

## Informe mensual fondo Renta 4 Wertefinder



### Inhalt

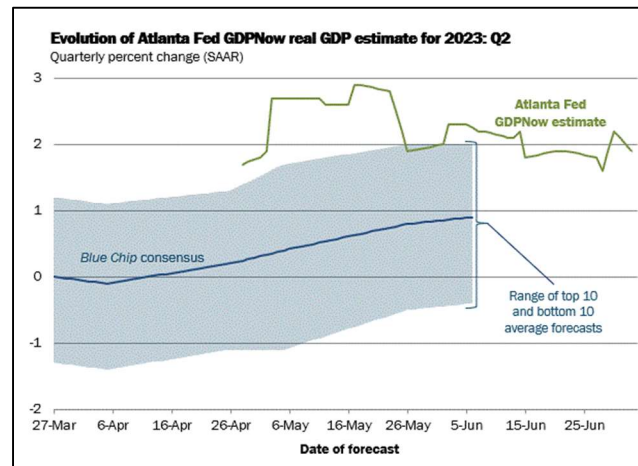
1 Observación preliminar .....	2
2 EE.UU.....	2
3 Eurozona .....	4
4 China .....	5
5 Mercados Emergentes.....	6
6 Información sobre la cartera .....	6
7 Perspectivas .....	7

## 1 Observación preliminar

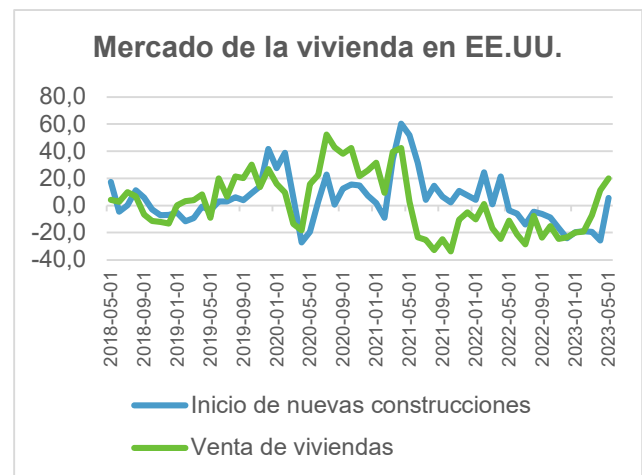
Dado que la economía estadounidense es la mayor del mundo, la atención de los mercados financieros se centra principalmente en la evolución económica de Estados Unidos. En junio, sin embargo, los titulares estuvieron brevemente dominados por otros dos países con economías de importancia: El banco central canadiense subió por sorpresa el tipo de interés oficial a principios de junio y en el Reino Unido la inflación sorprendió con un fuerte aumento hasta el 8,7%. Especialmente preocupante fue la subida de la tasa subyacente al 7,1%, impulsada en parte por un aumento de los precios de los billetes de avión. Aunque la tasa de inflación en Estados Unidos siguió bajando, aún es demasiado pronto para dar el visto bueno a una contención sostenible de la inflación. La incertidumbre queda bien documentada por las diferentes evaluaciones de los tipos de interés de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, algunos de los cuales siguen esperando una subida de los tipos de interés oficiales. La revisión de la tasa de crecimiento anualizada del producto nacional del 1,3% al 2% indica que la economía estadounidense sigue siendo muy robusta a pesar de la crisis bancaria, la subida de los tipos de interés, el descenso de la demanda de crédito y la disminución de la oferta monetaria. Los mercados financieros han reaccionado a los datos económicos más sólidos saltando del 3,71% al 3,88% en los bonos del Estado a 10 años. Sorprendentemente, los mercados no prestaron mucha atención a la noticia de que los beneficios empresariales cayeron un 4,1% en el primer trimestre (trimestre anterior - 2%).

## 2 EE.UU.

Tras los datos económicos más sólidos de Estados Unidos, continúan las conjeturas sobre si habrá recesión, cuánto durará y cuál será su profundidad. Lo único que parece seguro es que el calendario tendrá que retrasarse cada vez más, ya que para el segundo trimestre se sigue esperando un crecimiento robusto, en torno al 2%. Para hacer una valoración, las previsiones de la Reserva Federal de Atlanta ofrecen una fuente fiable (véase el gráfico siguiente del 3 de julio de 2023).



Los defensores de una economía robusta sin amenaza de recesión también señalan la fortaleza del mercado inmobiliario. Como muestra el gráfico siguiente, tanto las ventas de viviendas nuevas como las de viviendas existentes han repuntado recientemente. Se trata de una evolución sorprendente, ya que la asequibilidad es difícil con tipos de interés en torno al 7 % para hipotecas a 30 años.



A los analistas también les sorprendió la subida de los precios inmobiliarios. El sector clave del automóvil, de similar importancia junto al mercado inmobiliario, tampoco muestra signos de fatiga.

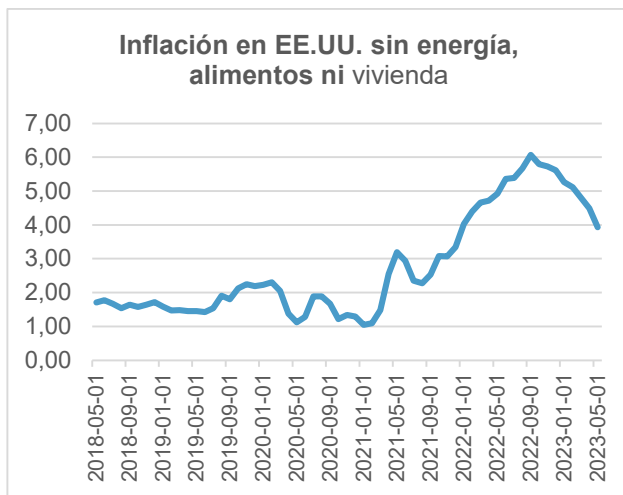
A pesar de estos mejores datos, persisten las dudas sobre la sostenibilidad de esta evolución. Fijémonos primero en el crecimiento económico. La revisión de la cifra anualizada del 1,2% al 2% puede parecer muy elevada en un primer momento (y por ello desencadenó una importante subida de los tipos de interés), pero teniendo en cuenta que se trata de una tasa anualizada, la diferencia real no resulta ser muy elevada y se mantiene dentro de los límites de la imprecisión estadística. Esta imprecisión incluye también el hecho de que toda moneda tiene dos caras, y el cálculo del producto nacional tiene

incluso tres caras. Concretamente: es de uso común referirse al producto nacional bruto en los datos sobre la evolución del producto social. Sin embargo, el producto nacional bruto también puede calcularse atendiendo a su creación o a su distribución. Los tres métodos de cálculo conducen teóricamente al mismo resultado. La única razón para utilizar el producto nacional bruto en los datos publicados es la disponibilidad más rápida y fiable de los datos.

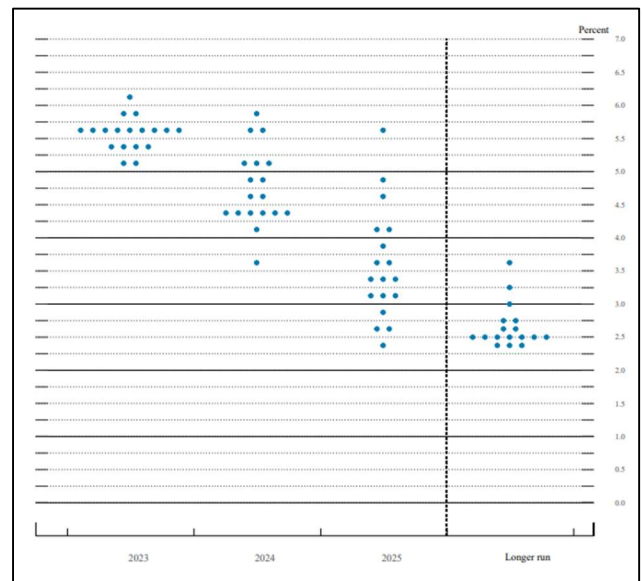
Breve explicación: el producto nacional bruto en uso examina la utilización de bienes y servicios por la demanda final, como el consumo, la inversión, el gasto público y las exportaciones netas. El producto nacional bruto en formación, por su parte, examina el valor añadido en los distintos sectores de la economía, como la agricultura, la industria y los servicios. El producto nacional bruto de distribución, por su parte, examina la distribución de la renta en la sociedad.

En EE.UU. suele haber mayores desviaciones entre los distintos tipos de cálculo, sobre todo en invierno, pero también se ha producido un desfase en los dos últimos trimestres (véase el gráfico siguiente). Según estos datos, se puede hablar con igual justificación tanto de una economía robusta como de una economía en recesión técnica.

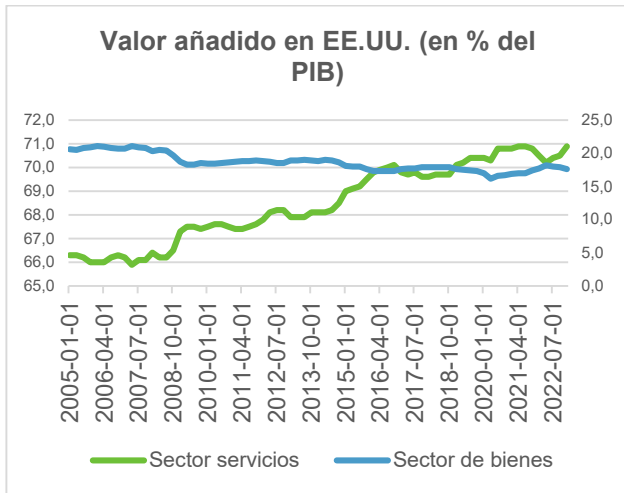
En cuanto a la tasa de inflación, también merece la pena fijarse en algunos detalles que reciben menos atención en los medios de comunicación. La tasa de inflación subyacente en EE.UU. se mantuvo en un nivel muy alto durante mucho tiempo porque el nivel de precios de la "vivienda", con un peso aproximado del 30 %, creció mucho más que los demás componentes. Por lo tanto, si se utiliza un índice de precios como referencia para la tasa subyacente, que excluye tanto los volátiles precios de la energía y los alimentos como los precios de la "vivienda", surge la imagen de una tasa de inflación en continuo descenso (véase el gráfico siguiente). Sin embargo, en torno al 4%, sigue siendo significativamente superior a la tasa de inflación del 2% fijada como objetivo por el banco central.



Por lo tanto, aún es prematuro hablar de una contención definitiva de los precios al consumo, y la bajada de los rendimientos descontada en la curva de rendimientos podría resultar inexacta. Algunos miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, que determina la política de tipos de interés en Estados Unidos, también esperan otra subida de tipos. Las expectativas de los miembros de la Reserva Federal se muestran en las actas en forma de gráfico, normalmente denominado diagrama de puntos. La siguiente imagen está tomada de las actas y muestra las expectativas de los participantes en el Comité de Tipos de los Fondos Federales. Un descenso más rápido de los tipos de interés probablemente sólo sería posible si se produjera una recesión.



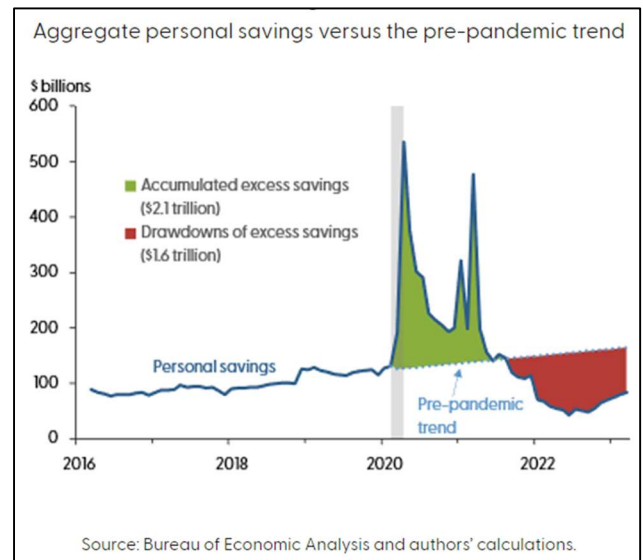
La fortaleza de la economía estadounidense a pesar de la plétora de factores de tensión parece explicarse en gran parte (véanse también las explicaciones adicionales en la conclusión de este artículo) por el hecho de que el sector servicios de la economía en particular es fuerte, mientras que el sector de bienes de la economía está sintiendo los factores de tensión. Tanto los datos del producto nacional como los componentes de las ventas al por menor refuerzan la imagen de una economía más orientada a los servicios. El gráfico que figura a continuación ilustra la fortaleza de los sectores para el conjunto de la economía (escala izquierda sector servicios).



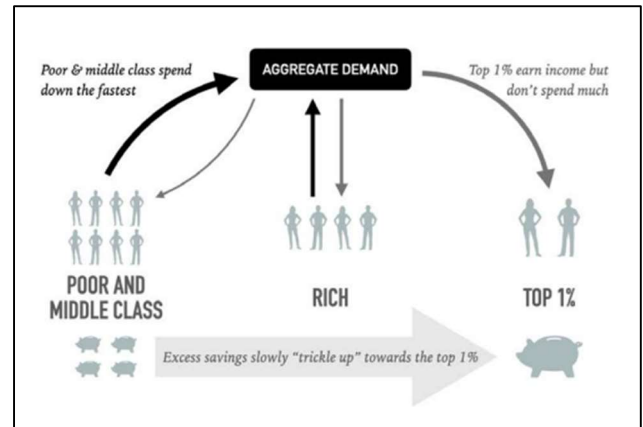
El índice ISM, un indicador ampliamente observado de la actividad manufacturera, cayó por octava semana consecutiva la semana pasada. También hay que señalar que la producción de bienes duraderos aumentó un 3,25% en el primer trimestre. También es de lamentar la fuerte caída de la inversión en tecnologías de la información. El subsector de nuevos pedidos también descendió por décimo mes consecutivo en junio. De los seis mayores sectores manufactureros, sólo uno (material de transporte) registró un aumento de los nuevos pedidos.

Aunque el sector servicios ha sido durante mucho tiempo un importante motor de la economía, este desarrollo también conlleva peligros. Si los bienes dejan de producirse en el propio país, aumenta la dependencia del extranjero. Por regla general, el sector productor de bienes también genera el mayor valor añadido y, por tanto, paga los sueldos y salarios más altos. Por tanto, hay pocas razones para celebrar como un éxito la mayor orientación hacia los servicios.

En el caso de EE.UU., el Banco de la Reserva Federal de San Francisco también examinó el efecto del exceso de ahorro en un estudio (Economic Letter de 8 de mayo de 2023 "The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings"). El siguiente gráfico del estudio ilustra la acumulación y posterior reducción del exceso de ahorro y lo respalda con cifras. Los autores señalan que 500.000 millones de dólares de exceso de ahorro permanecerán en la economía incluso después de la reducción y, por tanto, esperan que el estímulo no termine hasta el cuarto trimestre de 2023.

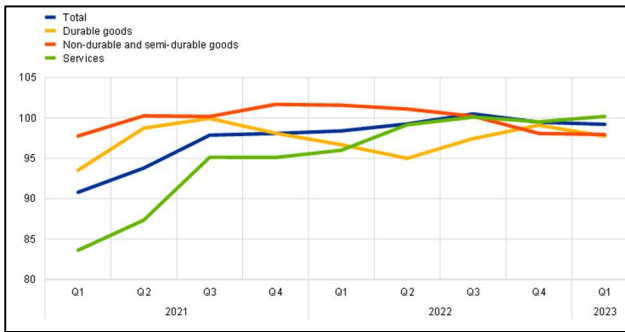


Además del efecto directo de la disminución de la cantidad procedente del exceso de ahorro, hay que tener en cuenta la distribución entre los distintos grupos de renta. Diversos autores teorizan que, con el tiempo, el exceso de ahorro "gotea" lentamente hacia arriba en la distribución de la riqueza hasta que los estratos de renta más altos poseen todos los activos. Dado que este grupo de renta tiene una menor propensión al consumo, el impulso del exceso de ahorro también disminuiría (el gráfico siguiente ilustra este proceso).

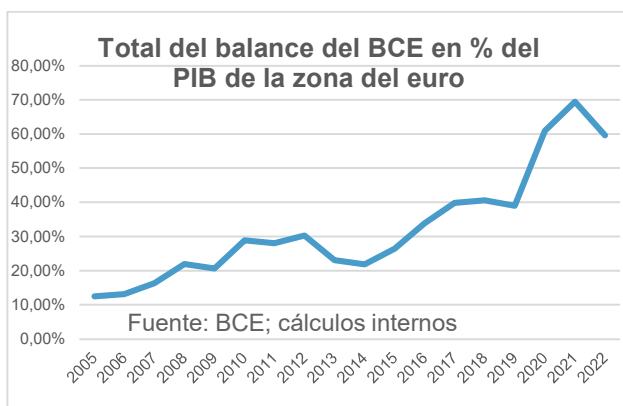


### 3 Eurozona

También en la Eurozona, el sector servicios fue el principal motor de la economía (véase el gráfico del último informe mensual del BCE sobre los componentes del consumo privado).



Al igual que en Estados Unidos, las perspectivas de una evolución económica positiva en la eurozona también se ven ensombrecidas por el descenso de la demanda de crédito y de la masa monetaria. La masa monetaria ya ha disminuido en relación con el producto nacional y los analistas prevén un nuevo descenso pronunciado (véase el gráfico siguiente).



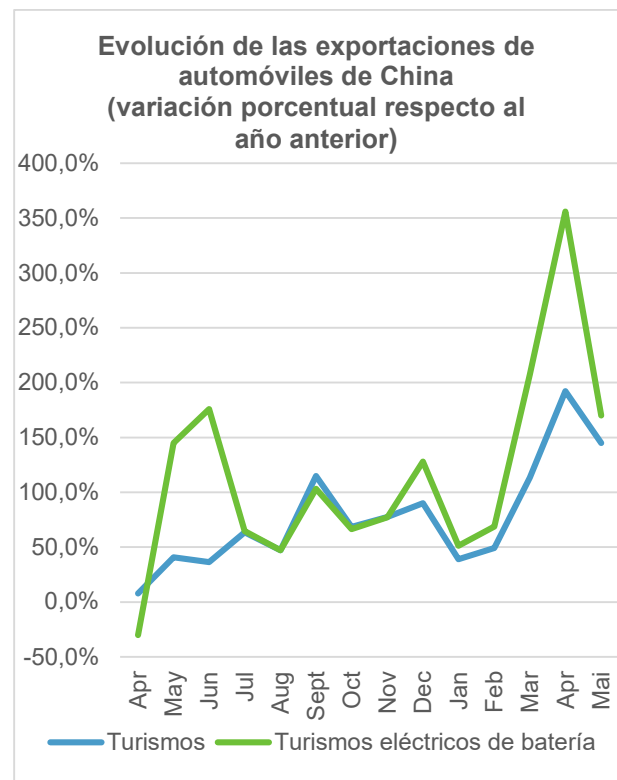
Cabe destacar que el crecimiento económico del primer trimestre fue muy diferente en la Eurozona. Mientras que los dos mayores países de la Eurozona, Alemania y Francia, registraron un crecimiento muy débil (Alemania incluso retrocedió), los países del sur de Europa (España, Portugal e Italia), Austria y los Países Bajos mostraron un panorama mucho mejor. Aquí influyó la mayor atención prestada a los servicios, así como un mayor descenso de los precios de la energía y, por tanto, de la tasa de inflación.

#### 4 China

La crisis inmobiliaria y la elevadísima tasa de desempleo juvenil (personas de 16 a 24 años), del 20,4% (año anterior: 16,7%), han hecho que la población china esté mucho menos dispuesta a ampliar sus gastos de consumo. Los que tienen empleo trabajan una media de 48,8 horas semanales (año anterior: 47,9), según la agencia estadística. Ambos valores también se han deteriorado respecto a 2021 y documentan la crisis de la sociedad china mejor que otros datos económicos. Pero es probable que incluso la media oficial de 48,8 horas subestime significativamente

las horas de trabajo reales, ya que muchas empresas en China practican el llamado sistema de horas semanales 996, es decir, de 9 h a 21 h seis días a la semana, o 72 horas. La incertidumbre sobre el desarrollo económico también se manifiesta en un aumento de los depósitos de ahorro de los hogares, que subieron un 17,3% en 2022.

Si el objetivo de crecimiento del Gobierno para 2023 se ve amenazado, el Gobierno tendrá que recurrir al estímulo fiscal después de todo. Sin embargo, no podrá apoyarse en el sector de la construcción como en crisis anteriores. Por tanto, China difícilmente podrá considerarse un motor de crecimiento para la economía mundial. Sin embargo, China impulsará con todas sus fuerzas la exportación de productos en los que tiene una ventaja comparativa por diversas razones (costes, materiales, tecnología). Esto es especialmente cierto en el sector de la automoción, en el que desde hace más de un año se observa un impulso muy fuerte de los coches eléctricos (véase el gráfico siguiente). Los fabricantes europeos de automóviles se están quedando rezagados en este aspecto. Difícilmente se podrá bloquear el mercado, ya que entonces China dificultaría el acceso de los fabricantes europeos.



Fuente: China costum statistics - HKTDC Research

## 5 Mercados Emergentes

En general, las divisas de muchos mercados emergentes se beneficiaron de un descenso de las tasas de inflación en el segundo trimestre de 2023. Las monedas de Brasil y México se mostraron especialmente firmes, con una apreciación de alrededor del 5% frente al dólar estadounidense. El dólar estadounidense prácticamente no varió frente al euro en el segundo trimestre. Brasil se benefició de un superávit por cuenta corriente de 650 millones de USD, por debajo de las previsiones del mercado de 1.500 millones de USD, pero significativamente mejor que el déficit de 4.630 millones de USD del año anterior. Se trata del mayor superávit mensual por cuenta corriente desde junio de 2021.

La inflación en Brasil también evolucionó positivamente, cayendo al 3,94% en mayo de 2023 desde el 4,18% del mes anterior, la más baja desde octubre de 2020 y por debajo de las previsiones del mercado del 4,04%. Fue el tercer mes consecutivo en que Brasil registró una tasa de inflación inferior al objetivo superior del banco central del 4,75%. En el contexto de unos datos económicos sólidos, el rendimiento de la deuda pública brasileña a 10 años también cayó a alrededor del 10,67%, su nivel más bajo desde diciembre de 2021, ya que se espera una mayor relajación monetaria. Brasil tiene así los tipos de interés reales más altos del mundo.

En México, la inflación bajó por cuarto mes consecutivo, situándose en mayo de 2023 en el 5,84%, el nivel más bajo desde agosto de 2021. Sin embargo, el déficit por cuenta corriente fue superior al previsto.

India registró un déficit por cuenta corriente de 1.300 millones de dólares (0,2% del PIB) en los tres primeros meses de 2023, peor que las expectativas del mercado de un superávit de 3.300 millones. Sin embargo, se trata del déficit más bajo en casi dos años, debido principalmente a un menor déficit comercial derivado de la bajada de los precios de las materias primas y del aumento de las exportaciones de servicios.

La economía india creció un 6,1% interanual en el primer trimestre de 2023, por encima de las previsiones del mercado del 5%.

La inflación en la India también cayó al 4,25% en mayo de 2023 desde el 4,7% del mes anterior, el nivel más bajo desde abril de 2021.

## 6 Información sobre la cartera

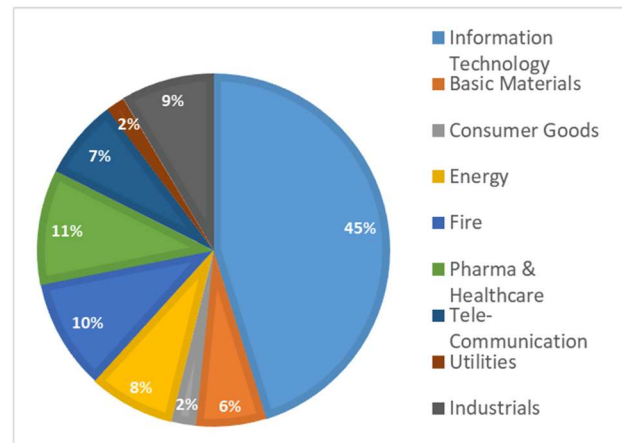
El fondo obtuvo un rendimiento en junio del 1,04 %. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 38%. La renta fija se mantuvo entorno al 57%.

En el mes de mayo Amkor, Unity Software y IonQ fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 36.491€, 33.820,79€ y 23.495,48€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron BrainChip y Weebit Nano con una contribución negativa de -91.701€ y -21.363€.

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

Tesorería: 4,6%  
Renta variable: 37,9%  
Renta fija: 57,6%

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



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

BrainChip Holdings	2,2%
Amkor	1,4%
Banco Santander	1,3%
Infosys	1,0%
Albemarle	1,0%
JPMorgan Chase	0,9%
Fresenius	0,9%
Nippon T & T	0,9%
UBS Group	0,9%
Renesas	0,8%

La distribución geográfica de la renta variable es la siguiente:

Suiza	2,2%
Europa	9,2%
Reino Unido	2,6%
Estados Unidos	17,4%
Australia	2,6%
Japón	3,3%
Suecia	0,3%
Noruega	0,5%

## 7 Perspectivas

Los datos económicos de Estados Unidos y Europa tienen en común que el sector servicios fue el motor de la economía. En ello influyó también el hecho de que, tras la pandemia, la gente volvió a visitar restaurantes y aumentaron los viajes. Ambas regiones también tienen en común que el crecimiento se vio impulsado por el uso del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia. Sin embargo, en ambas regiones, el exceso de ahorro se está disipando lentamente, por lo que la disminución del estímulo afectará a la demanda de los consumidores.

Por tanto, observamos una disminución del impulso del crecimiento en las regiones importantes del mundo, que además puede prolongarse durante algún tiempo debido a diversos problemas estructurales. Esta evolución repercutirá negativamente en los beneficios empresariales. En este contexto, también debemos considerar que los beneficios habían experimentado en parte un impulso adicional durante la pandemia, que no puede repetirse en tiempos de menor dinámica de crecimiento. Por lo tanto, preferimos una postura más prudente en términos de exposición a la renta variable.

FV Frankfurter Vermögen AG

Jürgen Brückner

13 de Julio de 2023