

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Durante esta semana, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, pronunció un discurso el lunes en el que indicó que el reciente recorte de medio punto porcentual de los tipos de interés no debería interpretarse como una señal de futuras reducciones agresivas de los tipos. En su intervención ante la Asociación Nacional de Economía Empresarial en Nashville (Tennessee), Powell subrayó que las futuras medidas políticas serían más comedidas. Subrayó que la Reserva Federal pretende equilibrar la reducción de la inflación con el apoyo al mercado laboral, dejando claro que las decisiones del banco central se guiarán por los datos que vayan llegando.

Las tensiones en Oriente Próximo aumentaron drásticamente el martes, cuando Irán lanzó un ataque con misiles balísticos contra Israel. Fue en represalia por el asesinato por Israel del líder de Hezbolá, Hasán Nasralá, y de un comandante iraní en Líbano. El ataque con misiles se produjo después de que Israel desplegara fuerzas terrestres en el sur de Líbano en el marco de una ofensiva

intensificada contra Hezbolá, el grupo militante respaldado por Irán. Afortunadamente, la gran mayoría de los casi 200 misiles fueron interceptados por los sistemas de defensa israelíes y estadounidenses, y no se registraron víctimas mortales en Israel. Este conflicto ha suscitado preocupación por la inestabilidad regional en general, sobre todo porque Irán está directamente implicado en el enfrentamiento.

Al recrudecerse las tensiones geopolíticas, el precio del petróleo subió más de un 8% durante la semana. La escalada del conflicto entre Israel e Irán ha aumentado la preocupación por una posible interrupción del suministro de crudo. Los analistas consideran ahora las infraestructuras petrolíferas iraníes como un posible objetivo de las represalias israelíes, que podrían poner en peligro hasta el 4% del suministro mundial de petróleo.

El informe de nóminas no agrícolas del viernes reveló que Estados Unidos añadió 254.000

puestos de trabajo en septiembre, una cifra que superó con creces los 150.000 esperados. El fuerte dato de contratación sorprendió a los inversores y llevó a muchos a revisar sus expectativas sobre el próximo movimiento de la Reserva Federal. Anteriormente, los participantes en el mercado habían anticipado un posible recorte de tipos de 50 puntos básicos por parte de la Fed en noviembre. Sin embargo, los sólidos datos del mercado laboral han moderado esas expectativas, y ahora la mayoría predice que la Reserva Federal se abstendrá de un recorte tan agresivo.

En la semana, el S&P 500 subió un 0,22%, el Nasdaq un 0,10% y el Dow Jones un 0,09%.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

1 de octubre

ISM manufacturero
47,20 frente a 47,50 previsto

2 de octubre

Variación del empleo ADP
143.000 frente a los 125.000 previstos

3 de octubre

Peticiones iniciales de subsidio de desempleo
225.000 frente a los 221.000 previstos

PMI de servicios de EE.UU.
55,20 frente a 55,40 previsto

4 de octubre

Variación de las nóminas no agrícolas
254.000 frente a los 150.000 previstos

Tasa de desempleo
4,10% frente al 4,20% previsto

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	3,698.41	-0.76% →	5.11%	16.70%
MSCI EM	1,179.34	0.41% →	9.72%	15.20%
MSCI EM LATIN AMERICA	2,249.13	-0.47% →	2.61%	-15.54%
MSCI AC ASIA x JAPAN	772.75	1.37% ↗	12.30%	20.45%
USA				
S&P 500 INDEX	5,751.07	0.22% →	6.34%	20.57%
NASDAQ COMPOSITE	18,137.85	0.10% →	8.67%	20.83%
DOW JONES INDUS. AVG	42,352.75	0.09% →	4.98%	12.37%
RUSSELL 2000 INDEX	2,212.80	-0.54% →	5.80%	9.16%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	518.56	-1.80% ↘	2.37%	8.26%
Euro Stoxx 50 Pr	4,954.94	-2.22% ↘	4.58%	9.59%
DAX INDEX	19,120.93	-1.81% ↘	4.48%	14.14%
CAC 40 INDEX	7,541.36	-3.21% ↘	2.57%	-0.02%
FTSE MIB INDEX	33,594.12	-3.26% ↘	0.91%	10.68%
IBEX 35 INDEX	11,659.20	-2.58% ↘	4.35%	15.41%
SWISS MARKET INDEX	11,997.09	-1.94% ↘	0.75%	7.72%
FTSE 100 INDEX	8,280.63	-0.48% →	1.21%	7.08%
ASIA				
NIKKEI 225	38,635.62	-3.00% ↘	6.17%	15.45%
HANG SENG INDEX	22,736.87	14.11% ↗	30.34%	33.37%
CSI 300 INDEX	4,017.85	25.06% ↗	20.97%	17.10%
SENSEX	81,688.45	-4.83% ↘	0.62%	13.08%
LATAM				
S&P/BMV IPC	52,609.88	-1.83% ↘	2.99%	-8.32%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	131,791.50	-0.71% →	-2.07%	-1.78%
MSCI COLCAP INDEX	1,303.86	-1.28% ↘	-1.85%	9.09%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	6,480.93	-0.76% →	3.77%	4.57%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD/ENERGY	266.05	6.13% ↗	7.58%	8.90%
MSCI WRLD/COMM SVC	120.53	1.18% ↗	9.63%	25.54%
MSCI WORLD/INF TECH	753.66	-0.30% →	9.39%	25.80%
MSCI WORLD/UTILITY	177.44	-0.88% →	4.04%	19.14%
MSCI WORLD/INDUSTRL	420.91	-1.44% ↘	6.30%	16.06%
MSCI WORLD BANK INDEX	120.67	-1.45% ↘	0.94%	17.64%
MSCI WORLD/HLTH CARE	391.99	-1.68% ↘	-2.51%	10.94%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	134.97	-2.16% ↘	1.22%	17.81%
MSCI WORLD/CON STPL	293.57	-2.48% ↘	-1.78%	8.74%
PHILA GOLD & SILVER INDX	158.07	-2.57% ↘	9.96%	25.76%
MSCI WORLD/CONS DIS	424.34	-2.63% ↘	6.95%	9.11%
MSCI WORLD/MATERIAL	367.35	-2.79% ↘	7.35%	5.79%
US RATES				
	Last	5 Days Close	12M Close	
2Y	3.92	3.56	0.36	5.05
5Y	3.80	3.51	0.30	4.72
10Y	3.97	3.75	0.22	4.73
BONDS CREDIT SPREAD				
		5 Days Close	12M Close	
EM Bonds Spread	312.59	328.8	-16.2	380.14
HY Bonds Spread	313.00	323.0	-10.0	452.00
BBB 10yr Spread	150.28	168.9	-18.7	176.00
CoCos Spread	274.60	285.8	-11.2	416.50
FIXED INCOME				
		5 Days	1 Month YTD	
US High Yield	2,673.86	-0.15% ↘	1.19%	7.82%
EM Bonds USD	1,260.74	-0.45% ↘	0.76%	7.66%
EM Local Currency	138.28	-1.66% ↘	1.06%	3.04%
CoCos USD	136.12	-1.27% ↘	-0.01%	7.31%
IG BBB 3-5yr USD	370.69	-0.95% ↘	-0.20%	3.37%
IG AA Corp USD	276.43	-1.20% ↘	-0.59%	5.22%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	291.65	2.35% ↗	9.29%	10.55%
WTI	74.38	9.09% ↗	7.49%	3.81%
Brent	79.40	10.32% ↗	5.75%	2.32%
US Natural Gas	2.85	-1.65% ↘	33.05%	13.52%
S&P GSCI Precious Metal	3,472.18	0.15% →	6.45%	29.25%
Gold	2,653.60	-0.17% →	6.33%	28.63%
Silver	32.20	2.00% ↗	13.88%	35.32%
Platinum	992.55	-1.12% ↘	9.12%	0.07%
Palladium	1,013.11	-0.30% →	7.94%	-7.92%
S&P GSCI Ind Metal Index	478.14	0.37% →	11.86%	13.13%
Aluminum	2,653.00	0.25% →	10.70%	11.28%
Copper	9,796.41	-0.51% →	10.86%	15.74%
Nickel	17,743.33	5.90% ↗	11.18%	8.36%
S&P GSCI Agriculture	371.56	-0.59% →	6.33%	-3.94%
CURRENCIES				
	Last	5 Days	1 Month YTD	
CHF vs. USD	0.8584	-2.07% ↘	-1.39%	-1.98%
JPY vs. USD	148.7000	-4.36% ↘	-3.34%	-5.15%
CAD vs. USD	1.3576	-0.44% ↘	-0.52%	-2.45%
EUR vs. USD	1.0974	-1.68% ↘	-0.97%	-0.59%
GBP vs. USD	1.3122	-1.88% ↘	-0.19%	3.07%
AUD vs. USD	0.6795	-1.56% ↘	1.04%	-0.25%
BRL vs. USD	5.4559	-0.40% ↘	3.41%	-10.97%
MXN vs. USD	19.2841	2.12% ↗	3.40%	-11.99%
COP vs. USD	4,169.09	0.22% ↗	0.09%	-7.54%
CNY vs. USD	7.0187	0.48% ↗	1.40%	1.16%
EUR vs. CHF	0.9418	-0.37% ↘	-0.39%	-1.37%
DOLLAR INDEX	102.5200	2.13% ↗	1.15%	1.17%
BITCOIN	62,259.59	-2.39% ↘	11.03%	46.47%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

10 de octubre

IPC m/m
Previsto 0,10%.

IPC subyacente m/m
Previsto 0,20%.

IPC interanual
2,30% previsto

IPC subyacente interanual
3,20% previsto

11 de octubre

IPP m/m
Previsto 0,10%.

IPP básico m/m
Previsto 0,20%.

IPP interanual
Previsión 1,60

IPP básico interanual
Previsión 2,70

VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)	U	N	O
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			

Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Real Estate			
Materials			

Tras meses de acalorado debate entre los partidarios de la renta variable y los de la renta fija sobre si una política restrictiva de la Reserva Federal podría provocar una desaceleración, un informe que mostraba el mayor aumento de la contratación en Estados Unidos en seis meses provocó un violento cambio de tendencia en los mercados de renta fija, que habían apostado todo a una desaceleración.

Las nóminas no agrícolas aumentaron en septiembre en 254.000 personas, mucho más de las 150.000 previstas. Los indicios de que la economía estadounidense tiene menos problemas de los que se temía hicieron que el dólar se disparara y que los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años se situaran en el 3,97% al final de la semana, invirtiendo la tendencia a la baja registrada desde principios de agosto. Seguimos teniendo divergencias entre datos blandos como el PMI manufacturero y datos duros como el empleo, que confunden de alguna manera al mercado.

Con un PER actual de 26,3 veces, el S&P 500 sigue estando caro y el recorrido alcista actual parece limitado a pesar de las sólidas nóminas. Algunos sectores, como los REITS, se han beneficiado de la reciente caída de los rendimientos y parecen más atractivos que hace unos meses desde una perspectiva técnica.

REITS : Mejorado a Neutral pero todavía cauteloso

El sector de los REIT ha registrado un impresionante rendimiento del +25% desde mediados de abril de este año, superando al S&P 500 en un +9% durante esos últimos 6 meses (gráfico 1). Esta fuerte rentabilidad está muy vinculada a la correlación negativa con los rendimientos y al hecho de que los inversores han estado esperando que los rendimientos bajaran. **De hecho, el repunte del sector comenzó exactamente en el momento en que los rendimientos a 10 años en EE.UU. alcanzaron un máximo del 4,7% el pasado mes de abril** (gráfico 2). El sector inmobiliario es una clase de activos sensible al crédito, y gran parte de su reciente repunte se debió a la inminente relajación de la política monetaria y al descenso de los rendimientos del Tesoro.

Desde el punto de vista técnico, el sector ha superado una importante resistencia y ha formado un fondo. **El valor relativo del sector en comparación con el S&P 500 también está mejorando, ya que el ratio está saliendo de una tendencia bajista vigente desde 2022** (gráfico 1). El sector ya no se encuentra en una tendencia bajista relativa. Todos estos aspectos hacen que nuestra opinión Negativa sobre el sector tenga que ser mejorada a Neutral. Sin embargo, el aspecto fundamental del sector de REITS es mucho menos positivo, razón por la que mejoramos el sector a Neutral y no a Sobreponderar. En este informe exponemos nuestras razones.

Gráfico 1 : Índice MSCI US REIT; ratio MSCI US REITS vs. S&P 500

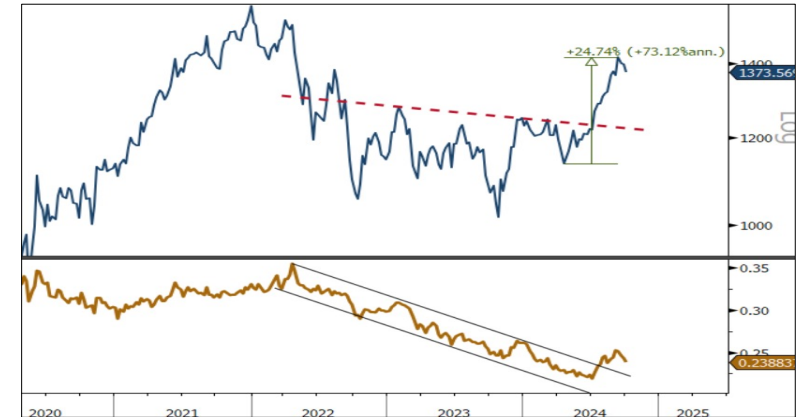


Gráfico 2 : MSCI US REIT Index (1'373.57); US 10yrs yields (3.97%)



EL TEMA DE LA SEMANA

Un aterrizaje suave podría apoyar aún más al sector

A pesar de que el sector de REITS está fuertemente correlacionado con la dirección de los tipos de interés, diríamos que la macroeconomía es el motor más importante tanto de los beneficios como del rendimiento de este sector. En términos globales, el sector inmobiliario tiende a obtener mejores resultados que el mercado en un entorno de caída de los rendimientos, pero es importante hacer algunas precisiones sobre este aspecto. **Mientras que el sector inmobiliario obtiene mejores resultados en el periodo previo a la primera bajada de tipos, la consolidación de los beneficios tiende a comenzar justo después de que se anuncie la bajada** (gráficos 3 y 4). Esta teoría parece aplicarse también esta vez, ya que el sector superó al mercado en dos dígitos tres meses antes de la primera bajada de tipos, el sector ha bajado un 1,76% desde el 12 de septiembre, mientras que el S&P 500 ha subido un 2,87%.

La razón principal de esta situación es que los recortes de tipos suelen iniciarse cuando hay indicios de desaceleración económica, lo que supone un anatema para el sector, ya que los beneficios de unos tipos más bajos se ven contrarrestados por el debilitamiento de la demanda de inmuebles tanto comerciales como residenciales y el aumento de las tasas de morosidad. El mejor escenario para los REIT es un aterrizaje suave: Un crecimiento decente garantizará una generación constante de flujo de caja, mientras que los costes de endeudamiento seguirán bajando. Esta combinación favorable elevará el valor de los inmuebles e impulsará los márgenes. Un escenario de no aterrizaje evitaría que la Fed pudiera bajar los tipos y afectaría al sector de los REIT, lo que claramente no es un escenario favorable. El último fuerte informe de nóminas y la reacción del mercado es un ejemplo de ello... los tipos han repuntado con fuerza y los REITs han caído debido a los mayores rendimientos. A pesar de los sólidos datos de empleo de septiembre, seguimos pensando que es más probable que la economía se encamine hacia una desaceleración importante, razón por la que preferimos mantenernos en Neutral y no elevar el sector a Sobreponderar.

Gráfico 3: Rentabilidad media del sector a 3 meses antes de la primera bajada de tipos

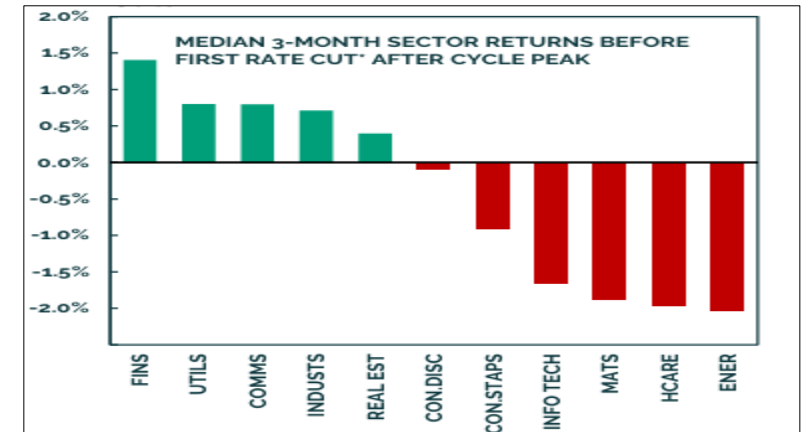
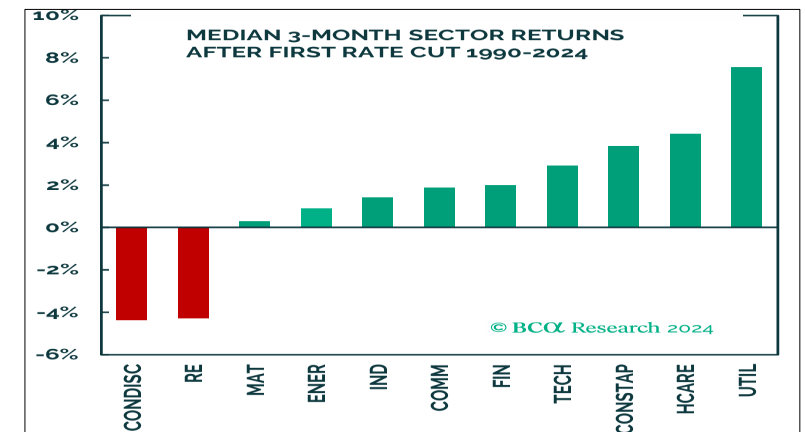


Gráfico 4: Rentabilidad media del sector a 3 meses tras la primera bajada de tipos



EL TEMA DE LA SEMANA

Los fundamentos son sólidos... pero no emocionantes

Aunque los fundamentos del sector inmobiliario siguen siendo sólidos, distan mucho de ser alentadores. El crecimiento de los ingresos netos de explotación (NOI) se ha desacelerado a alrededor del 3%, en línea con las normas prepandémicas, pero significativamente más lento que el robusto crecimiento observado en 2021-2022. Este crecimiento se vio impulsado anteriormente por una financiación ultra barata y una frenética demanda pospandémica, condiciones que probablemente no persistan.

Las tasas de ocupación, un indicador crucial para el sector, presentan un panorama desigual. En general, las tasas de ocupación de todos los REIT de renta variable se han estabilizado en el 93,6%. Sin embargo, existe una variación considerable entre subsectores. Mientras que las tasas de ocupación de apartamentos y locales comerciales se han estabilizado o han mejorado, la ocupación de oficinas sigue disminuyendo sin cesar, a pesar de los recientes mandatos de "vuelta al trabajo" de algunas grandes empresas. La ocupación del espacio industrial también ha empezado a disminuir, reflejando la actual recesión del sector manufacturero. Los márgenes de beneficio operativo se han recuperado hasta los niveles previos a la pandemia, pero siguen estando muy por debajo de los máximos registrados antes de 2018. Estos máximos anteriores se vieron respaldados por tipos de interés ultrabajos, una condición que es poco probable que vuelva en un futuro próximo. Esto dibuja un panorama de un sector que, si bien no está en apuros, lucha por encontrar nuevas vías de crecimiento y expansión de la rentabilidad.

Además, los balances del sector inmobiliario se han reforzado considerablemente desde la crisis financiera mundial. **El sector se ha desapalancado y ha aprovechado la coyuntura de bajos tipos de interés para asegurarse una financiación barata** (gráficos 7 y 8). Métricas clave como el ratio de cobertura de intereses han mejorado, y una elevada proporción de la deuda es ahora sin garantía y a tipos fijos.

Gráfico 5: NOI de los REIT

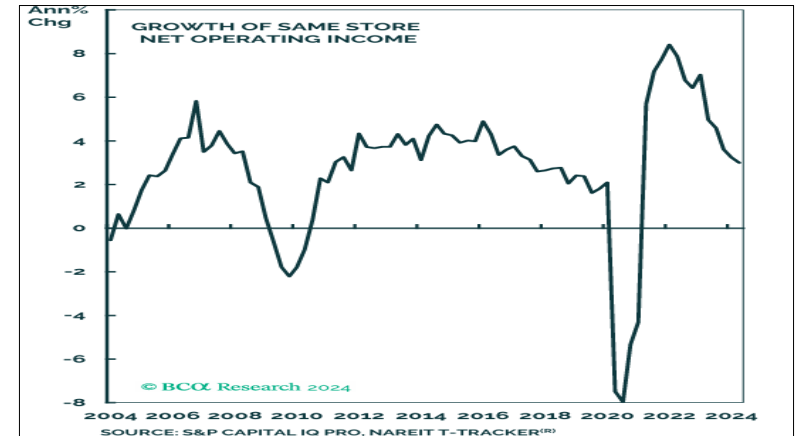
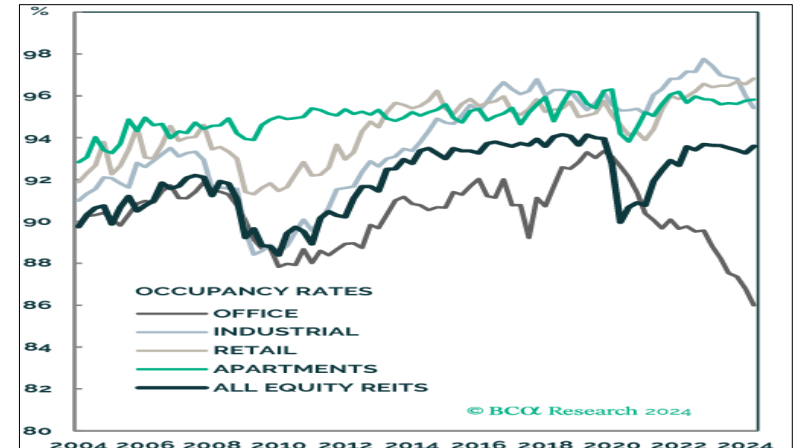


Gráfico 6: Índices de ocupación por subsectores



EL TEMA DE LA SEMANA

Sin embargo, a pesar de esta evolución positiva, están surgiendo y ampliándose bolsas de dificultades en varios subsectores, especialmente en el inmobiliario comercial estadounidense (gráfico 9). Las tasas de morosidad se han disparado en gran parte del sector, y los préstamos multifamiliares y a oficinas muestran niveles de dificultad especialmente elevados, del 11% y el 13%, respectivamente.

La pandemia ha modificado radicalmente los hábitos de trabajo y de compra, lo que ha repercutido en la demanda de determinados tipos de inmuebles. Además, el exceso de construcción en algunos sectores, sobre todo en el multifamiliar, ha provocado desequilibrios entre la oferta y la demanda y un descenso de los alquileres. Se prevé que los REIT industriales, anteriormente favorecidos, obtengan peores resultados debido a la ralentización del crecimiento del comercio electrónico y a la debilidad del sector manufacturero. También se recomienda infraponderar los REIT residenciales, dominados por el segmento multifamiliar en dificultades, debido a los problemas de exceso de oferta y al rápido aumento de las dificultades. Los REIT de oficinas siguen afrontando importantes retos derivados del cambio al trabajo a distancia, con tasas de ocupación persistentemente bajas. A pesar de su reciente repunte, el sector es vulnerable al aumento de la morosidad y se recomienda infraponderarlo.

Los REIT minoristas presentan unos fundamentos atractivos, con unas tasas de ocupación en aumento y un descenso de la angustia, pero pueden ser susceptibles de recogida de beneficios tras una fuerte racha. Sólo los REIT especializados, en particular los centrados en centros de datos y otros inmuebles de apoyo a la economía digital, parecen más atractivos. Este subsector ha registrado un fuerte crecimiento de los fondos procedentes de las operaciones (FFO), impulsado por la creciente demanda de infraestructuras digitales.

Gráfico 7: Tipo de interés bloqueado sobre la deuda total

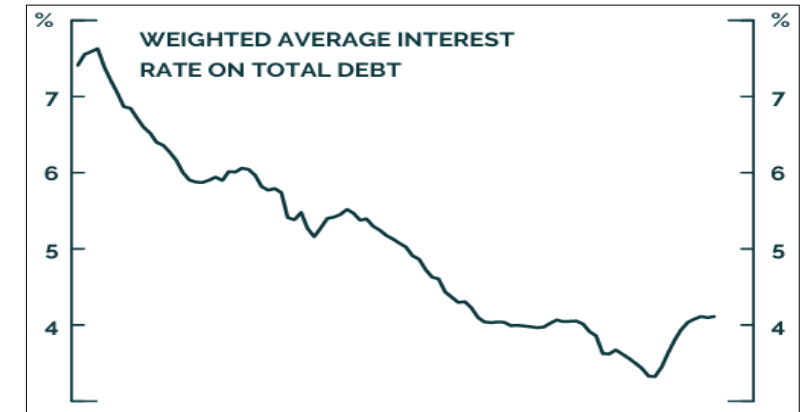
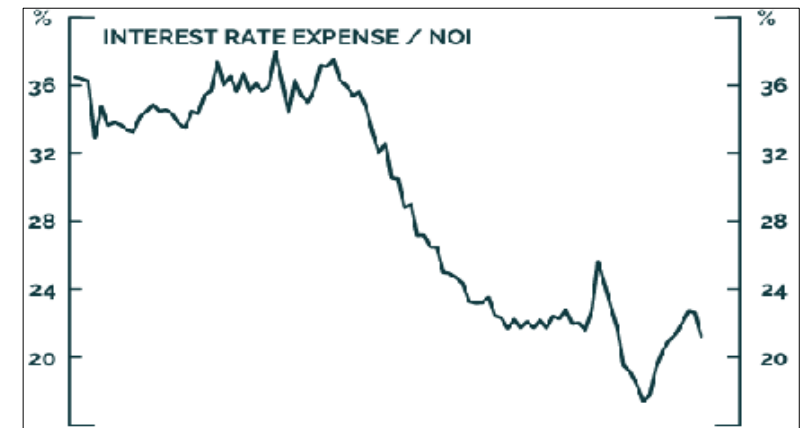


Gráfico 8: Gastos por intereses vs. NOI



Fuente : Sentosa & Co, Sentosa & Co.

CONCLUSIÓN

Desde el punto de vista de la valoración, el sector inmobiliario parece ligeramente infravalorado en relación con su historia, según la métrica Precio/Fondos de Operaciones (P/FFO) (gráfico 10). Sin embargo, la prima de riesgo del sector es inusualmente baja, lo que sugiere que los inversores podrían no estar adecuadamente compensados por los riesgos que entraña. Las tasas de capitalización han aumentado debido a la subida de los tipos de interés, haciendo más atractivas las valoraciones inmobiliarias, pero esto podría verse contrarrestado por el deterioro de los flujos de caja si el crecimiento económico se ralentiza.

Desde el punto de vista técnico, el reciente repunte hace que la tendencia absoluta y relativa ya no sea negativa, por lo que el sector debe subir a Neutral. Sin embargo, los precios parecen sobrecomprados a corto plazo y ahora podría producirse una consolidación a corto plazo. Los últimos datos de nóminas de septiembre apoyarán los tipos durante un tiempo, lo que podría ser el catalizador de una consolidación a corto plazo del sector.

Aunque existen focos de oportunidad, en particular en los REIT especializados, las perspectivas generales del sector son difíciles. Las dificultades macroeconómicas, la desaceleración del crecimiento de los ingresos y el aumento de la morosidad en múltiples subsectores crean un entorno difícil para una rentabilidad superior sostenida. Un aterrizaje suave apoyaría claramente al sector, pero las numerosas incertidumbres económicas nos hacen mantener la cautela y elevar el sector sólo a Neutral.

Gráfico 9: EE.UU. CRE Dificultades acumulativas

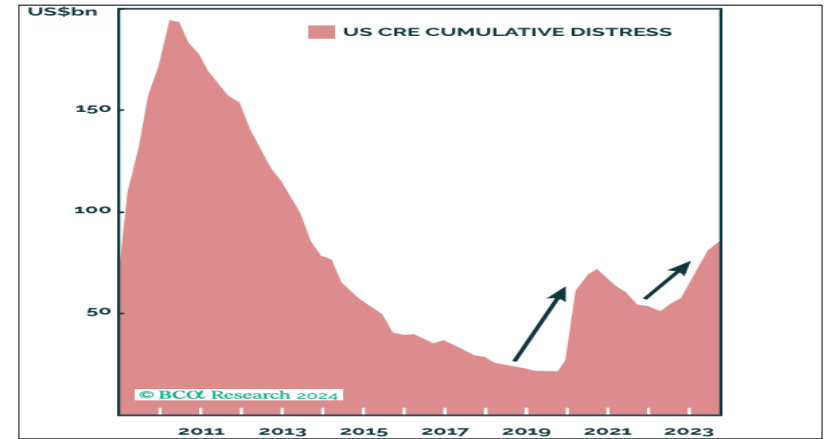
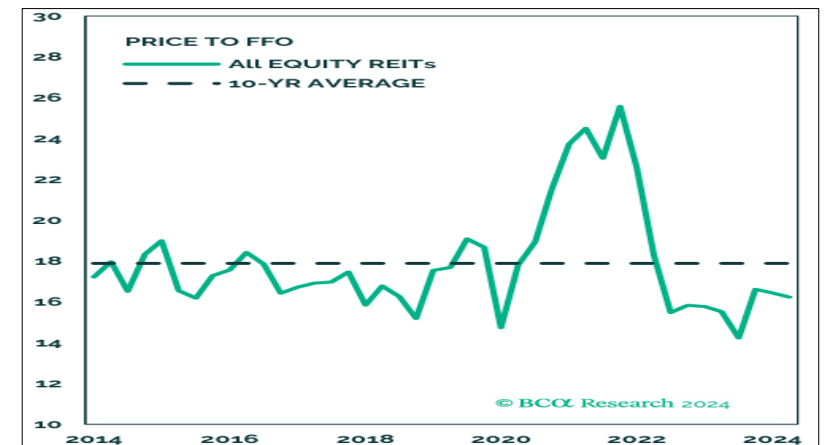


Gráfico 10: Precio/FFO deL sector inmobiliari



In On Capital, S.A. pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumírselos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.