

Informe mensual fondo Renta 4 Wertefinder



Índice

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

1. Observación preliminar

Aunque las expectativas de tipos de interés de los mercados resultaron excesivamente optimistas a principios de año, las bolsas se mostraron sorprendentemente resistentes al entorno menos favorable de tipos de interés.

El sector tecnológico también demostró ser un motor en febrero, beneficiándose de las cifras trimestrales de Nvidia, que fueron mejores de lo esperado, aún habiendo sufrido temporalmente por la tendencia al alza de los tipos de interés. Tras la subida de las acciones tecnológicas, también se produjo un repunte de las cotizaciones en los demás mercados bursátiles.

Además, la estabilidad de un indicador de inflación que sigue de cerca la Reserva Federal estadounidense y la caída de los precios de producción también tuvieron un efecto positivo.

La euforia que rodea a Nvidia y otras empresas relacionadas con la IA recuerda al boom bursátil de finales de los noventa, cuando las bolsas subieron con fuerza con la llegada de Internet. Sin embargo, a diferencia de entonces, ahora las empresas están generando grandes beneficios, por lo que las elevadas valoraciones parecen justificadas. No obstante, cabe preguntarse si las expectativas de un aumento de la productividad gracias a la IA están realmente justificadas. Por ello, en este informe mensual nos gustaría analizar brevemente las cifras de productividad.

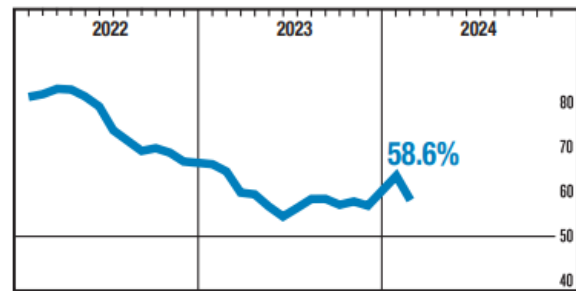
2. EE. UU.

Inflación

Los mercados siguen centrados sobre todo en la cuestión de la rapidez y el momento en que la Reserva Federal estadounidense bajará los tipos de interés. El riesgo de otra subida de tipos debido a un recalentamiento de la economía parece bajo, sobre todo después de los últimos datos económicos. La segunda cuestión se refiere a la dinámica de la economía.

En cuanto a la inflación, seguimos observando una especial persistencia en los servicios. El índice ISM de los servicios, recientemente publicado por el Institute of Supply Management y de gran prestigio, muestra que, aunque el ritmo de crecimiento de estos se ha ralentizado y los precios siguen subiendo

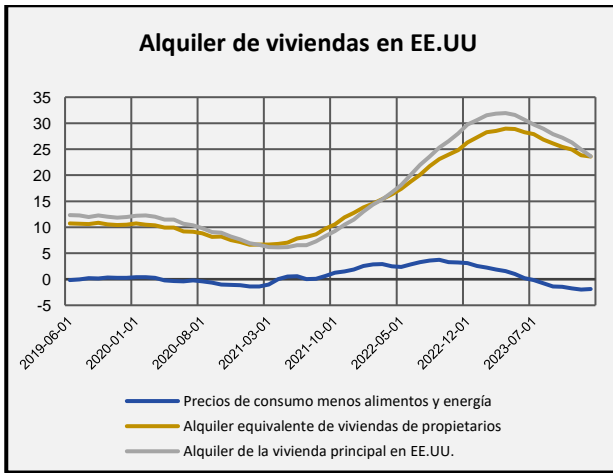
(un valor del índice superior a 50 indica un aumento, véase el gráfico siguiente).



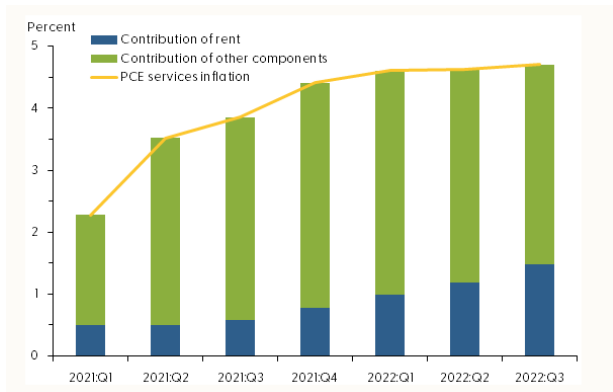
La tasa de inflación subyacente se mantiene muy por encima del objetivo del 2% fijado por el Banco Central. Sin embargo, hay que señalar aquí que esta subida se debe en gran parte al aumento de los costes de la vivienda, que tienen un peso de alrededor del 30%. Los alquileres en sí sólo tienen una ponderación del 8% (la mayoría de los estadounidenses son propietarios de sus viviendas), pero en Estados Unidos el coste de oportunidad de la pérdida de ingresos por alquiler es más significativo para los pisos y casas ocupados por sus propietarios. La inclusión de los alquileres imputados se trata de forma diferente en los distintos países del mundo.

Los detractores de la inclusión del alquiler imputado en el índice de precios al consumo sostienen que exagera la inflación porque refleja costes en los que los propietarios no incurren realmente. Sugieren que una medida más precisa de la inflación debería centrarse exclusivamente en los gastos reales que afectan directamente al presupuesto y al bienestar financiero de los hogares.

Sin embargo, los partidarios de incluir el alquiler imputado en el índice de precios al consumo argumentan que es una medida más completa de los costes de la vivienda y refleja el coste de oportunidad de la propiedad de la vivienda. Aunque el alquiler imputado no es un gasto monetario directo, este refleja el valor de los servicios de la vivienda utilizados por los propietarios y contribuye a una evaluación más precisa de los cambios en el coste de la vida a lo largo del tiempo. En Estados Unidos, este alquiler es uno de los principales impulsores de la inflación debido a su elevado peso (véase el gráfico siguiente).



Según un estudio del Banco de la Reserva Federal de San Francisco (“Can monetary policy tame rent inflation”), la política monetaria tiene el efecto de reducir la inflación inducida por los alquileres con un desfase de unos 2 ½ años. El mismo estudio muestra también que la proporción de este aumento en los precios de los servicios ha aumentado continuamente en los últimos años.



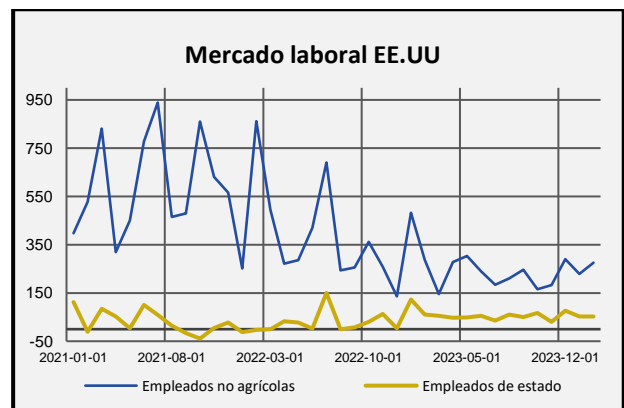
Podemos concluir que la inflación en EE. UU. limita menos el poder adquisitivo de los consumidores de lo que sugeriría la cifra de inflación pura, debido al fuerte peso de las rentas imputadas.

Dinámica económica

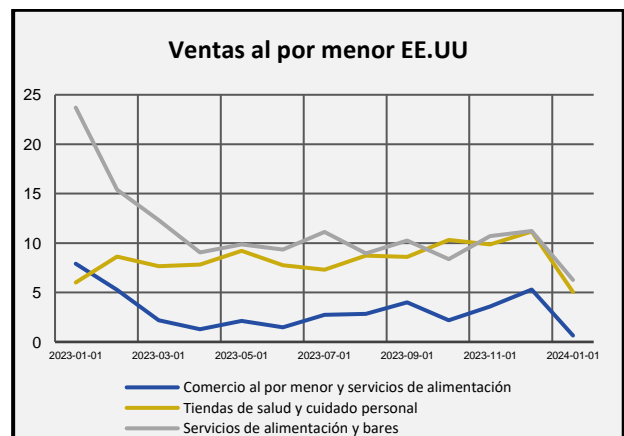
Si se observan con detenimiento algunos indicadores económicos, pueden verse las primeras grietas en la solidez de la economía. En el mercado laboral, por ejemplo, es el descenso del número de ofertas de empleo (véase el gráfico siguiente) y la caída de las horas trabajadas.



Las cifras sobre el empleo este pasado viernes apuntan otra vez a un mercado laboral sólido. No obstante, hay que tener en cuenta que una buena parte de la creación de puestos de trabajo se debe al sector público (véase el gráfico abajo), algo no sostenible teniendo en cuenta los problemas que enfrenta el presupuesto americano.

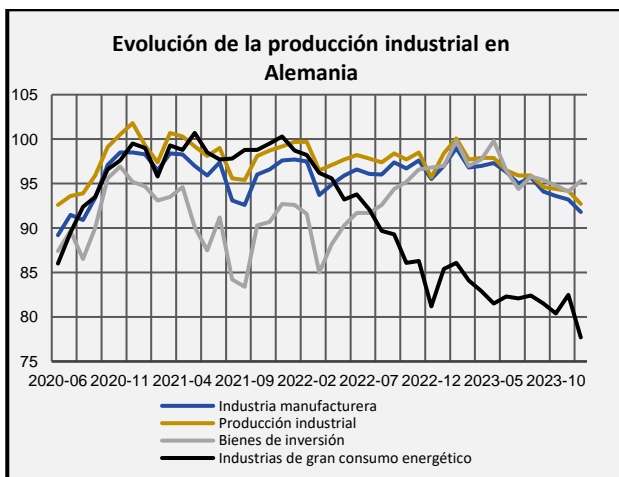


Las ventas al por menor también evolucionan con más cautela, e incluso las cifras de alimentación y bebidas, antes sólidas, han perdido impulso (véase el gráfico siguiente).



3. Eurozona

El crecimiento en la eurozona sigue siendo moderado, pero con diferencias regionales. Mientras que algunos países del sur de Europa con un sector de servicios más fuerte se benefician de un aumento del turismo, muchos países del norte de Europa sufren un desplome del sector de la construcción. En Alemania, los sectores intensivos en energía se ven especialmente afectados por la caída de la producción. El gráfico siguiente muestra que el descenso de la producción fue especialmente grave en los sectores de gran consumo energético.

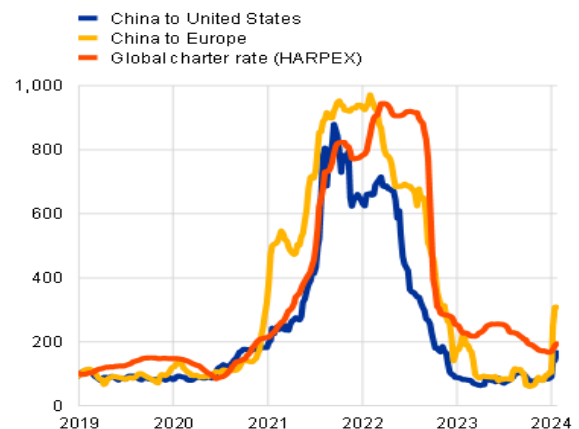


En muchos países, los consumidores actúan con moderación ante la incertidumbre que rodea a la situación geopolítica y el lento descenso de la tasa de inflación. Las ventas al por menor, en particular, están sufriendo las consecuencias, mientras que las ventas de automóviles han evolucionado más favorablemente, ya que los efectos de recuperación tras la pandemia han llevado a sustituir los vehículos más antiguos.

Aunque la inflación ha evolucionado favorablemente, el aumento de los salarios de convenio sigue estando muy por encima de la tasa de inflación objetivo del 2%. El BCE escribe en su último informe mensual que "los indicadores salariales prospectivos señalan la persistencia de elevadas presiones salariales, aunque con algunos signos tentativos de enfriamiento hasta finales de 2023. El crecimiento real de los salarios, medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, disminuyó hasta el 5,3% y el 5,2%, respectivamente, en el tercer trimestre de 2023, frente al 5,5% y el 5,3% del segundo trimestre". El BCE señala también que, medidos en términos de la tasa de crecimiento anual

del deflactor del PIB, los costes laborales son ahora los que más contribuyen a las presiones internas sobre los precios. Una nueva fuente de incertidumbre respecto a la tasa de inflación es la posible presión sobre los precios derivada del aumento de los fletes debido al conflicto de Oriente Medio. El siguiente gráfico del informe del BCE ilustra el aumento hasta finales de enero, pero también muestra que las tarifas de flete siguen estando muy por debajo de las registradas durante la pandemia. Sin embargo, el impacto sobre la inflación aún no se considera significativo.

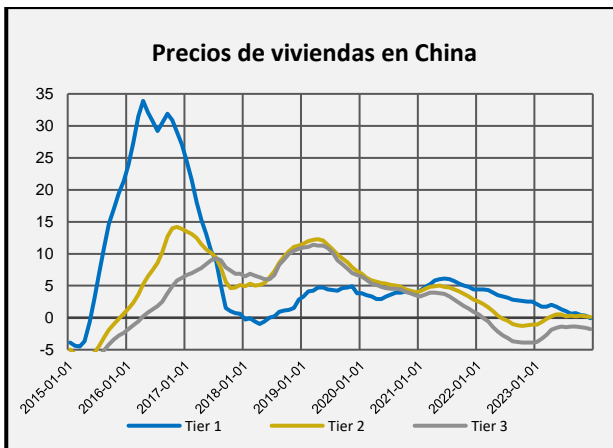
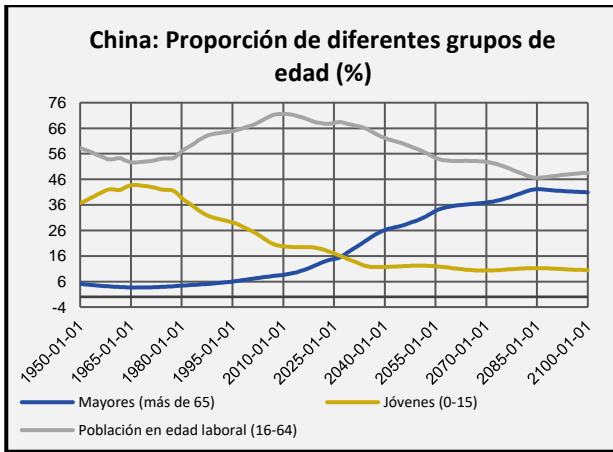
Coste de fletes



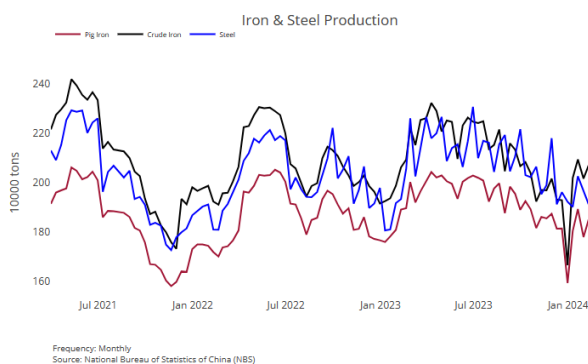
Mientras persista la presión salarial, al BCE le resultará difícil bajar los tipos de interés, como de hecho sugeriría la situación económica. En Alemania, en particular, la elevada disposición a la huelga está provocando un aumento de la presión salarial.

4. China

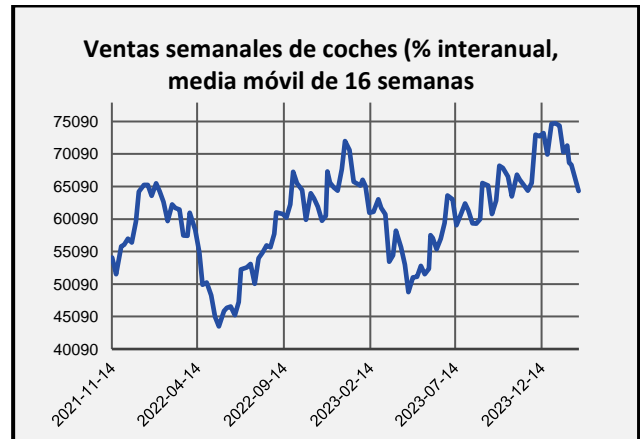
Aunque el gobierno chino ha reiterado su intención de mantener una tasa de crecimiento alrededor del 5% hay dudas si realmente pueden conseguir este objetivo sin recurrir a programas de gastos fuertes. China no sólo tiene que combatir los efectos del deterioro de la demografía (véase el gráfico abajo), sino también los efectos de la burbuja inmobiliaria que llevó a una bajada de los precios inmobiliarios (véase el gráfico sobre los precios). Este deterioro es grave porque la inversión inmobiliaria constituye una fuente importante de ahorros.



Todo ello ha llevado a una bajada de la producción de ciertos materiales de construcción, en un momento cuando ya existe una sobre capacidad. Posiblemente esta sobrecapacidad lleva a continuación de la bajada de precios que se puede extender al resto del mundo.



El deterioro del entorno económico en China se ilustra muy bien por las bajadas de la venta de coches como se observa en el gráfico siguiente.



5. Información sobre la cartera

El fondo obtuvo un rendimiento en febrero del 2,90%. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 38,5%.

La renta fija se mantuvo en torno al 61,8%.

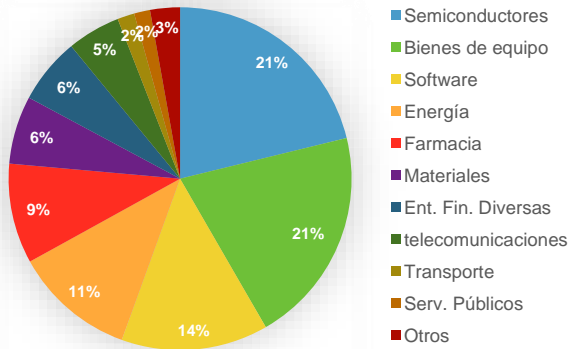
En el mes de febrero, BrainChip Holdings Ltd, Cloudflare Inc y Albemarle Corp. fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 474.345,49, 33.079,70 y 25.664,09 respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron Grenergy Renovables, Wolfspeed Inc y Unity Software Inc. con una contribución negativa de -26.308,80 y -22.318,28€.

Mantenemos las acciones de la empresa australiana Brainchip como la primera posición debido a su posicionamiento en el ámbito del neuromorphic computing. Brainchip es la primera empresa que ha lanzado un chip de este tipo y se espera que con el tiempo esta nueva arquitectura se extienda sobre todo en el Internet de las Cosas debido a su ahorro de energía. Las aplicaciones para este tipo de chips se extienden a otros campos, como el espacio (el chip de Brainchip se introdujo la semana pasada en un satélite espacial) y en un futuro, incluso en el 6G, podría permitir una serie de nuevas aplicaciones.

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

Tesorería: 6,1%
Renta variable: 38,5%
Renta fija: 61,8%

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 Ltd	10,6%
Repsol SA	4,3%
Siemens AG	3,3%
Johnson & Johnson	3,2%
NVE Corp	3,0%
ASML Holding NV	2,8%
Microsoft Corp	2,7%
CloudFlare Inc	2,5%
Infineon Technologies AG	2,5%
Reliance Industries Ltd	2,5%

La distribución geográfica de la renta variable fue la siguiente:

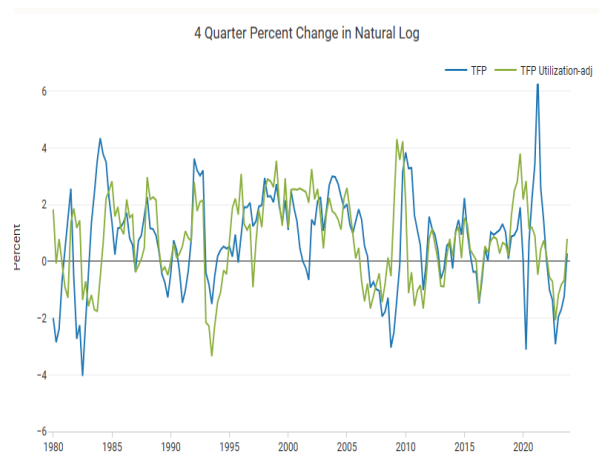
U.S.A	44,50%
Australia	11,30%
Alemania	10,60%

España	9,00%
Japón	6,50%
India	4,70%
Gran Bretaña	3,90%
Holanda	2,80%
Suiza	2,60%
Francia	2,30%
Otros	1,80%

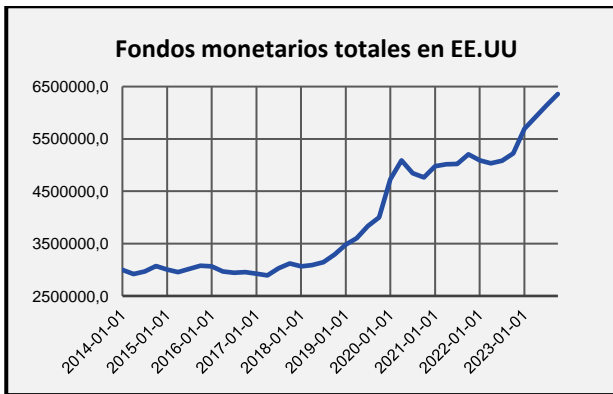
6. Conclusión

La reciente euforia que rodea a las acciones tecnológicas asociadas a la IA plantea la cuestión de si los aumentos de productividad y las nuevas aplicaciones que se esperan podrán materializarse realmente como se espera. Sólo entonces podrán alcanzarse altas tasas de crecimiento a largo plazo y justificarse las elevadas valoraciones. Una primera evaluación puede hacerse observando la evolución de la productividad en Estados Unidos hasta la fecha. Aquí podemos distinguir entre la productividad del trabajo, por un lado, y la productividad total de los factores por otro, que también tiene en cuenta el progreso tecnológico que no queda recogido por la productividad de los factores de producción trabajo y capital.

Los datos sobre la evolución de la productividad total de los factores no se registran puntualmente, pero el banco central local de San Francisco ha seguido la evolución en un estudio. Ya se observa una mejora en el cuarto trimestre de 2023, pero aún es pronto para sacar conclusiones claras.



Las perspectivas de los próximos meses en los mercados financieros se caracterizarán por los riesgos de que la economía estadounidense vuelva a crecer con más fuerza a pesar de la subida de los tipos de interés. En Europa, existe el riesgo de que la inflación vuelva a dispararse debido a la presión salarial. Si por el contrario tanto el crecimiento y la inflación modera más de lo esperado, los bancos centrales tendrán la posibilidad de bajar los tipos. Una bajada de tipos podría llevar a muchos inversores en fondos monetarios de reposicionarse en renta variable. Como ilustra el gráfico, actualmente se encuentra un volumen históricamente alto en este tipo de fondos:



FV Frankfurter Vermögen AG

Jürgen Brückner

11 de marzo de 2024