



## Informe trimestral de FV Frankfurter Vermögen AG

Edición: Octubre 2024

## Observación preliminar

Este último mes, los mercados globales han mostrado una tendencia mixta. Las bolsas de valores en EE. UU. han experimentado volatilidad, impulsadas por informes de ganancias de empresas que han superado las expectativas, aunque preocupaciones sobre la inflación y las tasas de interés continúan pesando sobre el sentimiento del mercado.

En Europa, los índices bursátiles han tenido un desempeño sólido, respaldados por datos económicos positivos y una disminución de la inflación. Sin embargo, los inversores permanecen cautelosos ante la situación geopolítica en Ucrania y su impacto en la economía.

En resumen, aunque hay indicadores de crecimiento en varias regiones, los mercados siguen siendo sensibles a factores macroeconómicos y geopolíticos que podrían influir en su dirección futura.

### EE.UU.

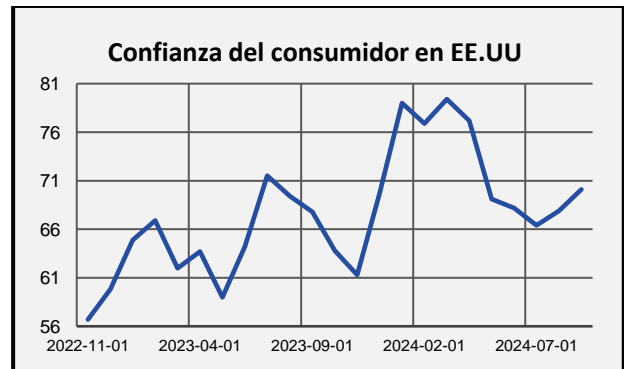
A pesar de la incertidumbre económica global, la resiliencia del mercado laboral estadounidense sigue siendo un factor clave para la recuperación económica. Las vacantes de empleo no agrícola se moderaron en comparación con el mes anterior posiblemente debido al paso del último huracán. Estos últimos resultados sobre la oferta de empleo no agrícola en Estados Unidos revelan una tendencia a la baja en las vacantes, lo que muestra una robusta creación de empleo.



En cuanto a los precios de la vivienda, según el índice S&P CoreLogic Case-Shiller, han mostrado una tendencia de aumento en los últimos años, aunque también han experimentado fluctuaciones significativas. Este índice, que mide los cambios en los pre-

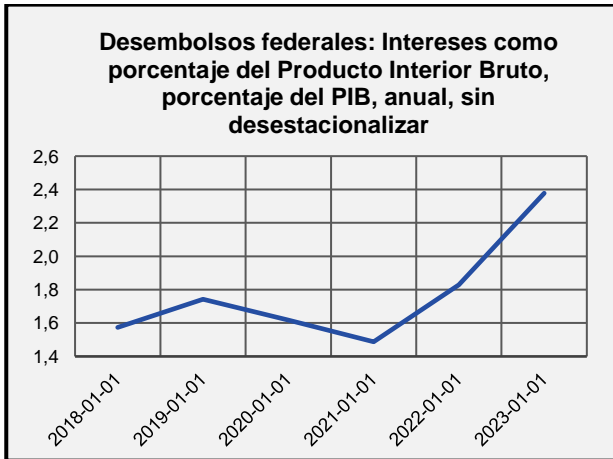
cios de las viviendas a nivel nacional y en 20 ciudades principales, indica que, a pesar de las presiones inflacionarias y las tasas de interés más altas, la demanda por viviendas sigue siendo fuerte en muchas áreas. Sin embargo, algunas regiones han visto correcciones en los precios, lo que refleja las variaciones en la oferta y la demanda. Estos datos son cruciales para entender el panorama del mercado inmobiliario y las decisiones económicas de los hogares.

La confianza del consumidor en Estados Unidos ha experimentado altibajos en los últimos meses, influenciada por factores como la inflación, las tasas de interés y la incertidumbre económica. Los índices de confianza, que miden las expectativas sobre la situación económica y las perspectivas de empleo, han mostrado cierta volatilidad. Recientemente, algunos informes indican una leve mejora en la confianza, impulsada por el aumento de los ingresos y una caída en los precios de algunos bienes. No obstante, los consumidores siguen preocupados por el costo de la vida y la posibilidad de una recesión, lo que podría afectar sus decisiones de gasto. En general, la confianza del consumidor es un indicador crucial que influye en el comportamiento de compra y, por ende, en el crecimiento económico.



Los gastos federales de Estados Unidos en concepto de intereses como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) han continuado su tendencia al alza, reflejando la creciente carga de la deuda pública. Este indicador muestra qué tan significativo es el costo de los intereses de la deuda federal en relación con la producción económica del país. A medida que los tipos de interés aumentaron durante el 2023, en respuesta a las políticas monetarias restrictivas de la Reserva Federal para combatir la inflación, los pagos de intereses sobre la deuda federal también han crecido. Este aumento en los costos

de servicio de la deuda ha sido particularmente relevante debido a que el déficit fiscal sigue siendo elevado y la deuda pública alcanza niveles históricos.



Este fenómeno refleja una preocupación creciente sobre la sostenibilidad fiscal de largo plazo en un contexto económico con altas tasas de interés.

## Eurozona

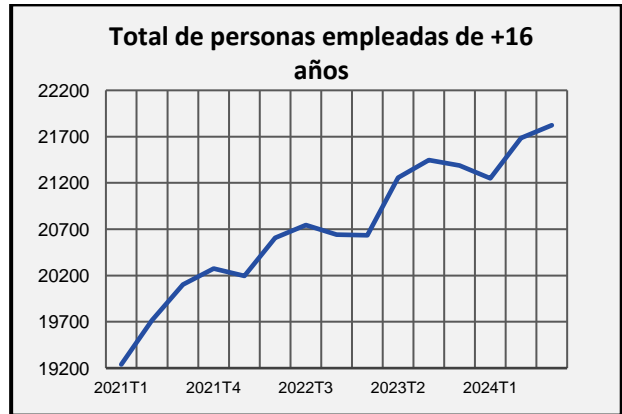
El mercado en Europa presenta un panorama mixto. Los índices bursátiles han mostrado un desempeño variable, con algunas acciones impulsadas por resultados empresariales positivos y una mejora en los datos económicos. La inflación ha comenzado a estabilizarse, lo que ha dado cierto alivio a los consumidores y empresas.

Sin embargo, persisten preocupaciones sobre la economía, incluyendo la influencia de la guerra en Ucrania y sus implicaciones geopolíticas. Algunos sectores, como la energía renovable y la tecnología, han visto un crecimiento, mientras que otros, como la industria pesada, enfrentan desafíos debido a altos costos de energía.

Los bancos centrales están adoptando una postura cautelosa, lo que también influye en la confianza del mercado. En general, hay una mezcla de optimismo moderado y cautela entre los inversores, a medida que la región navega por un entorno económico complejo.

España muestra signos de recuperación, con un crecimiento moderado impulsado por el consumo interno y el turismo. La inflación ha comenzado a disminuir, lo que está ayudando a mejorar la confianza de los consumidores.

El mercado laboral sigue fortaleciéndose con la continua subida de empleados mayores de 16 años como se observa en el gráfico siguiente:



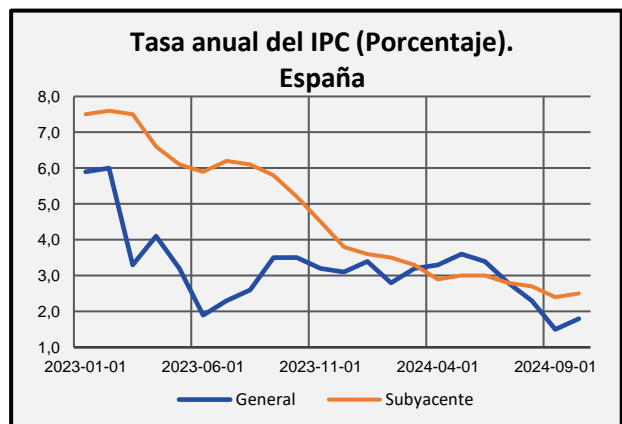
En cambio, existen preocupaciones sobre la sostenibilidad de este crecimiento y la necesidad de reformas estructurales para abordar problemas a largo plazo.

La inflación anual estimada del IPC en octubre de 2024 es del 1,8%, de acuerdo con el indicador adelantado elaborado por el INE.

Este indicador proporciona un avance del IPC que, en caso de confirmarse, supondría un aumento de tres décimas en su tasa anual, ya que en el mes de septiembre esta variación fue del 1,5%.

Esta evolución es debida, principalmente, al aumento de los precios de los *combustibles*, y también, aunque en menor medida, a la subida de los precios de la *electricidad* y del *gas*, que bajaron en octubre de 2023.

La tasa de variación anual estimada de la inflación subyacente (índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos) aumenta una décima, hasta el 2,5%.



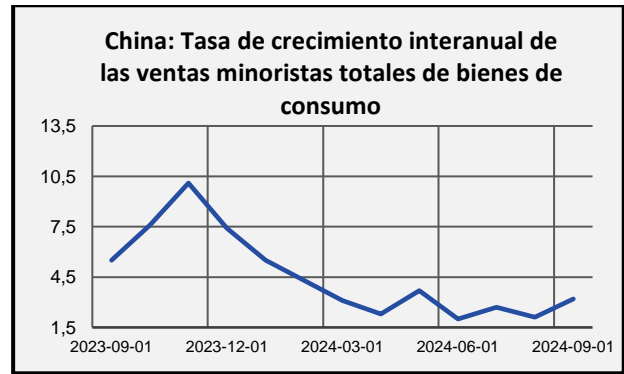
En el ámbito bursátil, las acciones españolas han tenido un desempeño variable, influenciadas por la situación económica global y los resultados de las empresas. Sectores como la energía renovable y el turismo están destacando, mientras que la incertidumbre política y las tensiones en Europa podrían afectar la confianza de los inversores.

Por otro lado, los últimos datos del PIB de Alemania indican un crecimiento débil, con una tasa de crecimiento anualizada de apenas un 0.2% en el último trimestre. Este estancamiento refleja el impacto de la alta inflación y las crecientes tensiones geopolíticas, que han afectado tanto al consumo como a la inversión empresarial. El sector manufacturero ha experimentado contracciones, mientras que el sector servicios ha mostrado cierta estabilidad. Estos resultados han llevado a analistas a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento para el próximo año, subrayando la necesidad de políticas que fomenten la inversión y la confianza del consumidor para estimular la economía.

Uno de los principales obstáculos para la economía alemana sigue siendo el elevado costo de la electricidad, que afecta tanto a la industria como a los consumidores. En particular, el sector automovilístico se enfrenta a importantes dificultades. Empresas como Volkswagen están experimentando dificultades debido a la creciente competencia internacional, la transformación hacia los vehículos eléctricos y los altos costos de producción derivados de la energía. Estas presiones están afectando tanto la rentabilidad de los fabricantes como la competitividad en el mercado global.

## China

La economía china ha enfrentado desafíos significativos. Los indicadores económicos, como la producción industrial y las ventas minoristas, han mostrado un crecimiento más débil de lo esperado, reflejando la incertidumbre en el mercado y las presiones económicas internas.



La actividad del sector manufacturero en China mostró en octubre su primera mejora en seis meses, según el índice PMI, que subió a 50,1 puntos desde 49,8 en septiembre. Este es el nivel más alto desde abril y marca la primera expansión después de cinco meses de contracción.

De acuerdo con la Oficina Nacional de Estadísticas (ONE), las empresas grandes y medianas registraron PMIs de 51,5% y 49,4%, respectivamente, un aumento de 0,9 y 0,2 puntos en comparación con el mes anterior. En contraste, el PMI de las pequeñas empresas fue de 47,5%, frente al 48,5% de septiembre.

Julian Evans-Pritchard, economista jefe para China en Capital Economics, señaló que la mejora reciente se debe a una demanda interna más fuerte, aunque advirtió que los datos de demanda externa podrían estar influenciados por el sentimiento relacionado con la posible reelección de Trump.

La desaceleración del sector inmobiliario sigue siendo un problema, afectando la confianza de los consumidores y la inversión.

El gobierno ha implementado medidas para estimular la economía, como recortes de tasas de interés y aumentos en el gasto público. Pero, estas acciones han tenido un impacto limitado hasta ahora. Las tensiones geopolíticas y las restricciones comerciales con otras naciones también han añadido presión a la economía.

Tras el triunfo de Donald Trump en las elecciones de 2024, es posible que se reanuden o incluso intensifiquen las políticas comerciales que marcó durante su primer mandato, incluyendo la imposición de aranceles sobre productos chinos. Trump había adoptado una postura agresiva contra China, argumentando que las políticas comerciales de este país

eran injustas y perjudicaban a la economía estadounidense. En caso de un segundo mandato, podría retomar o aumentar las tarifas arancelarias como parte de sus esfuerzos para presionar a China en temas como la propiedad intelectual, el déficit comercial y el acceso a los mercados.

Si los aranceles sobre productos chinos se incrementaran nuevamente, como ocurrió durante la administración de Donald Trump, uno de los efectos inmediatos sería un aumento en los precios de los productos importados de China. Este aumento de precios, a su vez, podría generar una presión inflacionaria, elevando el costo de vida tanto en China como en los países que dependen de estas importaciones, como Estados Unidos. La inflación resultante afectaría directamente la capacidad de gasto de los consumidores, quienes verían cómo su poder adquisitivo disminuye debido a los precios más altos, lo que podría reducir el consumo y frenar el crecimiento económico.

No obstante, si este aumento en los aranceles está absorbido por las empresas por su mayor capacidad debido a la bajada de los impuestos, entonces podría ocurrir que la inflación no suba.

## Japón

La economía japonesa ha experimentado varios desarrollos significativos. La inflación ha continuado aumentando, alcanzando niveles no vistos en décadas, lo que ha llevado a un debate sobre la necesidad de ajustar la política monetaria. Las exportaciones se han mantenido robustas, impulsadas por la demanda en sectores como la tecnología y los automóviles.

En cambio, el crecimiento del consumo interno ha sido moderado, afectado por el aumento de precios. El yen ha mostrado volatilidad, y el Banco de Japón ha mantenido su postura de política monetaria flexible, pero ha comenzado a señalar que podría considerar cambios en el futuro si la inflación persiste. Los resultados de las elecciones del 27 de octubre, donde el partido gobernante ha perdido la mayoría, generan un periodo de incertidumbre que sugiere cautela. La posibilidad de un aumento de tasas en la reunión de diciembre se reduce en este contexto.

En resumen, aunque hay signos de crecimiento y recuperación, la inflación y la política monetaria siguen siendo puntos críticos en la economía japonesa.

## Información sobre la cartera

El fondo obtuvo un rendimiento en octubre del -0,89%. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 48,1%.

La renta fija se mantuvo en torno al 51,9%.

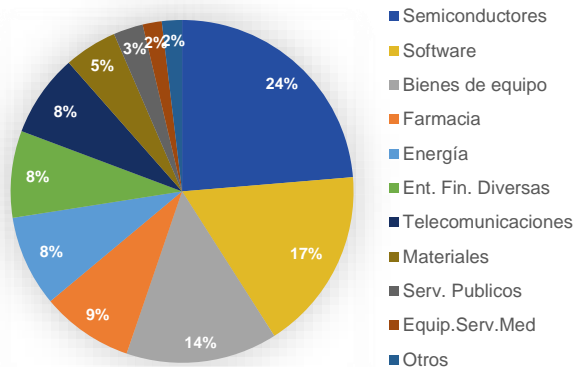
En el mes de octubre, Taiwan Semiconductor, Booking Holdings Inc. Y Lam Research Corp fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 36.066,63€, 30.180,39€ y 29.089,16€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron Amkor Technology Inc, Oxford Nanopore Technologies P y Granergy Renewable con una contribución negativa de -22.538,83€, -19.205,57€ y -19.140,00€ respectivamente.

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

Renta variable: 48,1%

Renta fija: 51,9% de los cuales 3,3% es tesorería.

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



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

Taiwan Semiconductor M.	4,8%
BrainChip Holdings Ltd	4,7%
Siemens AG	3,9%
Booking Holdings Inc	3,6%
Banco Santander	3,3%
Repsol SA	3,2%
Dell Technologies Inc	3,2%
Johnson & Johnson	3,1%
Microsoft Corp.	3,0%
Cloudflare Inc.	2,9%

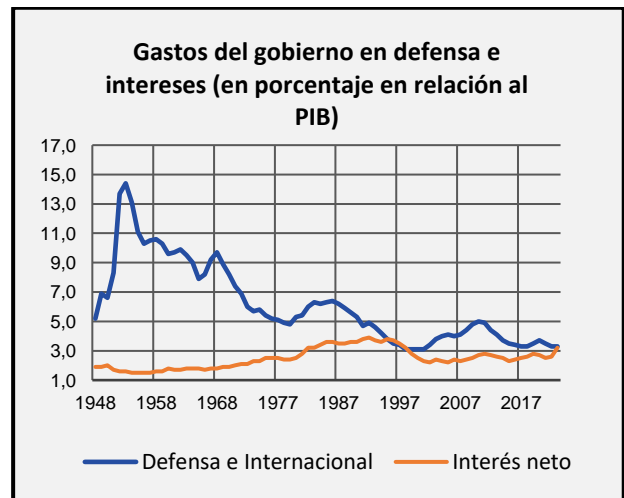
La distribución geográfica de la renta variable fue la siguiente:

U.S.A	48,50%
España	11,00%
Alemania	8,80%
Japón	6,40%
Taiwan	4,80%
Australia	4,70%
India	4,30%
Gran Bretaña	3,80%
Suiza	3,60%

Francia	1,60%
Otros	2,60%

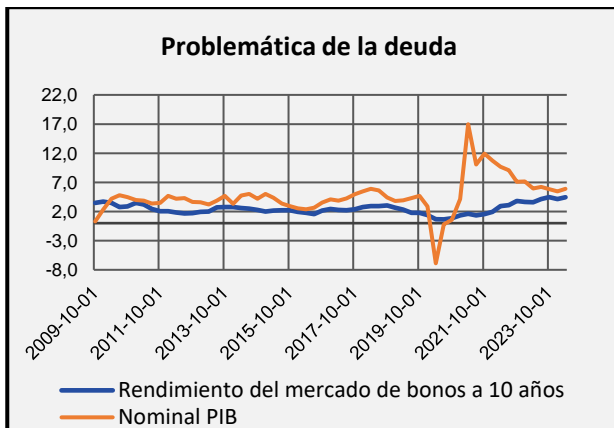
## Conclusión

Después de la reelección de Donald Trump como futuro presidente de EE.UU. hay un sinfín de comentarios sobre el impacto en la economía y la política. No quisiéramos añadir más información sobre comentarios y opiniones que ya abundan. No obstante, nos centraremos en algunos aspectos que merecen nuestra atención: Se trata de la evolución de la deuda. La deuda americana en términos absolutos y relativos del BIP se encuentra a niveles muy altos. El servicio de la deuda, o más concretamente, los intereses en relación con el BIP se encuentran también a niveles altos como desprendemos del siguiente gráfico.



En principio el estado puede aumentar la deuda más sin que esta subida impacte directamente en la economía, siempre y cuando los inversores están dispuestos a comprar deuda americana. Los dos factores limitantes son, sin embargo, la voluntad de los inversores de comprar deuda americana, y el servicio de esta deuda. Ya ahora el estado destina casi la mitad de los impuestos al pago de los intereses. Por ello, si el pago de los intereses sube todavía más, hay que cortar gastos o subir impuestos. Las dos decisiones no son populares y existe el riesgo que el mercado fuerce esta decisión. Por otro lado, existe la posibilidad que el crecimiento se ve impulsado por la bajada de impuestos y que aumente la productividad por la implementación más rápida de un gobierno a favor de la tecnología.

Efectivamente, mientras la tasa nominal de crecimiento se mantenga por encima de los tipos de interés, el estado se puede permitir una política más relajada de gastos (hay una fórmula\* que relaciona los tipos, el crecimiento y el déficit primario que explican la evolución del déficit). En el gráfico adjunto vemos que durante los últimos años esta tasa se mantenía por encima de los intereses. Si cambia esta relación durante el gobierno de Trump, sería una auténtica catástrofe para la deuda.



Por estos motivos y la alta valoración del mercado preferimos mantener una exposición a la renta variable en torno al 50 %, y no los máximos de hasta un 80 % que mantuvimos durante ciertas épocas cuando tanto el entorno económico tenía más visibilidad y la valoración fue menos ambiciosa.

*Octubre de 2024*

Jürgen Brückner

### \*Anexo

La fórmula de la deuda pública en términos de su evolución es generalmente expresada como:

$$D_t = D_{t-1} \cdot \frac{1 + i_t}{1 + g_t} + PB_t$$

donde:

- Si la tasa de interés ( $i_t$ ) es mayor que la tasa de crecimiento ( $g_t$ ), la deuda tiende a aumentar.
- Si el déficit primario ( $PB_t$ ) es positivo (es decir, hay superávit primario), ayuda a reducir la deuda.

**Deuda pública inicial ( $D_{t-1}$ ):** El nivel de deuda pública al final del período anterior.

**Déficit primario ( $PB_t$ ):** Es el déficit (o superávit) fiscal excluyendo los pagos de intereses. Representa el saldo entre ingresos y gastos del gobierno, sin contar los intereses de la deuda.

**Tasa de interés efectiva ( $i_t$ ):** La tasa de interés promedio aplicada a la deuda pública.

**Crecimiento económico ( $g_t$ ):** La tasa de crecimiento real del PIB, que afecta la capacidad de un país para manejar su deuda.