendo elevadas, pero mostraban cada vez más indicios de alcanzar su punto máximo. La inflación de los precios de importación se desaceleraba al 24,8% interanual desde el 29,3%, mientras que la inflación del IPP bajaba ligeramente al 7,6% interanual. La demanda relacionada con la IA seguía siendo una fuente creciente de presión sobre los precios. Los precios de los metales no ferrosos, el cobre y los equipos eléctricos continuaban acelerándose, lo que refleja una fuerte inversión en centros de datos e infraestructura eléctrica. Los datos de la cadena de suministro sugieren que la repercusión de los costes energéticos en los precios finales ha sido más lenta que durante la crisis de 2022.

En China, el PMI manufacturero no oficial de agosto subía por encima de las expectativas. El PMI manufacturero de RatingDog de China subía a 51,5 en agosto desde 50,9 en julio, superando las estimaciones de consenso de 51,0. La encuesta, que está más ponderada hacia los fabricantes enfocados en la exportación, mostraba una actividad más firme: la producción aumentaba a 53,1 desde 51,5, los nuevos pedidos a 52,0 desde 50,9, y los nuevos pedidos de exportación aumentaban

drásticamente a 52,2 desde 50,2, lo que reflejaba mejores condiciones de mercado, una demanda de clientes más fuerte, nuevos clientes, exportaciones sólidas y desarrollo empresarial. Los inventarios de materia prima aumentaban a 51,4 desde 50,7 y los inventarios de productos terminados a 51,3 desde 49,7, mientras que el empleo se moderaba a 50,0 desde 50,6 y los tiempos de entrega de los proveedores aumentaban ligeramente a 49,8 desde 49,6. Los precios de los insumos aumentaban de 51,7 a 52,2 debido al alza de los precios de los metales y el petróleo, pero los precios de los productos caían de 50,1 a 49,6, ya que la intensa competencia y las promociones impulsaban los primeros recortes de precios de venta de 2026, lo que mantenía la presión sobre los márgenes. Aunque ambas encuestas PMI mejoraban en agosto, el PMI RatingDog, orientado a las exportaciones, se expandía aún más, mientras que el PMI manufacturero oficial de la NBS se mantenía en contracción. En ambas encuestas, los índices de precios de los insumos se mantenían muy por encima de las medidas de precios de los productos, lo que indicaba una presión continua sobre los márgenes de beneficio de los fabricantes.■

SEGUNDA SEMANA

Fortaleza de los datos de empleo e inflación en EEUU.



En la segunda semana dominaba la escalada de las tensiones en Oriente Medio y el fuerte repunte de los precios de la energía. En paralelo, la fortaleza de los últimos datos de empleo e inflación en EEUU elevaba las expectativas de una subida de tipos de la Fed añadiendo presión a los mercados. El IBEX bajaba un 1,06% y el Euro Stoxx bajaba un 1,06%. El S&P 500 bajaba un 0,80%, el NASDAQ bajaba un 0,66%. La escalada de los costes energéticos por las tensiones en Oriente Medio seguía presionando al alza las curvas soberanas, mientras que el mercado también recibía con cierta decepción el anuncio de Bessent de que el Tesoro compraría hasta 6 mil millones de dólares en bonos con vencimientos entre 10 y 20 años, frente a los 8 mil-10 mil millones que se esperaban. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 18,7pb, a 4,9731%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años subía 16,5pb, a 3,5036%. En divisas, el euro se depreciaba un 0,15% frente al dólar, a \$1,1596. El precio del oro bajaba un 1,44%, a \$4.366,2. En el petróleo, el barril Brent subía un 8,84%, a \$104,32 ante la escalada de los ataques entre EEUU e Irán y la amenaza de los hutíes sobre el tráfico por el Mar Rojo. Las restricciones al tránsito por Ormuz seguían elevando los riesgos de suministro. A ello se sumaba la fuerte caída de la producción de Arabia Saudí en agosto, hasta mínimos desde 1990. En este contexto, la OPEP+ decidía mantener sin cambios sus niveles de producción para octu-

bre, mientras el gas europeo escalaba hasta el entorno de los 82 €/MWh.

Escalaban las tensiones en Oriente Medio, con un aumento de los ataques cruzados entre EEUU e Irán y pocas señales de un final del conflicto. A mitad de semana aumentaban las hostilidades, con ataques iraníes contra una base estadounidense en Jordania y contra el tráfico marítimo, mientras los hutíes ampliaban el conflicto con ataques a instalaciones petroleras en Arabia Saudí. La extensión territorial de la guerra amenazaba no solo el tráfico por el estrecho de Ormuz, sino también la salida de crudo saudí por el Mar Rojo. Trump apuntaba a una prolongación del conflicto hasta después de las elecciones de medio mandato en noviembre.

Aumentaba la tensión comercial entre EEUU y Canadá tras la ruptura de las negociaciones, con la entrada en vigor de los aranceles de represalia de Canadá sobre \$20 millones de bienes estadounidenses. En respuesta, EEUU anunciaba la prohibición de importar, a partir del 29 de septiembre, una amplia gama de productos canadienses. Trump elevaba también la presión sobre la empresa de aviones Bombardier, amenazando con prohibir sus ventas en EEUU si no fabrica en el país.

El BCE elevaba el tipo de depósito en 25 puntos básicos hasta el 2,50%. El BCE revisaba al alza el crecimiento hasta el 0,9% en 2026 y el 1,4 % en 2027, justificándolo en la resiliencia de la actividad en los últimos meses. En los precios, mantenía sin cambios las previsiones en 2026, y revisaba al alza 2027 y 2028, tanto la lectura general como la subyacente. Los mercados interpretaban esto como una señal de que pueden venir nuevas subidas de tipos. Durante la rueda de prensa, sin embargo, la presidenta del BCE, Lagarde, adoptaba un tono más equilibrado. Hacía hincapié repetidamente a la dependencia de la política monetaria de los datos y destacaba la rapidez con la que pueden variar los precios de las materias primas. También señalaba un menor crecimiento salarial y unas expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas. Dado el nivel excepcionalmente alto de incertidumbre, es probable que el BCE mantenga un sesgo al endurecimiento. No obstante, la necesidad de aplicar medidas de endurecimiento adicionales dependerá de los datos que se publiquen.

En EEUU, la inflación, IPC general, subía un 0,4% mensual, en línea con lo previsto, mientras que la subyacente se aceleraba hasta el 0,3%, una décima por encima de las expectativas. En términos interanuales, la general se situaba en el 3,4% y la subyacente en el 2,4%, ambas en línea con las previsiones, aunque esta última se moderaba una décima respecto al mes anterior. Como se esperaba, el IPP de agosto se situaba en el 0,4% recuperándose tras la caída de julio del 0,1% debido a los precios de la energía. El IPP subyacente (excluyendo alimentos y energía) subía

un 0,2%, situándose por debajo del 0,3% esperado. El índice subyacente, que excluye alimentos, energía y comercio al por menor, se situaba en línea con las expectativas, en el 0,3%. Los componentes sensibles al PCE, como las tarifas aéreas y la atención hospitalaria, resultaban más fuertes, lo que añadía riesgo al alza a la cifra del PCE subyacente de fin de mes.

En EEUU, el Índice de Clima de las Pequeñas Empresas, NFIB, en agosto caía a 98,7, bajando 1,1 puntos desde el máximo de casi un año de 99,8 en julio. Los problemas del mercado laboral persistían, con planes de contratación neta que se moderaban aún más. Mientras tanto, los encuestados planeaban subir los precios en los próximos tres meses, en el mismo porcentaje que en julio. Las ganancias reales se mantenían negativas, lo que reflejaría la presión continua sobre los márgenes, ya que es probable que las empresas no puedan trasladar los precios más altos de los insumos. La perspectiva económica neta disminuía, y el porcentaje de encuestados que esperaban mayores ventas caía.

En Europa, la atención de los mercados se centraba en la reunión del BCE, aunque la decisión de tipos estaba ampliamente descontada. En el frente macro, los datos ofrecían un tono mixto, pero, en general, positivo: la confianza inversora Sentix de septiembre repuntaba hasta 5,1 puntos, frente a los 2,1 esperados y 0,9 anteriores, mientras que el PIB del segundo trimestre crecía un 0,6% trimestral, por encima del 0,4% previsto, aunque el crecimiento interanual se situaba en el 0,5%, por debajo del 1% esperado. El

mercado laboral mantenía una evolución estable, con el empleo creciendo un 0,5% interanual y un 0,1% trimestral, ambos en línea con las previsiones. En Alemania, el superávit de la balanza comercial de julio mejoraba hasta €21,3 millardos, superando los €16 millardos esperados, aunque el detalle era menos positivo, con las exportaciones cayendo un 0,8% mensual y las importaciones un 5,7%. En Francia, el déficit comercial se ampliaba hasta los €6,7 millardos y el déficit por cuenta corriente aumentaba hasta los €4,7 millardos, tensionando notablemente los rendimientos de los bonos. Por su parte, el IPC alemán se publicaba sin sorpresas y en línea con las previsiones.

En Alemania, la producción industrial de julio decepcionaba, pero se puede esperar un repunte en el futuro. La producción manufacturera caía un 1,1% en julio, por debajo del modesto aumento del 0,2% esperado. El crecimiento de junio se revisaba a la baja al 0,0% desde la estimación preliminar del 0,2%. La producción interanual también era un 1,6% menor, lo que mostraba el frágil estado de la recuperación industrial. La debilidad era generalizada dentro de la manufactura. La producción industrial que excluye la construcción y la energía caía un 2,2% en el mes, dejando la producción un 1,9% por debajo de su promedio del segundo trimestre. La producción de bienes de capital y bienes de consumo no duraderos disminuía, mientras que la producción de bienes intermedios bajaba ligeramente. Solo la producción de bienes de consumo duraderos registraba un aumento. La producción automotriz era el principal lastre, con una caída del 9,2% debido a los cierres tem-

porales de plantas relacionados con la reconversión para vehículos eléctricos. La producción también se debilitaba en los sectores de productos químicos, caucho y plásticos, tras los sólidos datos de los meses anteriores. Por el contrario, la producción de computadoras y electrónica aumentaba un 2,7%, mientras que la de equipos eléctricos subía un 1,6%. Fuera del sector manufacturero, el panorama era más favorable. La producción de la construcción aumentaba un 0,9% y la producción de energía un 4,7%, alcanzando su nivel más alto desde 2022. En términos trimestrales, menos volátiles, la producción industrial total aún subía un 0,4%, lo que demuestra que la tendencia subyacente era más estable de lo que sugería la débil cifra principal de julio.

En China, se anunciaban medidas de apoyo al sector financiero, con una inyección de capital equivalente a \$54 millardos a las principales instituciones financieras para reforzar su capacidad de financiación y apoyar los objetivos de crecimiento. El IPC aumentaba al 0,8% interanual en agosto desde el 0,5% en julio. El repunte era impulsado principalmente por los precios más altos de los servicios de energía y transporte. La inflación de los alimentos subía ligeramente al -1,4% interanual desde el -1,5% en julio. La inflación no alimentaria se fortalecía hasta el 1,2% interanual desde el 0,9%, impulsada por los combustibles para vehículos y los servicios de transporte. Los precios de los combustibles subían un 8,3% interanual, un fuerte incremento desde el 0,8% de julio, mientras que la inflación de los servicios de transporte aumentaba al 3,0% desde el 0,4%. Excluyendo alimentos y energía, la inflación subya-

cente del IPC subía ligeramente al 1,0% desde el 0,9%. La inflación general del IPP de China subía al 3,8% interanual en agosto desde el 3,5% de julio. El aumento reflejaría principalmente precios más altos de productos derivados del petróleo, con los productos relacionados con semiconductores representando aproximadamente la mitad del incremento. En términos anualizados y ajustados estacionalmente, el IPP aumentaba un 2,8%, revirtiendo la caída del 6,1% de julio. La inflación de bienes de producción subía al 5,0% desde el 4,8%, mientras que la deflación de bienes de consumo se moderaba al -0,5% desde el -0,8%. En general, el repunte de agosto estuvo impulsado por precios más altos de tecnología y energía, con deflación observada en algunos sectores, lo que reflejaría un crecimiento económico a dos velocidades.

En China, el fuerte crecimiento del comercio continuaba en agosto, liderado por la demanda tecnológica. Las exportaciones de China aumentaban un 25,0% interanual en agosto, acelerándose desde el 23,9% en julio. Las exportaciones en lo que va del año aumentaban un 19,3% a \$2,92 billones, lo que confirmaba que la demanda externa se mantenía firme. Por destino, las exportaciones a EEUU continuaban recuperándose y aumentaban un 6,1% interanual en lo que va del año tras cinco meses consecutivos de mejora, aunque todavía se quedaban rezagadas con respecto a los envíos a otros mercados. Corea, Taiwán y Rusia registraban el mayor crecimiento interanual, seguidas por los países ASEAN y África, mientras que los envíos a Japón y Canadá también tenían un desempeño inferior. Los productos tecnológicos seguían sien-

do el principal motor: las exportaciones de semiconductores aumentaban un 129,8 % interanual y las de máquinas automáticas de procesamiento de datos un 76,5 %. El crecimiento de las exportaciones de automóviles y barcos se desaceleraba al 43,0% y al 21,0%, respectivamente. El crecimiento de las importaciones también se fortalecía, aumentando al 28,2% interanual desde un 27,6% en julio. La demanda de bienes tecnológicos volvía a liderar el aumento. Las importaciones de alta tecnología aumentaban un 68,7% interanual, las de máquinas automáticas de procesamiento de datos un 209% y las de semiconductores un 83,6%. Los volúmenes de importación de petróleo crudo aumentaban un 6,2% intermensual por segundo mes consecutivo, pero se mantenían un 23,4% por debajo del año anterior. Las importaciones de automóviles caían un 19,9% interanual en lo que va del año, lo que reflejaría una intensa competencia interna y una menor demanda de vehículos extranjeros. El superávit comercial de China se ampliaba a \$119,1 millardos en agosto, su cuarto mes consecutivo por encima de los \$100 millardos, mientras que el superávit acumulado en lo que va del año aumentaba un 3,1% interanual. Las fuertes exportaciones mantenían el superávit en camino de alcanzar un nuevo máximo anual y podrían aumentar la presión de los socios comerciales. En general, los datos refuerzan el patrón de crecimiento en forma de K de China: la demanda externa y relacionada con la tecnología se mantiene fuerte, mientras que la demanda interna en general es comparativamente débil.

En Japón, el sector manufacturero cobraba impulso en septiembre,

con la encuesta Tankan de Reuters que mostraba que el sentimiento entre los grandes fabricantes aumentaba de 18 en agosto a 21, su nivel más alto desde finales de 2021. La mejora era impulsada principalmente por la industria electrónica, donde la confianza alcanzaba un máximo de ocho años en medio de una fuerte demanda relacionada con la IA y los centros de datos. Los productores de semiconductores, materiales y maquinaria continuaban beneficiándose del ciclo de inversión global en IA, mientras que los indicadores a futuro sugerían mayores ganancias. Fuera de la manufactura, el sentimiento entre las empresas del sector servicios también mejoraba modestamente de 28 a 29, respaldado por el comercio minorista y el transporte. En general, la encuesta apuntaba a condiciones comerciales resilientes y señalaba que el sentimiento corporativo se mantenía firme. ■



TERCERA SEMANA

Subida de tipos por parte de la Fed.

La tercera semana, se vio determinada por la subida de tipos de la Fed, la escalada de las tensiones en Oriente Medio y las tensiones en relación con la seguridad del desarrollo de la IA. En paralelo, se publicaban los datos de actividad de agosto en China, que continuaban siendo débiles. El IBEX bajaba un 1,64% y el Euro Stoxx bajaba un 1,41%. El S&P 500 bajaba un 0,08% y el NASDAQ subía un 0,72%. La Reserva Federal procedía con la primera subida de tipos de interés en tres años y, su presidente, Warsh, ganaba credibilidad al mostrar determinación a lograr la estabilidad de precios. Las decisiones de política monetaria del resto de bancos centrales estuvieron en línea con lo previsto, la subida de tipos de interés del Banco de Japón era interpretada con un sesgo blando al haber sido aprobada con la disidencia de dos miembros, mientras que la decisión de mantener del Banco de Inglaterra se interpretaba como dura, al insinuar que podrían aumentar más los tipos para mitigar presiones inflacionistas. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 2,3pb, a 4,9961%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años subía 0,8pb, a 3,5118%. Los diferenciales de crédito se mantenían sin cambios, con el IG en niveles de 53pb y el High

Yield de 257pb. El mercado primario europeo cerraba la semana con un volumen superior a €41 millardos en línea con las expectativas. En divisas, el euro se depreciaba un 0,96% frente al dólar, a \$1,14848 El precio del oro subía un 0,45%, a \$4.385,9. El barril Brent bajaba un 0,91%, a \$103,37.

Las inquietudes por la seguridad del desarrollo de la IA volvían a escalar tras las declaraciones del CEO de Anthropic, apoyado por el CEO de OpenAI y por Elon Musk, para frenar la velocidad de desarrollo de la IA y evitar que “supere” el control humano y realice un daño irreparable. Esto ha llevado al CEO de OpenAI a retrasar su salida a bolsa, prevista para este año, y ahora buscarían llevar a cabo una nueva ronda de financiación privada, que podría valorar la compañía por encima de los \$1,2 billones. Por otro lado, si bien, el presidente Trump y el CEO de Anthropic Ilya Sutskever no coincidían en la necesidad de frenar el ritmo de desarrollo, sí coincidieron en la necesidad de evitar que el desarrollo de la IA de China supere al de EEUU. Para ello, Ilya pedía un endurecimiento de los controles de exportación que den a China acceso a los chips más avanzados, incluido más control sobre las reventas

desde países terceros, incluso en el acceso de China al alquiler de capacidad de computación en centros de datos avanzados.

La tensión en Oriente Medio volvía a escalar, tras posponerse la reunión entre Irán y los países del Golfo para la reapertura de Ormuz y por la intensificación de los ataques hutíes contra Arabia Saudí, incluido uno de sus principales oleoductos, lo que amenazaba el suministro a través del Mar Rojo. Arabia Saudí buscaba rutas alternativas vía Omán para sostener sus exportaciones de crudo.

Canadá y la UE, avanzaban hacia una alianza más estrecha en un contexto de creciente tensión comercial con EEUU, aunque el primer ministro Mark Carney descartaba una adhesión canadiense al bloque. La propuesta europea de convertir a Canadá en miembro asociado recibía una respuesta favorable de Carney, que apostaba por reforzar conjuntamente la resiliencia económica y política. Trump advertía de posibles represalias comerciales contra Europa si la integración avanzaba.

La Fed llevaba a cabo la primera subida de tipos de interés en tres años, llevando la referencia oficial al rango del 3,75-4,00% -el primer movimiento de este tipo desde 2023- en una decisión tomada por unanimidad, ante la persistencia de la inflación, la fortaleza de la economía y la intensificación de la geopolítica. La decisión era unánime, y la declaración adjunta señalaba que el aumento de tipos ayudaría a alcanzar el objetivo de inflación del 2% más rápidamente. Aunque los banqueros centra-

les anticipaban una desaceleración de la inflación en los próximos trimestres, reconocían que se necesitaban más medidas para alcanzar este objetivo. El gráfico de previsiones de los miembros indicaría una preferencia por un aumento adicional de tipos en 2026. En 2027, sin embargo, las preferencias divergen. Algunos indican otro aumento de tipos, otros ven que los tipos se mantengan estables y algunos indican que podrían justificarse tipos más bajos. Durante la rueda de prensa, Warsh hacía referencia a su discurso en Jackson Hole, destacando las favorables condiciones financieras en una economía robusta que parecería estar fortaleciéndose. Afirmaba que la medida adoptada suponía una reducción del estímulo, no un endurecimiento. Respecto a la inflación, reiteraba su opinión de que demasiadas subcategorías del IPC estaban aumentando a un ritmo del 3% o más, lo que no cumpliría con su criterio de que la inflación se acerque al objetivo con la suficiente rapidez. En general, creemos que la principal motivación de la subida esta vez fue afianzar la credibilidad.

El Banco de Japón (BoJ) elevaba los tipos al 1,25%, máximos de 31 años, aunque con un tono más blando de lo esperado y la falta de claridad sobre futuras subidas que debilitaban al yen. La decisión se aprobaba en una votación de 7-2, con los miembros Asada y Sato disintiendo en contra de un mayor endurecimiento, ambos nombrados por el gobierno de Takaichi. Cabe destacar que no se presentó ninguna propuesta para una subida mayor de 50pb. La postura política general del BoJ se mantuvo prácticamente sin cambios en comparación con julio. Se

reiteraba que el BoJ continuaría elevando los tipos de interés oficiales y ajustando el grado de estímulo monetario en función de la evolución económica y la inflación, sin sugerir un cambio hacia un territorio claramente restrictivo. Las condiciones financieras seguirían siendo acomodaticias incluso después de la subida, lo que sugiere margen para seguir elevando el tipo de interés oficial hacia la neutralidad. En general, si bien la subida de tipos se desarrolló según lo previsto, el mensaje que la acompañaba ofrecía pocas pruebas de una postura política más restrictiva.

El Banco de Inglaterra (BoE) dejaba el tipo de referencia sin cambios en el 3,75%, pero el tono, que era muy cauteloso, dejaba la puerta abierta a una subida de tipos a finales de este año, dado el aumento de los precios de la energía. La mayoría del BoE no estaba convencida de que una subida de tipos fuera necesaria todavía, dada la ausencia de efectos de segunda ronda y la debilidad del mercado laboral. La aceleración de la inflación general habría sido impulsada principalmente por los precios más altos de la energía con señales limitadas de una ampliación de las presiones inflacionarias. Además, el sesgo de la política monetaria seguiría siendo restrictivo y las condiciones financieras se habrían endurecido desde marzo. El BoE preveía que la inflación alcance su punto máximo ligeramente por encima del 4% a principios del próximo año. Esto es significativo porque los estudios del BoE sugieren que las tasas de inflación superiores al 4% aumentan la probabilidad de efectos de segunda ronda. Además, la votación fue 6-3 como se esperaba, pero tres miembros de la mayoría (uno de ellos

el gobernador Bailey) estaban menos convencidos que en julio, mencionando explícitamente que su comportamiento de voto ahora está condicionado a las perspectivas de los precios de la energía. También es interesante notar que los tres disidentes continúan caracterizando la necesidad de una subida desde la perspectiva de la “gestión de riesgos”.

El BCE mantenía un tono prudente ante el repunte de los costes energéticos derivado del conflicto en Oriente Medio. Mientras el gobernador del BC de Letonia, Martins Kazaks, defendía subidas graduales de tipos para evitar efectos de segunda ronda. Por su parte, el gobernador del BC de Finlandia, Oli Rehn, señalaba que los efectos de segunda ronda aún no se están materializando. Por otro lado, el economista jefe Philip Lane advertía del posible impacto de la energía sobre el consumo, mientras el nuevo vicepresidente Boris Vujcic recalca que las decisiones dependerán de un conjunto amplio de indicadores y no solo de las presiones energéticas.

En la Eurozona, el IPC de agosto se confirmaba en el 3,2% anual (revisado ligeramente a la baja desde el 3,3% preliminar), con la energía subiendo un 14,3% anual —máximo desde enero de 2023—, mientras la inflación subyacente retrocedía al 2,4% desde el 2,5% y los servicios se moderaban al 3,0%. Por países, España volvía a liderar la divergencia: el IPC nacional repuntaba al 4,3% anual en agosto (IPCA armonizado en 4,6%), con el subyacente moderando una décima hasta el 2,9%, en un mes marcado por el fuerte tirón de los carburantes (9,5% en transporte). Ale-

mania mostraba una inflación del 2,9% anual con un composite PMI en zona de expansión moderada (51,9), apoyado en manufacturas ligadas a defensa e infraestructuras. Francia, en cambio, combinaba una inflación armonizada más contenida (2,6% IPCH; 2,4% IPC nacional) con un frenazo notable en actividad, con el composite PMI cayendo a 48,3, en zona de contracción.

En EEUU, las ventas minoristas aumentaban un 1,2 % en agosto, registrando el mayor incremento mensual en cinco meses y superando las estimaciones de consenso. Excluyendo los automóviles, las ventas aumentaban un 1,4%, y el grupo de control —la medida relevante para el PIB— se disparaba un 1,4%, en comparación con un aumento estimado de tan solo el 0,5%. Las ventas en gasolineras repuntaban un 3,1%, mientras que el gasto en comercios no presenciales (en línea) y restaurantes contribuía notablemente. En general, las cifras mostraban un consumidor resiliente de cara al final del año, a pesar del aumento de los precios de la energía.

En el Reino Unido, el IPC de agosto se aceleraba aún más, subiendo al 3,1% interanual, desde el 2,9% de julio, en línea con las expectativas. Este aumento se debía principalmente al alza de los precios de la gasolina (+23% interanual). Sin la crisis de los precios de la energía, el IPC general se habría mantenido en el rango del 2,2-2,4% desde abril. Los efectos indirectos más allá de la energía siguen siendo muy limitados. A diferencia de 2022, cuando la crisis de los precios de la energía desencadenó una espiral de salarios y provocó un aumento genera-

lizado de los costes en toda la economía, el débil mercado laboral debería limitar el alcance de una transmisión similar esta vez; hasta ahora, la presión sobre los salarios parece contenida. El IPC subyacente se mantenía sin cambios en el 2,6%, con la inflación de los servicios estable en el 3,4% y presiones subyacentes de precios contenidas. La inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas también se mantenía estable en el 1,3%. De cara al futuro, prevemos que la inflación general se acelere aún más y probablemente supere nuestra previsión de un pico del 3,4% en el primer trimestre de 2027, debido al fuerte aumento de los precios del petróleo en septiembre.

En el Reino Unido, los datos del mercado laboral se mantenían consistentes con suficiente holgura en la economía. El crecimiento salarial regular del sector privado se mantenía en 2,9% anual en julio. El crecimiento salarial subyacente seguía siendo moderado y dentro del rango considerado consistente con el objetivo de inflación del BoE. Los datos de la encuesta señalaban pocos cambios esperados, lo que sugería que es probable que el crecimiento salarial se mantenga alrededor del 2,9% en los próximos meses. Los indicadores del mercado laboral continuarían debilitándose. Si bien la tasa de desempleo se mantenía sin cambios en el 4,9%. Las vacantes también continuaban su tendencia a la baja, lo que reforzaba la imagen de una demanda laboral debilitada. En general, los datos sugerían un mercado laboral flexible con escasa evidencia de nuevas presiones inflacionarias impulsadas por los salarios.

En China, los datos de actividad de agosto mostraban una debilidad persistente en la demanda interna, a pesar de una producción industrial más firme. El crecimiento de las ventas minoristas se desaceleraba al 0,4% interanual desde el 0,6% en julio, por debajo de las expectativas (0,8%). Los automóviles eran el principal lastre, con una caída de las ventas del 18,5%, mientras que las ventas de muebles, oro y joyería también se contraían drásticamente. Los dispositivos de comunicación, el tabaco y el alcohol, y los bienes de consumo básico tenían un mejor desempeño. Es probable que los estímulos al consumo, incluidos los subsidios de intereses en los préstamos al consumo, proporcionen solo un impulso modesto.

En China, la inversión en activos fijos caía un 7,2% interanual en los primeros ocho meses, marcando una sexta desaceleración consecutiva. La inversión en alta tecnología seguía siendo el único punto positivo, aumentando un 5,2% a medida que las inversiones continuaban fluyendo hacia la IA, la modernización industrial y la autosuficiencia tecnológica. Por otra parte, la inversión en infraestructura, manufactura e inmobiliaria caía un 4,0%, un 2,3% y un 19,9%, respectivamente. La inversión privada se mantenía especialmente débil. La producción industrial resultaba más resistente, aumentando un 5,2% interanual desde el 4,5% en julio y superando las expectativas. La manufactura crecía un 6,1%, mientras que la manufactura de equipos y alta tecnología se expandía un 12,1% y un 16,7%. Los sólidos valores de las exportaciones confirmaban que la demanda externa seguía siendo un apoyo impor-

tante. Sin embargo, la producción en las industrias vinculadas a la propiedad y la construcción continuaba contrayéndose.

En China, la desaceleración del mercado inmobiliario también persistía. Los precios de las viviendas nuevas caían un 0,17% mensual y los precios de las viviendas usadas disminuían un 0,31%, en línea con el ritmo de julio. Algunas ciudades de primer nivel mejoraban, pero la estabilización a nivel nacional seguía siendo limitada. Los precios débiles, el exceso de inventarios y la caída de los ingresos por venta de terrenos continuaban lastrando la confianza, el consumo y la inversión. En general, la actividad seguía siendo desigual y débil, lo que hacía probable una tasa de crecimiento del PIB lenta en el tercer trimestre, con riesgos inclinados a la baja. La demanda de crédito en China seguía siendo débil. Los datos monetarios y crediticios de agosto no cumplían con las expectativas, ya que los préstamos bancarios y la emisión de bonos gubernamentales se ralentizaban.

En Japón, el IPC se mantenía sin cambios en el 1,9% anual en agosto, por debajo del consenso del 2,0%, mientras que los precios ajustados estacionalmente se mantenían estables, después de subir un 0,4% en julio. El IPC subyacente, excluyendo los alimentos frescos, se moderaba al 1,7% anual desde el 1,8%, ligeramente por debajo de la previsión del 1,8%. La desaceleración reflejaba en gran medida una menor inflación energética tras las nuevas medidas gubernamentales que contenían los precios de la electricidad y el gas. El IPC subyacente aumentaba

un 0,1% mensual, por debajo del 0,3% de julio. El nuevo IPC subyacente (excluyendo los alimentos frescos y la energía), medida preferida del Banco de Japón para medir las presiones de la demanda subyacente en la economía, también se mantenía sin cambios en el 1,9% interanual, por debajo del consenso del 2,0%, y aumentaba un 0,3% mensual. El aumento de los precios de los artículos para el hogar se veía ampliamente compensado por la moderación de la inflación de los alimentos. La inflación de los servicios del sector privado, excluyendo los alquileres, se ralentizaba, aunque los precios de los restaurantes se mantenían firmes. La inflación subyacente se ha mantenido por debajo del objetivo del 2% del BoJ durante ocho meses, en parte porque los subsidios a los servicios públicos compensaban los aumentos más amplios de los precios de los bienes. La última escalada en Oriente Medio, y los mayores costes del combustible y la presión de los precios de las importaciones por un yen débil, seguían siendo riesgos al alza para la inflación. Se espera que las presiones inflacionarias aumenten aún más hacia finales de año. Los precios más altos de los productos petrolíferos habrían comenzado a impulsar la inflación subyacente de los bienes, una tendencia que probablemente gane fuerza en los próximos meses.

En Japón, los datos de precios de producción e importaciones correspondientes a agosto sugerían que las presiones en la cadena de suministro seguían siendo elevadas, pero mostraban cada vez más indicios de alcanzar su punto máximo. La inflación de los precios de importación se desaceleraba al 24,8% interanual desde el 29,3%,

mientras que la inflación del IPP bajaba ligeramente al 7,6% interanual. Mensualmente, ambas disminuían, lo que indicaba una pérdida de impulso tras los repuntes anteriores impulsados por la debilidad del yen y el aumento de los precios de la energía. La demanda relacionada con la IA seguía siendo una fuente creciente de presión sobre los precios. Los precios de los metales no ferrosos, el cobre y los equipos eléctricos continuaban acelerándose, lo que reflejaba una fuerte inversión en centros de datos e infraestructura eléctrica. Los datos de la cadena de suministro sugerían que la repercusión de los costes energéticos en los precios finales habría sido más lenta que durante la crisis de 2022. El aumento de los precios de las energías renovables y la demanda de IA supondrían un riesgo al alza para el IPC, mientras que el precio del arroz supondría un riesgo a la baja. En este contexto, es previsible que la inflación subyacente se acelere temporalmente hasta situarse en torno al 2,5%, antes de estabilizarse en torno al objetivo del Banco de Japón a partir de finales del verano de 2027. Este panorama reforzaría aún más la necesidad de una normalización más rápida por parte del Banco de Japón.■

CUARTA SEMANA

Meta deslumbra al mundo con su nuevo modelo de IA.

En la cuarta semana, las bolsas cerraban con un balance positivo, apoyado por la fortaleza de las compañías tecnológicas y el renovado interés por la inteligencia artificial. Estos factores habrían servido de contrapeso a la presión que ejercía el repunte de las rentabilidades de la deuda y el riesgo geopolítico. La reunión Trump y Xi Jinping se saldaba con una extensión de la tregua comercial, sin mayores avances. El IBEX subía un 0,95% y el Euro Stoxx subía un 0,99%. El S&P 500 subía un 1,21% y el NASDAQ subía un 2,06%. Se registraba una fuerte presión en la deuda americana alcanzando el 10yr máximos de dos décadas. Los precios del petróleo, junto con la resiliencia económica, la necesidad de inversión en IA y la oleada de voces de la Fed mostrando preocupación por la inflación, llevaban a los futuros a descontar más endurecimiento de aquí al verano del 2027 (hasta casi 4 subidas). Europa no se quedaba al margen de las ventas de bonos, particularmente intensas en Francia, donde la prima de riesgo alcanzaba los 108pb, ante la falta de acuerdo político para poner coto al déficit a meses de la cita electoral presidencial. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 16,4pb, a 5,1604%. La rentabilidad del bono alemán subía 8,9pb, a 3,5997%. En divisas, el euro se depreciaba un 0,84% frente al dólar, a \$1,13889. Los diferenciales de crédito se ampliaban 34pb en el High Yield a máximos de comienzos de mayo (291pb), con más moderación en IG (+7pb 60pb). El precio del oro se depreciaba un 2,23%, a \$4.287,9. El barril Brent subía un 0,98%, a \$104,38%, con

avances y retrocesos al ritmo de la geopolítica y sopesando las expectativas de acuerdo con Irán, la reapertura del oleoducto del Mar Rojo de Arabia Saudí y los continuos ataques de los hutíes.

Meta deslumbraba al mundo con su nuevo modelo de IA, llamado Muse AI. La aplicación Muse superaba a ChatGPT como la principal aplicación gratuita para iOS en EEUU después de su lanzamiento el 8 de septiembre. Dado que Muse representa una diversificación de la habitual fuente de ingresos publicitarios de Meta, el valor reaccionaba con una subida del 11,43 %. Y dado que Muse es fundamentalmente de naturaleza activa, su uso generalizado debería conducir a una mayor demanda de CPU, en lugar de solo chips GPU que dominan el procesamiento de IA. El aumento del 12,14% de Intel parecía basarse en este razonamiento. Los inversores de AMD también parecían estar convencidos de esta idea, y la compañía superaba el billón de dólares de capitalización. Arm Holdings subía un 17% gracias al mismo sentimiento alcista en torno a la IA. El índice de semiconductores de Filadelfia repuntaba un 4,3% para registrar su quinta sesión consecutiva de ganancias.

La posibilidad de una salida diplomática tras las reuniones mantenidas por los equipos negociadores en el margen de la Asamblea de la ONU ayudaba a contener el riesgo geopolítico, tras intervenciones duras por parte de



Trump e Irán en el marco de la Asamblea de la ONU. La expectativa de acuerdo se acogía mejor en renta variable que en los precios energéticos que estarían más tensionados por el mantenimiento de ataques de los hutíes. En la semana también se conocía que Arabia Saudí recuperaba su capacidad de exportación desde el Mar Rojo, con mucha mayor celeridad de la inicialmente estimada.

La esperada reunión entre los presidentes de China y EEUU se saldaba con mucha “pompa” y poca sustancia a nivel público. El principal avance en la relación lo preanunciaba Bessent, con una extensión de 2 meses de la tregua comercial hasta el 10 de enero. Asimismo, resultada positivo que entre las dos potencias haya habido un entendimiento para fijar el marco de juego de la IA en la seguridad militar.

Dos elecciones estatales en Alemania Oriental resultaban en nuevas pérdidas para la CDU de Merz. En Mecklemburgo-Pomerania Occidental, la CDU no lograba superar el umbral del 5%, por primera vez en su historia, tras haber perdido alrededor de 8 puntos porcentuales. El partido más fuerte en las elecciones era la ultraderechista AfD, que ganaba 21 puntos porcentuales hasta alcanzar el 38%. El segundo puesto era para el centrozquierdista SPD con el 36%. En la ciudad-estado de Berlín, la CDU perdía más de 9 puntos porcentuales, pero se posicionaba como el segundo partido más fuerte después de la izquierda radical Die Linke, por la que votó más de una cuarta parte de todos los berlineses. El SPD per-

día 6,5 puntos porcentuales y quedaba en quinto lugar. La AfD alcanzaba el 16%. Ninguno de estos resultados sería muy significativo a nivel federal, especialmente porque Mecklemburgo-Pomerania Occidental representa solo alrededor del 1% del PIB alemán. Berlín representa menos del 5%. Sin embargo, el bajo rendimiento de la CDU lastraría la agenda de reformas del canciller Merz. Muchas de las reformas habrían sido acordadas por ambos socios de la coalición, pero aún deben ser aprobadas por el Parlamento.

Philip Lane y Nagel, del BCE, debatían sobre el impacto de la energía en la inflación reflejando la preocupación por los riesgos de un shock duradero, si bien confirmaban que todavía no hay efectos de segunda ronda y que el mercado laboral está más flojo que en 2022. Se conocía, por otra parte, la dimisión de Schnable, para irse al FMI, un movimiento que ponía el foco en el proceso de elección del relevo de Lagarde, con Knot y Hernández de Cos confirmando sus candidaturas.

En la Fed se intensificaba el debate sobre la duración e intensidad del ciclo de subidas, y el timing en el que procederá con la siguiente. Así, teníamos múltiples intervenciones de distintos miembros de la Fed, todos mostrando preocupación por los precios y los riesgos del alargamiento del shock energético.

En EEUU, los PMI preliminares de septiembre sorprendían claramente al alza, con el manufacturero subiendo hasta 57,0 (vs 53,6 espe-

rado) y el de servicios hasta 58,7, llevando el índice compuesto a 58,4 y apuntando a una aceleración de la actividad. El mercado laboral también mantenía un tono favorable, con las peticiones semanales de subsidio por desempleo en 197 mil, por debajo de las 201 mil previstas, mientras que las solicitudes continuadas se situaban en 1,719 millones. En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas nuevas aumentaban un 6,4% mensual, hasta 684 mil unidades, superando ampliamente las estimaciones, pese al repunte de los tipos hipotecarios a 30 años hasta el 7,12%. Por su parte, los pedidos de bienes duraderos se mantenían estables en agosto, mejor de lo esperado, aunque el componente subyacente avanzaba solo un 0,3%, por debajo del 0,6% previsto.

En España, el PIB del segundo trimestre confirmaba un crecimiento trimestral del 0,7% y un avance interanual del 2,6%, ligeramente por debajo de la estimación previa, mientras que los precios a la producción se aceleraban hasta el 13,2% interanual en agosto. Por su parte, en la Eurozona el crecimiento del crédito seguía fuerte, con los préstamos a empresas aumentando un 4,2% interanual y los préstamos al sector privado un 3,1%, mientras que la masa monetaria M3 crecía un 3,5%.

En la Eurozona, los PMI preliminares de septiembre apuntaban a una economía que estaría capeando el reciente aumento de los precios de la energía sorprendentemente bien. El PMI compuesto subía de 52,0 a 53,1, su nivel más alto en tres años y medio, con una mejora tanto en los

nuevos pedidos como en los pedidos pendientes. Las respuestas a la encuesta se recogían en gran medida después del último repunte de los precios del petróleo, lo que sugiere que las empresas ya estarían teniendo en cuenta los mayores costes energéticos en sus evaluaciones. Alemania era la principal sorpresa positiva, el PMI compuesto amentaba de 51,8 a 53,8, impulsado por una fuerte recuperación en los servicios, mientras que la manufactura se mantenía firmemente en territorio de expansión. El aumento de la inversión nacional, la mayor demanda externa y el creciente volumen de pedidos pendientes sugieren que el estímulo fiscal, el gasto en defensa y la inversión relacionada con la IA estarían empezando a repercutir en la actividad económica. La confianza empresarial mejoraba y las empresas continuaban añadiendo personal, lo que indicaría que la recuperación se estaría extendiendo más allá de la manufactura. Francia también ofrecía una grata sorpresa positiva, con un PMI compuesto que subía de 48,5 a 51,2, volviendo así a territorio de expansión. Sin embargo, la composición del informe era menos convincente que en Alemania. El repunte se debía principalmente al sector servicios, lo que podría reflejar una recuperación tras las interrupciones causadas por el clima durante agosto, mientras que la actividad manufacturera se debilitaba. Al mismo tiempo, las empresas francesas se mantenían cautelosas respecto a las perspectivas. La incertidumbre política y los desafíos fiscales seguían siendo importantes obstáculos.

En Alemania, el IFO sorpren-

día positivamente al situarse en 89,9, mejorando tanto la valoración de la situación actual como las expectativas, aunque el indicador GfK de confianza del consumidor empeoraba hasta -30,6, reflejando una mayor cautela de los hogares. Las encuestas de sentimiento indicarían que la economía seguiría en una senda de aceleración. El índice IFO de clima empresarial de septiembre confirmaba que la situación en Alemania era mucho mejor de lo que se percibía, y especialmente de la imagen que se habría creado en las redes sociales. La evaluación de la situación habría mejorado significativamente, a pesar del flujo actual de noticias de Oriente Medio y a pesar de los altos precios del petróleo. Además, los líderes empresariales serían incluso más optimistas sobre el futuro que hace un mes. La mejora era particularmente pronunciada en el sector manufacturero. El ciclo industrial global continuaría ganando impulso y, como resultado, el sector manufacturero alemán también se estaría acelerando. Una sorpresa adicional, dada la actual crisis de precios de la energía, era el consumidor, que habría demostrado ser mucho más resistente de lo que la mayoría de los analistas habían esperado. Esto se reflejaba en el sentimiento del sector de servicios y comercio minorista, que también mejoraba considerablemente. El único punto débil era la construcción, que estaría sufriendo el aumento de los costes de construcción y el aumento de los tipos de interés. Por su parte, los institutos económicos líderes revisaban al alza las expectativas de crecimiento para 2026 a 1,3% (+0,6%ant) y a 1,1% en 2027 (+0,9%ant).■

PERSPECTIVAS PARA LOS PRÓXIMOS MESES

El fuerte aumento de la rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense (Treasuries) durante las últimas semanas estaría enviando una señal inquietante y difícil de ignorar. El Treasury a diez años se situaba alrededor del 5,30% y el de treinta años rondaba el 5,60%. Pero quizá la señal más significativa no estaría en los tipos nominales, sino en los reales: el TIPS a diez años ofrecía cerca del 2,9% y el de treinta años se aproximaba al 3,30%, niveles extraordinariamente elevados.

Esto podría sugerir que detrás de la subida de los Treasuries habría algo más que recalentamiento, inflación y expectativas de nuevas subidas de tipos por parte de la Reserva Federal. Estaría aumentando también de forma muy significativa el precio real del dinero a largo plazo. La cuestión es determinar qué parte de esta subida, más allá de las expectativas de inflación, refleja fortaleza económica y mejores perspectivas de productividad, y qué parte responde a la creciente com-

petencia por el ahorro entre un Estado fuertemente deficitario y un sector privado inmerso en un gigantesco ciclo de inversión en IA.

La fortaleza de la economía estadounidense seguiría siendo una de las principales razones que explicarían el alza de la rentabilidad de los Treasuries. El PMI compuesto Flash se situaba en 58,4 en septiembre, máximo de más de cinco años, mientras la Fed elevaba los tipos al 3,75%-4,00%. Kevin Warsh, presidente de la Fed, justificaba la subida por una inflación todavía demasiado elevada y señalaba, al mismo tiempo, que la economía se estaba fortaleciendo, la inversión empresarial era robusta y las condiciones financieras generales difícilmente podían calificarse de restrictivas.

Al analizar qué parte de la subida de las rentabilidades responde a esa competencia por el ahorro, surge la paradoja de una Fed que pisa el freno mientras el déficit público y la IA



pisan el acelerador. La inteligencia artificial habría adquirido ya una dimensión macroeconómica: el FMI estima que la inversión tecnológica relacionada con ella habría aportado alrededor de medio punto al crecimiento estadounidense en 2025. Pero este extraordinario ciclo inversor tiene una contrapartida: centros de datos, semiconductores, redes eléctricas y capacidad de computación absorben cantidades ingentes de capital.

Ahora bien, el foco del ecosistema de la IA empieza a desplazarse desde la construcción de infraestructura hacia la difusión de aplicaciones capaces de generar productividad e ingresos. Meta lanzaba Muse en septiembre como un agente capaz de ejecutar tareas y actuar en nombre del usuario, con una adopción inicial que superaba a ChatGPT en algunos indicadores comparables. Si la enorme inversión actual en IA acabara traducándose en mayores beneficios y productividad, Estados Unidos podría sostener un crecimiento potencial más elevado y, con ello, tipos reales estructuralmente superiores, sin que toda su fortaleza tuviera necesariamente que interpretarse como recalentamiento.

La IA, a diferencia del software tradicional, requiere una infraestructura física extraordinariamente intensiva en capital, y ahí aparece la otra cara del fenómeno. El boom tecnológico demanda financiación precisamente cuando el Gobierno estadounidense necesita captar grandes recursos para financiar su déficit. El Tesoro y la IA compiten así por el ahorro mundial y, al mismo tiempo, lo atraen hacia Estados Unidos: el primero median-

te rentabilidad y seguridad; la segunda, mediante expectativas de crecimiento, productividad y beneficios.

Este doble mecanismo alimenta el denominado “efecto aspiradora”. Estados Unidos atrae capital tanto hacia su deuda como hacia acciones, empresas tecnológicas y proyectos de IA, actuando simultáneamente como locomotora comercial y aspiradora financiera de la economía mundial. Mientras su crecimiento impulsa la demanda internacional, sus enormes necesidades públicas y privadas de financiación absorben una parte creciente del ahorro global y contribuyen a elevar el precio real del capital.

Europa, pese a estar más expuesta al shock energético derivado del conflicto con Irán, estaría resistiendo mejor de lo esperado. El PMI compuesto de la Eurozona aumentaba en septiembre de 52,0 a 53,1, máximo de casi tres años y medio, con Alemania en 53,8 y Francia regresando a terreno expansivo con 51,2. El riesgo ya no sería tanto el estancamiento como que el endurecimiento financiero internacional frenase la recuperación precisamente cuando empieza a ganar tracción. Si Estados Unidos mantiene tipos reales excepcionalmente elevados y un dólar fuerte, Europa tendría que afrontar mayores costes de financiación y más inflación importada, reduciendo el margen de actuación del BCE.

La fortaleza estadounidense beneficia inicialmente a Europa y al resto del mundo a través del comercio, pero ese efecto positivo puede verse superado por el endurecimiento financiero que genera. Si los elevados tipos reales terminan

frenando el crecimiento mundial, el efecto acabaría regresando a Estados Unidos a través de menores exportaciones, beneficios e inversión. Estados Unidos puede exportar inicialmente parte del endurecimiento financiero, pero no aislarse indefinidamente de sus consecuencias.

Además, la IA podría acabar encontrando un límite en el propio coste del capital que contribuye a elevar. Su enorme demanda de financiación presiona sobre los tipos reales y, cuanto más suben estos, mayores deben ser los retornos futuros para justificar las inversiones. De ahí la importancia de un TIPS a treinta años próximo al 3,3%: la señal inquietante no es sólo un Treasury nominal por encima del 5%, sino que Estados Unidos tenga que ofrecer alrededor de un 3% real durante décadas para atraer capital. La cuestión es hasta dónde pueden subir los tipos reales antes de empezar a frenar precisamente la inversión y las valoraciones que hoy sostienen la fortaleza estadounidense.

El dólar puede ayudarnos a interpretar esta tensión. Su fortaleza no depende sólo de la demanda extranjera de Treasuries, sino también del diferencial de tipos, la credibilidad antiinflacionista de Kevin Warsh y los flujos internacionales atraídos por la excepcionalidad tecnológica estadounidense. Frente a estas fuerzas operan el déficit, el crecimiento de la deuda y el riesgo de que los mercados empiecen a anticipar dominancia fiscal o alguna forma de represión financiera. La credibilidad de la Fed puede contener durante un tiempo el debasement trade, es decir, la búsqueda de protección frente a una eventual pérdida de valor real del dólar, pero

no puede compensar indefinidamente una trayectoria fiscal cada vez más exigente.

Por eso conviene analizar conjuntamente Treasuries, tipos reales y dólar. Mientras las rentabilidades suban con un dólar fuerte, el movimiento puede seguir reflejando crecimiento potencial, elevados tipos reales y entradas de capital atraídas tanto por la deuda como por la excepcionalidad tecnológica estadounidense. En cambio, Treasuries al alza y dólar a la baja serían una señal más inquietante: podrían indicar una mayor prima por plazo o riesgo fiscal, pero también una reducción de los flujos internacionales de inversión hacia la IA. El verdadero cambio de régimen aparecería si Estados Unidos necesitara ofrecer rentabilidades cada vez mayores para sostener la demanda marginal de su deuda mientras, simultáneamente, perdiera parte de los flujos privados que hoy sostienen al dólar.

En definitiva, Estados Unidos absorbe enormes cantidades de ahorro mundial para financiar simultáneamente su déficit y el boom inversor de la IA. Mientras ésta genere productividad y beneficios y el capital internacional siga entrando, la excepcionalidad estadounidense puede sostener crecimiento, dólar y tipos reales elevados. La contrapartida es un mayor coste del capital para el resto del mundo, especialmente para una Europa cuya recuperación comienza a consolidarse.

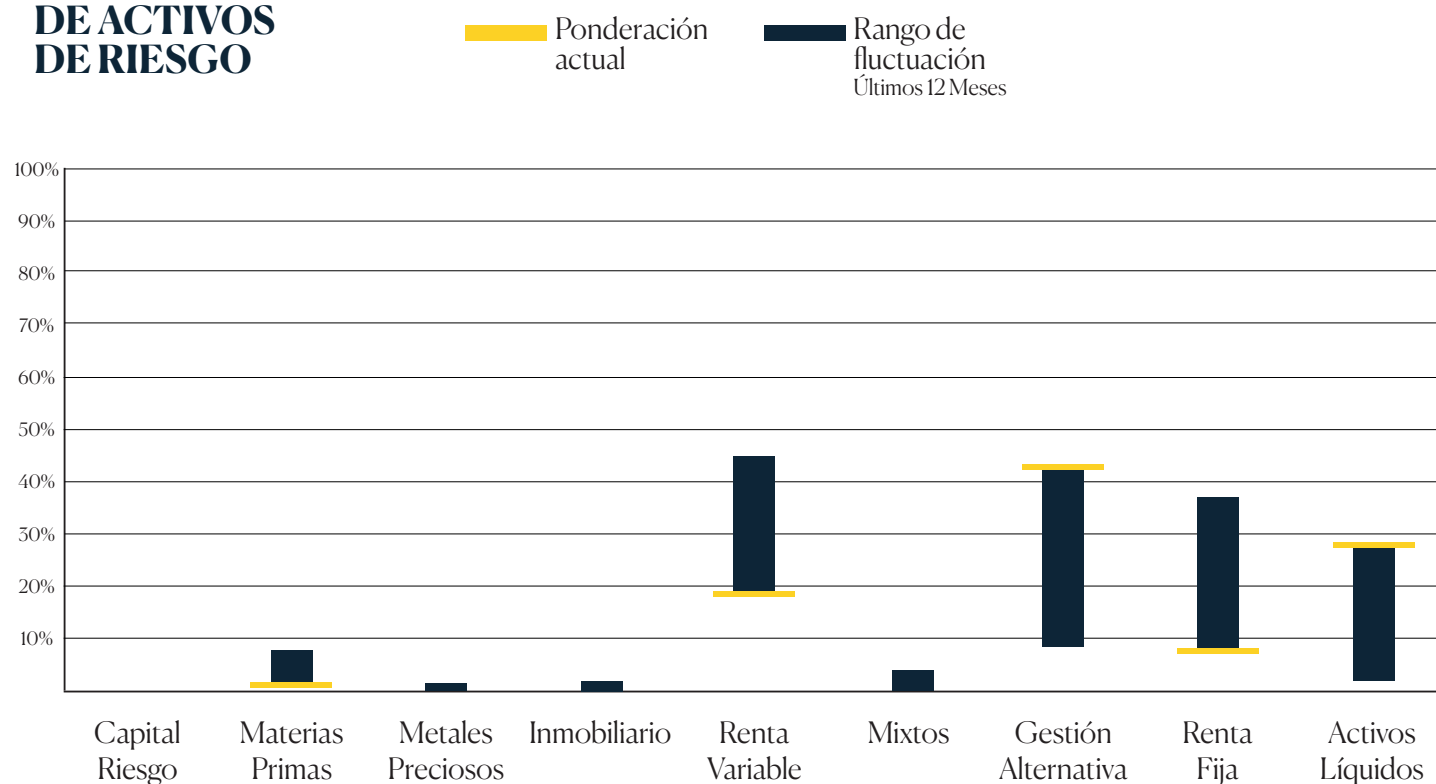
Pero el equilibrio es inestable. Si coincidieran una decepción de la IA, menores entradas de capital y una prima creciente para financiar la deuda estadounidense, podrían debilitarse simultáneamente los pi-

lares de esa excepcionalidad. Treasuries al alza y dólar a la baja serían entonces la señal más inquietante: la fortaleza económica y tecnológica que hoy explica los elevados tipos reales empezaría a transformarse en vulnerabilidad fiscal. ■

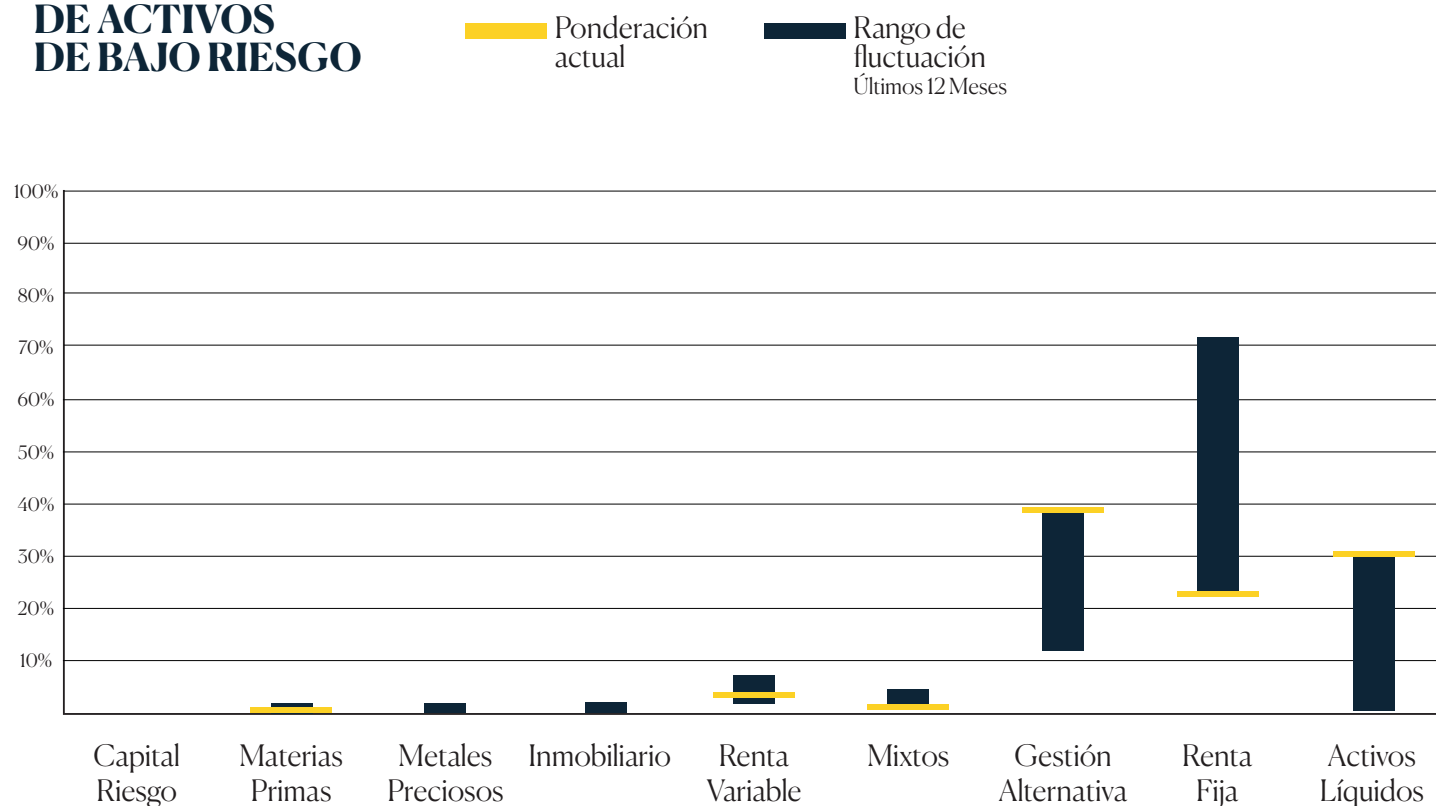
NUESTRAS APUESTAS

	--	-	N	+	++
Liquidez					
Renta Fija					
Gobierno					
Inflación					
Crédito Alta Calidad					
Crédito Financiero					
Crédito Grado Especulativo					
Deuda Emergente					
Renta Variable					
EE.UU					
Europa					
Emergentes					
Japón					
Activos alternativos					
USD					
Materias Primas					

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO



ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO



OPERACIONES DE LAS CARTERAS

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO

En la Estrategia de Activos de Bajo Riesgo, a principios de mes, y debido al recrudecimiento del conflicto entre EEUU e Irán y la subida en la rentabilidad de los bonos, redujimos la duración y el riesgo en bonos emergentes saliendo, en su totalidad del fondo Vanguard Euro Government Bond Index EUR Ac y reduciendo exposición en los siguientes fondos: un 4% en el fondo YIS EMU Government Bond EUR, un 1% en el fondo Abrdn Frontier Markets Bond Acc Hdg EUR, un 1,55% en el fondo Principal Finist Emerg Mkts Debt Euro Ac, un 1% en el fondo Morgan Stanley Emerging Debt Opp. EUR y un 1% en el fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hdg EUR. Por otra parte, aumentamos exposición a los fondos alternativos que es el sector que está teniendo un mejor comportamiento en este entorno y así, entramos un 0,7% en el fondo AQR Style Premia UCITS RAE EUR Acc. un 2% en el fondo DNCA Invest Alpha Bonds EUR, un 0,5% en el fondo AQR Managed Futures UCITS Fund IAET EUR, un 0,44% en el fondo Jupiter Merian Gl Eq Abslt Retrn Hdg EUR, un 0,5% en el fondo BSF Systematic US Equity Abs. Ret.Hd EUR y un 0,5% en el fondo BSF Systematic Global Eq Abs Ret Hd EUR. Asimismo, salimos un 1% del fondo Fidelity Glob Dividend Fund Acc Hdg EUR, ya que la subida en la rentabilidad de los bonos afecta a los fondos de reparto de dividendos, y entramos un 1% en el fondo Fidelity Glb. Financial Services Acc Hdg. Del mismo modo, aumentamos la exposición en los siguientes fondos: un 1% en el fondo PIMCO GIS MLP Energy Infrast Inst Hdg EUR, un 1% en el fondo JPM Global Value Fund Acc Hedged EUR y un 1% en el fondo Pictet TR-Sirius HI EUR, fondos que están teniendo un mejor comportamiento relativo. Más adelante, seguimos reduciendo el riesgo saliendo un 50% de los siguientes fondos de renta variable: YIS MSCI EMU Universal Acc EUR y Fidelity Glb. Financial Services Acc Hdg. Por otra parte, entramos un 0,70% en el fondo JPM Global Natural Resources Acc EUR, fondo que invierte en toda la cadena de petróleo y gas y en diversas materias primas como el oro y el cobre.

A mediados de mes, continuamos reduciendo la duración y la renta fija emergente ante las subidas de rentabilidad de los bonos y salimos, en su totalidad, de los siguientes fondos: YIS EMU Government Bond EUR, YIS 1-10 Year EMU Government Bond, Allianz Emerging Short Duration Bond IH2 EUR y redujimos la exposición un 2,37% al fondo YIS 3-5Y Italian Gov Bd EUR. Asimismo, salimos un 1,5% del fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hdg EUR, un 1% del fondo Abrdn Frontier Markets Bond Acc Hdg EUR y un 1% del fondo Principal Finist Emerg Mkts Debt Euro Ac. Por otra parte, y debido al peor comportamiento relativo de los fondos, salimos un 1,5% del fondo DNCA Invest Alpha Bonds EUR y un 2% del fondo

BNY Mellon Abs Ret Glob Convertible EUR, aumentando la exposición en los fondos con mejor comportamiento relativo; así, entramos un 1% más en el fondo BSF Systematic Style Factor Fund Hd EUR, un 2,5% más en el fondo BSF Systematic US Equity Abs.Ret.Hd EUR, un 2,5% más en el fondo BSF Systematic Global Eq Abs Ret Hd EUR, un 2% más en el fondo Jupiter Merian Gl Eq Abslt Retrn I Hdg EUR, un 1,5% más en el fondo JPMorgan Europe Equity Absol Alpha Perf, un 0,5% más en el fondo AQR Style Premia UCITS EUR Acc y un 0,5% más en el fondo AQR Managed Futures UCITS Fund EUR. Asimismo, y con el fin de reforzar la gestión alternativa, que es lo que mejor se está comportando, entramos un 1% en un nuevo fondo, el HSBC GIF Multi-Asset Style Factors EUR.

Por otra parte, y con el fin de continuar reduciendo el riesgo, salimos en su totalidad de los siguientes fondos de renta variable: Fidelity Glob Dividend Fund Acc Hdg EUR y Fidelity Glb. Financial Services Acc Hdg. Asimismo, redujimos exposición un 1% en el fondo YIS MSCI EMU Universal Acc EUR

Los últimos días del mes y ante la constante subida en la rentabilidad del bono americano, continuamos reduciendo la exposición a renta fija emergente y a renta variable, saliendo en su totalidad de los fondos Abrdn Frontier Markets Bond Acc Hdg EUR y JPM Global Natural Resources Acc EUR, un 1,5% del fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hdg EUR, un 1% del fondo Principal Finist Emerg Mkts Debt Euro Ac y un 0,89% del fondo PIMCO GIS MLP Energy Infrast Inst Hdg EUR. ■

OPERACIONES DE LAS CARTERAS

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO

En la Estrategia de Activos de Riesgo, a principios de mes y ante el recrudecimiento del conflicto entre EEUU e Irán, redujimos el riesgo saliendo en su totalidad de los siguientes fondos: YIS MSCI World Selection Acc EUR, BNY Mellon Global Infrast Inc EUR Acc, DWS ESG Next Generation Infrast EUR y GS Glob Future Economic Security Acc EUR. Asimismo, redujimos un 50% la exposición a los siguientes fondos: Fidelity Iberia Fund Acc, YIS MSCI EMU Universal Acc EUR, Fidelity Italy Fund Acc, Fidelity Germany Fund Acc, Fidelity Nordic Fund Acc EUR, Fidelity Glb. Financial Services Acc Hdg, Fidelity Global Industrials Fund Acc EUR, Fidelity Glob Dividend Fund Acc Hdg EUR y YIS MSCI USA Universal Acc EUR. Asimismo, y al igual que hicimos en la estrategia de activos de bajo riesgo, rebajamos la exposición a renta fija emergente saliendo de los siguientes fondos: un 2% del fondo Abrdn Frontier Markets Bond Acc Hdg EUR, un 2% del fondo Morgan Stanley Emerging Debt Opp. EUR, un 3,5% del fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hdg EUR, un 1% del fondo Principal Finist Emerg Mkts Debt Euro Ac y en su totalidad del fondo Allianz Emerging Short Durat Bond IH2 EUR.

Por otra parte, aumentamos la exposición a gestión alternativa y a los fondos de renta variable con mejor comportamiento relativo; así entramos un 1% más en el fondo MAN Japan Core Alpha Eq Class EUR, un 1% más en el fondo PIMCO GIS MLP Energy Infrast Inst Hdg EUR. Además, y al igual que en la estrategia de activos de bajo riesgo, invertimos en toda la cadena de petróleo y gas y en diversas materias primas como el oro y el cobre, entrando un 1,5% en el fondo JPM Global Natural Resources Acc EU. Asimismo, aumentamos la gestión alternativa entrando en los siguientes fondos: un 2,18% en el fondo AQR Style Premia UCITS EUR Acc, un 4% en el fondo AQR Managed Futures UCITS Fund EUR, un 2,5% en el fondo Jupiter Merian GI Eq Abslt Retrn Hdg EUR, un 3% en el fondo BSF Systematic US Equity Abs.Ret. Hd EUR, un 3% en el fondo SF Systematic Global Eq Abs Ret Hd EUR, un 1,5% en el fondo JP-Morgan Europe Equity Absol Alpha Perf C y un 2% en el fondo BSF Systematic Style Factor Fund D2 Hd EUR. Del mismo modo, salimos un 2% del fondo BNY Mellon Abs Ret Glob Convertible EUR por su peor comportamiento relativo.

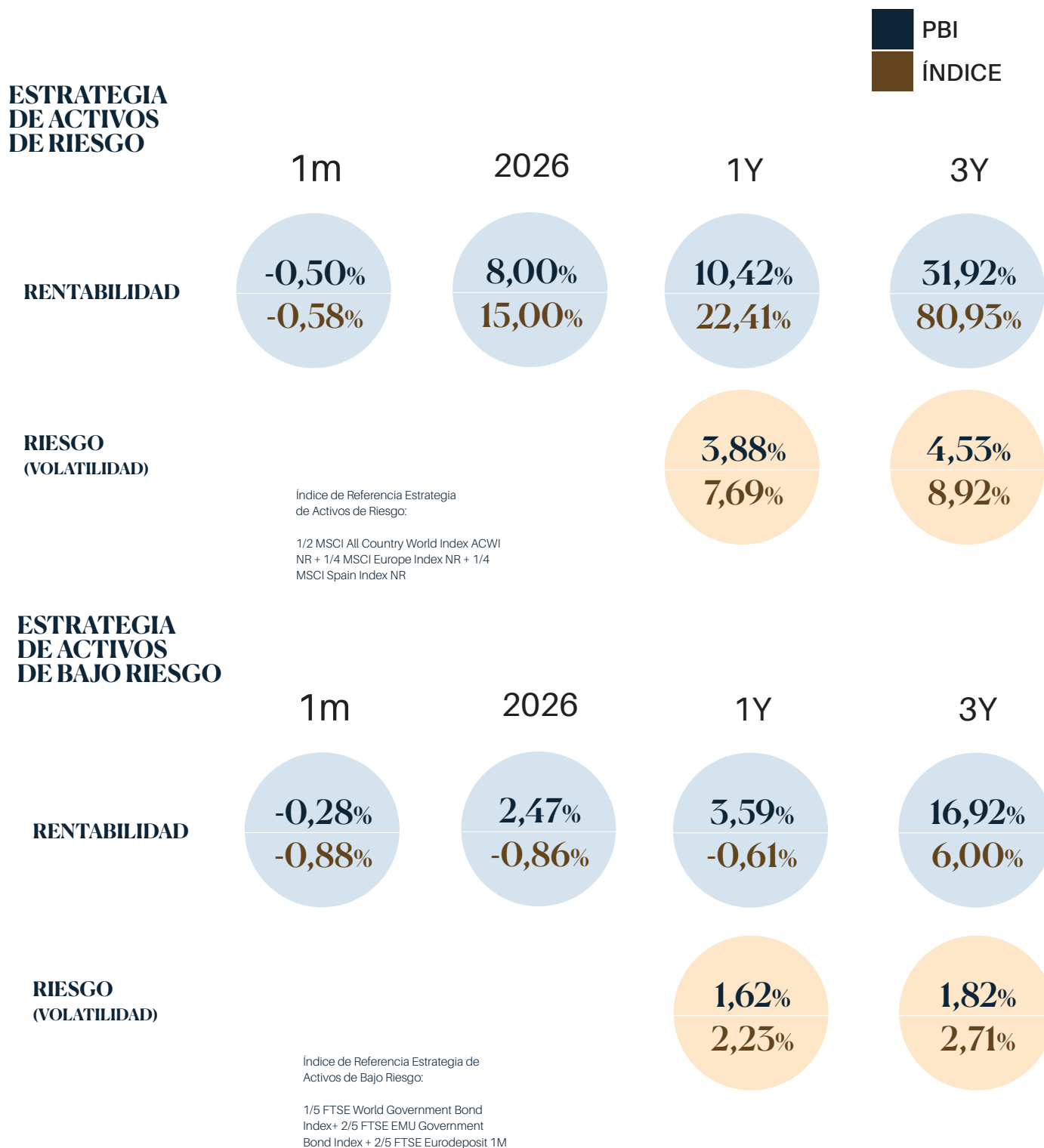
Asimismo, continuamos reduciendo el riesgo saliendo en su totalidad de los siguientes fondos: Vanguard Eurozone Stock Index Fund Acc EUR, Fidelity Italy Fund Acc, Fidelity Germany Fund Acc, Fidelity Glob Dividend Fund Acc Hdg EUR, Fidelity Global Industrials Fund Acc EUR, YIS MSCI USA Universal Acc EUR, Fidelity

Glb. Financial Services Acc Hdg y Aberdeen Future Minerals Acc EUR. Asimismo, salimos un 0,97% del fondo Fidelity Iberia Fund Acc, un 1% del fondo JPM Euroland Dynamic Fund Perf Acc EUR y un 1% del fondo YIS MSCI EMU Universal Acc EUR.

Con el fin de reforzar la gestión alternativa, que es lo que mejor se está comportando en un entorno como el actual, entramos un 1% en un nuevo fondo, el HSBC GIF Multi-Asset Style Factors EUR.

Los últimos días del mes y al igual que en la estrategia de activos de bajo riesgo, ante la constante subida en la rentabilidad del bono americano, continuamos reduciendo la exposición a renta fija emergente y a renta variable, saliendo en su totalidad de los fondos: Abrdn Frontier Markets Bond Acc Hdg EUR y reduciendo un 0,45% la exposición al fondo JPM Global Natural Resources Acc EUR, un 1,5% al fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hdg EUR, un 1% al fondo Principal Finist Emerg Mkts Debt Euro Ac y un 1,35% al fondo PIMCO GIS MLP Energy Infrast Inst Hdg EUR. ■

CÓMO SE HAN COMPORTADO LAS CARTERAS



INFORMACIÓN LEGAL

Este documento sirve, entre otras cosas, como comunicación comercial.

La información contenida en este documento se refiere a los servicios de inversión y de asesoramiento patrimonial de PBI Gestión Agencia de Valores, S.A., una empresa de servicios de inversión debidamente registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) bajo el número 102. Se pueden consultar más datos sobre PBI en el sitio web de la CNMV (www.cnmv.es).

Con el documento no se entrega ninguna oferta para la venta, la compra o la suscripción de valores u otros títulos. Este documento sólo contiene breve información sobre los servicios de PBI y no divulga todos los riesgos y demás aspectos relevantes para la inversión potencial a través de los servicios de PBI.

La información detallada en este documento y las opiniones expresadas en él son manifestación de las estimaciones de PBI Gestión AV en el momento de su publicación y se pueden modificar en cualquier momento sin aviso previo.

Los datos sobre afirmaciones relativas al futuro reflejan el punto de vista y las expectativas de PBI Gestión AV. No obstante, los resultados reales pueden desviarse considerablemente de las expectativas.

Todos los datos se han reunido con el preciso cuidado. Sin embargo, no se asume ninguna responsabilidad ni se ofrece ninguna garantía por la corrección y la integridad de los datos.

El valor de todas las inversiones puede subir o bajar, por lo que es posible que no recupere la totalidad del importe invertido.

El tratamiento fiscal depende las circunstancias personales del inversor y puede estar sujeto a cambios. Por favor, consulte con su experto fiscal acerca de las disposiciones actuales en España o en su lugar de residencia.

Los resultados históricos no son un indicador fiable de resultados futuros.

#434
PBI