



Informe trimestral

FV Frankfurter Vermögen AG

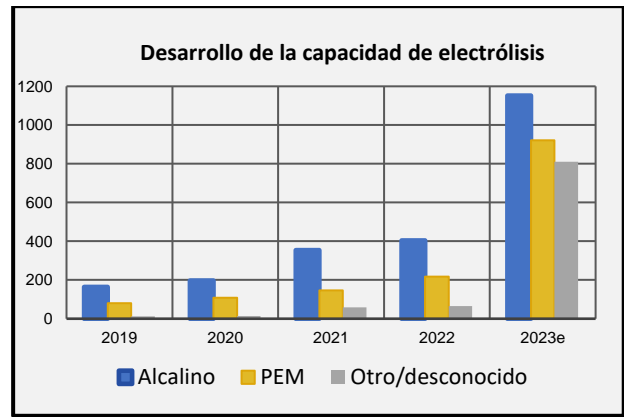
Edición: Cuarto trimestre de 2023

Observación preliminar

Tras la fuerte subida de noviembre, los mercados financieros continuaron su ascenso en diciembre. El buen comportamiento de los mercados se debió de nuevo a la evolución de las tasas de inflación y los tipos de interés: los tipos de interés a 10 años de la deuda pública estadounidense bajaron del 4,35% a principios de mes hasta situarse temporalmente por debajo del 3,80% tras los buenos datos de inflación. Sin embargo, el impulso inicial para la evolución favorable de los mercados financieros lo proporcionaron los comentarios del presidente de la Reserva Federal estadounidense, James Powell, en el sentido de que espera que los tipos de interés bajen varias veces en 2024. Aunque el mercado ya había descontado bajadas de los tipos de interés, los comentarios del Presidente de la Reserva Federal fueron una sorpresa tan grande que los mercados reaccionaron con una fortísima subida. Los buenos datos de inflación coincidieron con datos económicos igualmente buenos, con lo que los mercados asumieron cada vez más que la economía estadounidense lograría un aterrizaje suave.

Echando la vista atrás, 2023 fue un año muy fructífero en bolsa, aunque al principio no lo pareciera: El aumento de las crisis geopolíticas, el riesgo de recesión en EE.UU., el incremento de la deuda y la fuerte subida inicial de los tipos de interés provocaron incertidumbre. Las crisis no son nuevas, pero rara vez se producen con la misma frecuencia que el año pasado. Sin embargo, es precisamente en el contexto de tantas crisis cuando nuestro enfoque de centrarnos en los fundamentos de la actividad económica a la hora de tomar decisiones de inversión está demostrando su valía: Las personas y las empresas se esfuerzan por progresar incluso en las crisis, y el aumento del progreso es una constante importante que, en última instancia, permite ganar prosperidad gracias al incremento de la productividad. Así lo confirmó de forma impresionante el ChatGPT en 2023. Muchos de nuestros valores tecnológicos, que ocupan una posición dominante a lo largo de toda la cadena de valor, también se beneficiaron de este éxito pionero.

El comportamiento de las acciones de las energías renovables y el sector del hidrógeno fue especialmente decepcionante el año pasado. La avalancha de células solares chinas provocó un desplome de los precios de los módulos solares y los elevados tipos de interés, combinados con un proceso de electrólisis complejo y difícil de ampliar que presionaron a las empresas de hidrógeno. Aunque la evolución de las cotizaciones ha sido decepcionante, el desarrollo de la capacidad de electrólisis avanza rápidamente (véase el gráfico siguiente para comparar el desarrollo de las distintas tecnologías).

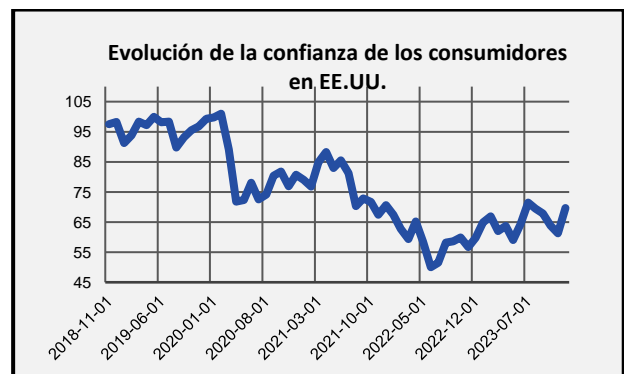


Fuente: Agencia Internacional de la

Sin embargo, para finales de 2023 sólo se espera una capacidad instalada de unos 3 GW. Si todos los proyectos previstos se realizan con éxito, la capacidad podría situarse entre 170 y 365 GW en 2030. Europa y Australia encabezan la lista con la mitad de la capacidad, seguidas de América Latina. Entre los retos figuran las incertidumbres sobre la demanda futura, la clarificación de la normativa, la certificación, las infraestructuras y el acceso limitado a la financiación. Sin embargo, para alcanzar el escenario de emisiones netas cero, la cartera de proyectos tendría que escalar más rápido e instalar más de 550 GW de electrolizadores en todo el mundo para 2030.

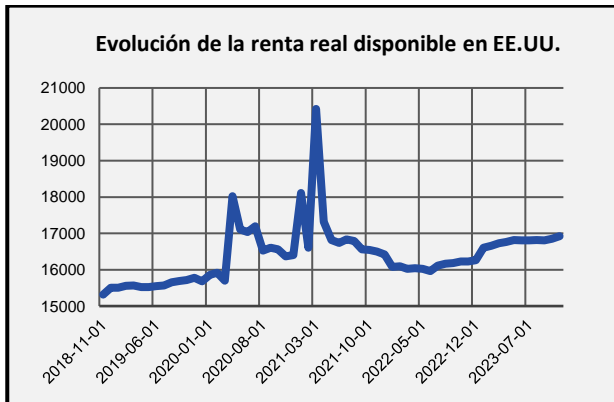
EE. UU

La economía estadounidense está dominada por el consumo privado, que representa alrededor de dos tercios de la producción económica. Para tomar el pulso a la economía, merece la pena, por tanto, echar un vistazo a algunos datos sobre el consumidor estadounidense. A pesar de todos los buenos argumentos en contra de una ralentización del gasto de los consumidores, su fortaleza es sorprendente: prueba impresionante de ello es el fuerte aumento de la confianza de los consumidores a mediados de diciembre, según la Universidad de Michigan.



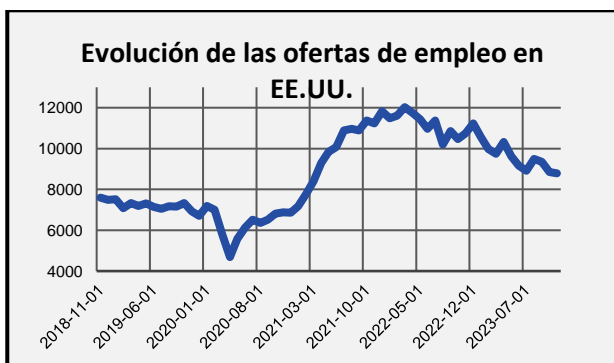
Fuente: Reserva Federal

Una de las razones es sin duda la fortaleza del mercado laboral, pero también el ligero aumento de la renta real disponible (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Federal Reserve

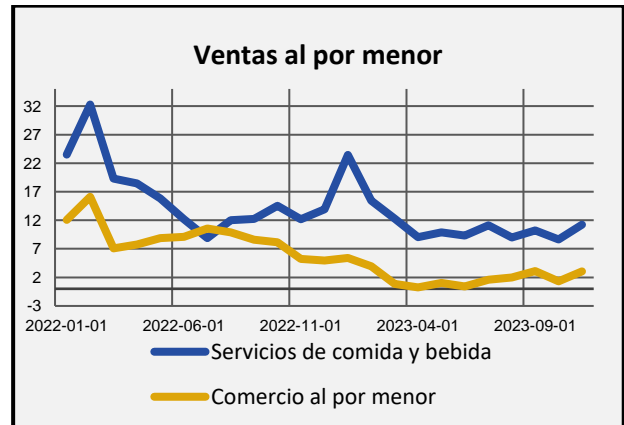
El mercado laboral volvió a sorprender a principios de año, ya que se crearon bastantes más puestos de trabajo de los previstos. Los analistas esperaban una mayor estabilización en este sentido y señalan el descenso constante del número de ofertas de empleo (véase el gráfico siguiente). Algunos comentaristas señalan también el descenso del 0,2% de la media de horas trabajadas en diciembre. En el mes anterior, sin embargo, se produjo un aumento del 0,4%. Como ambas cifras son sólo estimaciones, aún no podemos atribuir un significado decisivo al descenso.



Fuente: Reserva Federal

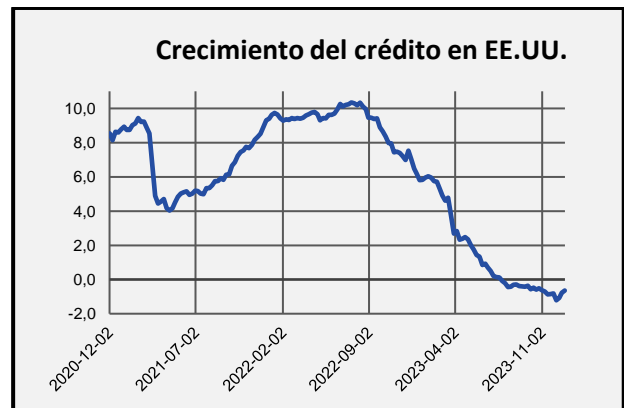
El ánimo de gasto del consumidor estadounidense, en gran medida despejado, puede apreciarse claramente en un pequeño detalle de las ventas al por menor: El gasto en alimentación y bebidas, en particular, registró tasas de crecimiento superiores a la media. Con un 13%, sólo representan una pequeña proporción del total de las ventas al por menor, pero con una tasa de crecimiento anual del 11% recientemente, son un buen indicador del bienestar del consumidor. El gráfico siguiente documenta que las

tasas de crecimiento de este segmento son significativamente superiores a la media de las ventas al por menor.



Fuente: Reserva Federal

Al analizar los buenos datos económicos iniciales, hay que tener en cuenta que se produjeron en el contexto de un fuerte estímulo fiscal difícil de repetir a esta escala. El ya elevado nivel de deuda limita el margen para nuevos programas de gasto. El descenso del crecimiento del crédito (véase el gráfico siguiente) y la disminución de la masa monetaria M2 también tienden a incidir negativamente en el impulso del crecimiento.



Fuente: Reserva Federal

Eurozona

La situación económica de muchos países de la UE se caracteriza por el hecho de que la tasa de inflación disminuye constantemente y los salarios nominales aumentan más deprisa que la tasa de inflación en algunos casos. Otra característica, sobre todo en los países del norte, es la fuerte caída del sector inmobiliario.

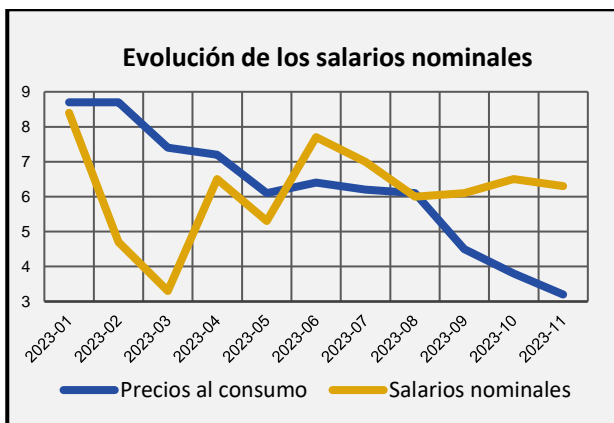
Además del sector de la construcción, la actividad en el sector industrial de bienes intermedios y bienes de consumo duraderos también se mantuvo débil o disminuyó, ya que los consumidores sufrieron pérdidas de ingresos reales. A pesar de esta caída

de los ingresos, los consumidores europeos no mostraron ninguna moderación, al menos en el sector clave del automóvil, como ilustra el ligero aumento de las nuevas matriculaciones (véase el gráfico siguiente).



En Alemania, el crecimiento de la renta real disponible ha sido negativo en los tres últimos años. Sólo este año se espera que la renta real disponible de los hogares aumente significativamente, gracias a los fuertes aumentos salariales y a la moderación de la inflación. Los salarios nominales ya aumentaron un 15,1% en el primer quintil en noviembre de 2023, tras un 13,2% en octubre. En su último informe, el Bundesbank espera que los salarios nominales sigan aumentando por encima de la tasa de inflación en los próximos años, en un contexto de estabilidad del mercado laboral. Por tanto, es probable que el consumo privado vuelva a aumentar ligeramente en el trimestre en curso.

Sin embargo, las expectativas de bajada de los tipos de interés podrían resultar prematuras. En Alemania, en particular, los salarios nominales llevan varios meses subiendo a un ritmo mucho más rápido que los precios al consumo en general (véase el gráfico siguiente).

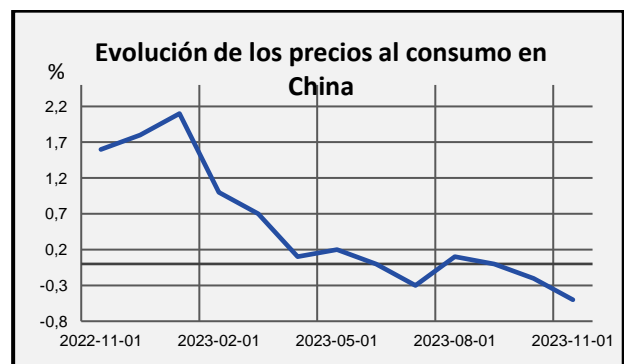


A pesar del aumento de los ingresos reales, la propensión al consumo en Alemania sigue siendo moderada. Es probable que los motivos de cautela y la subida prevista de los precios de la energía y la electricidad influyan en este sentido. La débil evolución de la entrada de pedidos y el descenso de la producción industrial (véase el chat más abajo) en Alemania ilustran que también existe el riesgo de una ligera recesión en 2024.



China

Uno de los principales indicadores económicos que sorprendieron en diciembre fue la tasa de inflación negativa. Sin embargo, esta evolución no debe sobrevalorarse, ya que se debe en parte a la caída del 31% de los precios del cerdo. Otros componentes, como los precios del turismo, subieron en torno al 6%. Por lo tanto, no está claro si esta evolución tendrá un efecto moderador sobre la inflación en el resto del mundo. Sin embargo, también es digna de mención la caída del 5% de los precios de los automóviles.



Japón

La economía japonesa se contrajo un 0,7% intertrimestral en el tercer trimestre de 2023, frente a una estimación preliminar del 0,5% y tras un crecimiento del 0,9% revisado a la baja en el segundo trimestre.

Se trata de la primera contracción del PIB desde el tercer trimestre de 2022, en un contexto de mayores presiones sobre los costes y vientos en contra a escala mundial. Se registraron descensos tanto en el consumo privado (-0,2%, frente al estancamiento de los datos preliminares y la caída del 0,6% en el 2T) como en el gasto en inversión (-0,4%). En el contexto de estos débiles resultados económicos, hay poco riesgo de que el banco central abandone su política monetaria laxa.

Mercados emergentes

Las dos principales economías de América Latina, Brasil y México, siguen presentando datos económicos estables. En Brasil, la tasa de desempleo se situó en el 7,5% en los tres meses transcurridos hasta noviembre de 2023, el nivel más bajo en casi nueve años. Esto coincide con otros datos económicos que apuntan a una economía robusta y da al banco central un margen adicional para ralentizar el ritmo de su campaña de recorte de tipos a medida que la inflación muestra signos de consistencia.

La economía brasileña creció un 2% interanual en el tercer trimestre de 2023, el ritmo más lento desde el primer trimestre de 2022, pero superó las previsiones de crecimiento del 1,9%. Esto sigue a un aumento revisado al alza del 3,5% en el periodo anterior.

La tasa de inflación también evoluciona positivamente en ambos países. Aunque la inflación general en México se situó por encima de las estimaciones en el 4,66%, superando el 4,55% previsto, la inflación subyacente, objeto de un estrecho seguimiento, no alcanzó las estimaciones y se situó en el 5,09%. Excluyendo partidas volátiles como los alimentos, que aumentaron significativamente debido a condiciones meteorológicas desfavorables, la inflación subyacente registró su lectura más baja desde septiembre de 2021. No obstante, la moneda mexicana mantuvo su fortaleza, ya que los datos económicos recientes apuntaban a una economía mexicana resistente: La confianza empresarial se encuentra en su nivel más alto en diez años y el desempleo se mantiene en su nivel más bajo en más de veinte años.

En India, la evolución de la tasa de inflación fue menos favorable que en América Latina debido a las condiciones meteorológicas: la inflación subió al 5,55% en noviembre de 2023, el primer aumento en cuatro meses, frente al 4,87% de octubre. La inflación de los alimentos pasó del 6,61% en octubre al 8,7%, la más alta en tres meses. Las lluvias monzónicas en la India alcanzan su nivel más bajo en cinco años en 2023 debido a El Niño, que ha afectado a la producción agrícola. Aunque el déficit de producción es elevado, del 5,92%, la India ha registrado un descenso constante del déficit desde los tres últimos

años, cuando alcanzó el 9,17% durante la pandemia.

Indonesia sigue caracterizándose por sus buenos datos económicos: Se espera que el crecimiento del PIB alcance el 5,1% este año y la balanza por cuenta corriente registra incluso un pequeño superávit del 1%.

Información sobre la cartera

El fondo obtuvo un rendimiento en noviembre del 8,01 %. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 34,6%.

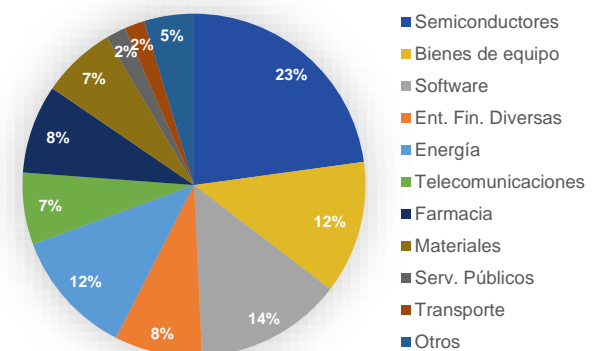
La renta fija se mantuvo entorno al 66,1%.

En el mes de diciembre, Amkor Technology y NGB 1 ½ 02/19/29 fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 40.000€ y 33.824€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron BrainChip Holdings y EIB 8, con una contribución negativa de -77.166€ y -22.601€ respectivamente.

La distribución por clase de activos a finales de noviembre fue la siguiente:

Tesorería:	0,1%
Renta variable:	34,6%
Renta fija:	66,1%

La distribución por sectores en la renta variable fue la siguiente:



Las principales posiciones de la cartera en renta variable fueron las siguientes:

BrainChip	4,8 %
Repsol	3,4%
Infosys	3,4%
Infineon	3,3%
Amkor	2,8%
SGL Carbon SE	2,8%
Cloudfare Inc	2,3%
KLA – Tencor Corp	2,3%
Renesas Electronics Corp	2,3%
Rio Tinto PLC (londres)	2,2%

La distribución geográfica de la renta variable fue la siguiente:

USA	42,0%
Alemania	12,80%
España	9,60%
Japón	6,90%
Australia	5,80%
Gran Bretaña	5,40%
India	5,30%
Suiza	5,00%
Francia	3,90%
Austria	1,20%
Otros	2,20%

Conclusión

Es posible que los mercados hayan reaccionado de forma exagerada ante la expectativa de varios recortes de los tipos de interés en 2024 y el correspondiente anuncio del Presidente de la Reserva Federal estadounidense. La economía estadounidense sigue caracterizándose por una sorprendente fortaleza y, en este contexto, existe el riesgo de que la inflación vuelva a repuntar si los tipos de interés se recortan rápida y bruscamente. Las tendencias deflacionistas en China parecen limitarse a la economía nacional y no están suponiendo un alivio a escala mundial. Si partimos de la base de que el impulso económico mundial será más débil en 2024, los precios de las materias primas también deberían mantenerse bajo control (véase en el gráfico siguiente la evolución de los tres últimos años). Es posible que se produzcan repuntes temporales a raíz

de una posible escalada del conflicto en Oriente Medio, pero deberían permanecer limitados en el tiempo.



Fuente: S&P

Un entorno de bajada de los tipos de interés, aunque no se materialice tan rápidamente como esperan los mercados, es especialmente favorable para los valores tecnológicos.

La gran feria de electrónica CES, que se celebra estos días en Las Vegas, pone de relieve la creciente importancia y penetración de la tecnología en todos los ámbitos de la vida. O, en palabras del Consejero Delegado de Siemens en su discurso de apertura del CES: "¡La tecnología es la herramienta más poderosa que tiene la humanidad!"

Teniendo esto en cuenta, mantenemos una posición sobreponderada en valores tecnológicos.

Enero de 2024

Willi Ufer

Jürgen Brückner