

Informe mensual fondo Renta 4 Wertefinder

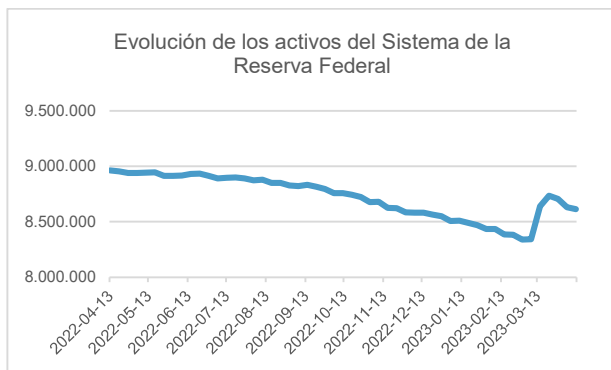


Inhalt

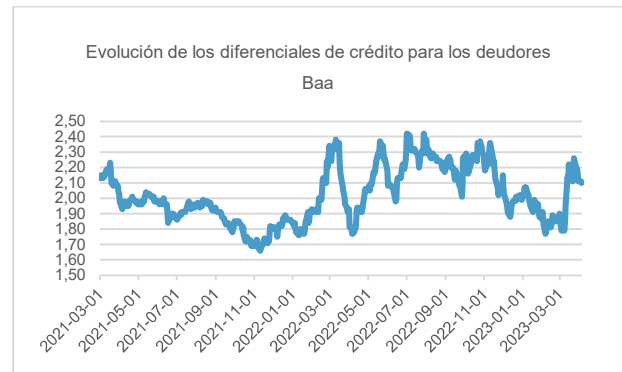
1 Observación preliminar	2
2 EE.UU.....	2
3 Zona Euro	3
4 China	4
5 Mercados emergentes	4
6 Información sobre la cartera	5
6 Perspectivas	6

1 Observación preliminar

El primer trimestre del año estuvo dominado inicialmente por el debate sobre una posible recesión en EE.UU. y su alcance: aterrizaje brusco, aterrizaje suave o, más recientemente, sin aterrizaje. La quiebra del Silicon Valley Bank (SVB) irrumpió en medio de esta incertidumbre y con ella el debate sobre la probable trayectoria de los tipos de interés en EE.UU., lo que puso fin, al menos temporalmente, a la discusión sobre nuevas subidas de los tipos de interés. A la quiebra de SVB le siguió el rescate de Credit Suisse, acontecimientos que mostraron al mundo que el sistema financiero es frágil a pesar de la regulación y los mayores requisitos de capital. Aparentemente, sin embargo, esta crisis parece superada por el momento, ya que los depósitos se transfirieron de los bancos más débiles a los solventes y las autoridades reaccionaron a tiempo. La magnitud de la incertidumbre queda bien ilustrada por el uso del "Discount Window" (programa de préstamos de emergencia) de la Reserva Federal, que alcanzó un máximo histórico a raíz de la crisis del SVB (véase el gráfico siguiente). En algunos momentos, todo el programa QT (endurecimiento cuantitativo) de la Reserva Federal se redujo aproximadamente a la mitad.



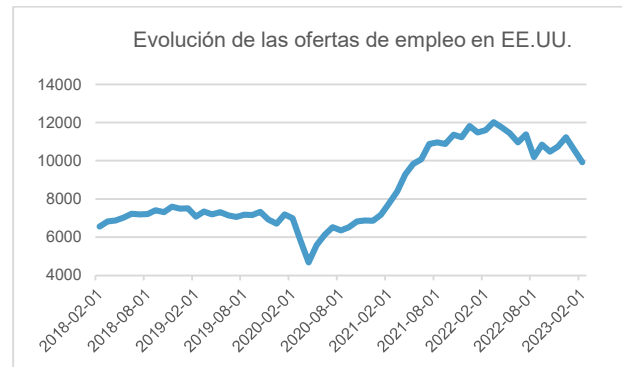
Aunque la crisis de liquidez de los bancos estadounidenses se contenga por el momento, es probable que los efectos sobre la economía se dejen sentir, ya que el solo cambio de los depósitos de los clientes provocará fricciones y el coste del capital para los bancos probablemente aumentará y/o los márgenes de crédito también aumentarán. A raíz de la crisis bancaria, los márgenes de crédito de los deudores con calificación Baa ya han aumentado, aunque recientemente se ha producido una relajación (véase el gráfico siguiente).



2 EE.UU.

En Estados Unidos, los datos económicos recibidos últimamente han sido desiguales, por lo que continúa el debate sobre una posible recesión. La demanda de mano de obra en EE.UU. se ha debilitado, pero sólo ligeramente. El sector servicios, que se había mostrado muy fuerte últimamente, también está mostrando los primeros signos de debilitamiento, como se desprende de la fuerte caída del índice ISM, tan vigilado.

El primer descenso del número de ofertas de empleo por debajo de los 10 millones también indica que el mercado laboral, antes muy firme, está mostrando los primeros signos de debilitamiento.



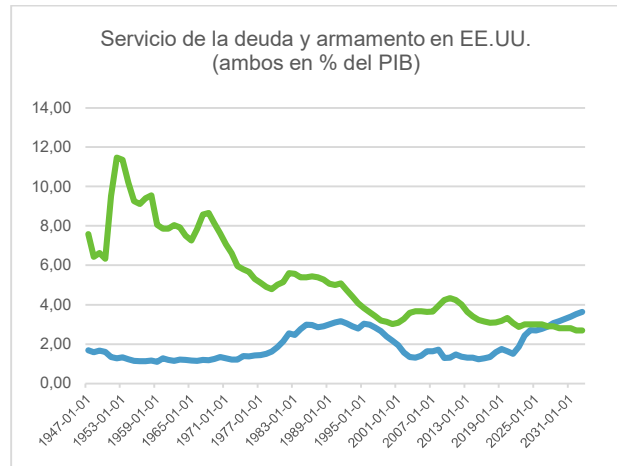
Mientras tanto, la inflación en Estados Unidos sigue muy por encima del objetivo de la Reserva Federal. La elevada inflación sigue imponiendo costes a la economía, así como a los particulares y las familias: aunque los salarios de muchos trabajadores han subido a un ritmo superior a la media durante el pasado año, el aumento de los salarios medios por hora en muchos sectores se ha quedado rezagado con respecto al incremento de los precios.

Es probable que las recientes quiebras, ventas forzosas y tensiones en varios bancos den lugar a un endurecimiento de las condiciones crediticias, ya que los bancos podrían responder a las salidas de depósitos con una supervisión más estricta y posibles cambios normativos. El alcance de este

endurecimiento es difícil de medir y predecir, pero es probable que sólo suponga un modesto lastre adicional para la actividad económica, por lo que la Reserva Federal probablemente tendrá que realizar algunas subidas más de tipos de 25 puntos básicos para acercar la inflación a su objetivo.

Basándose en la información disponible, algunos analistas tienden a creer que un crecimiento económico por debajo de la tendencia con cierto aumento de la tasa de desempleo es más probable que una recesión en Estados Unidos. Sin embargo, los riesgos se inclinan hacia una desaceleración más brusca debido a la posibilidad de un mayor contagio interbancario, el techo de la deuda y la posibilidad de nuevos choques inflacionistas.

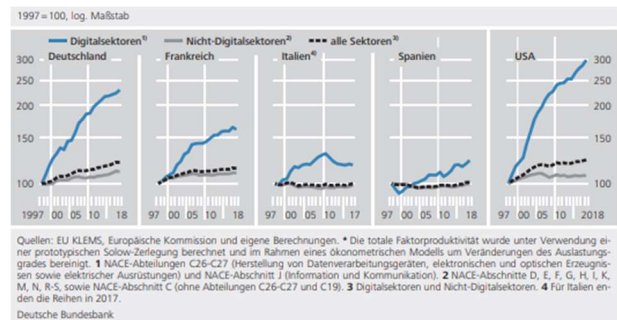
Mirando más hacia el futuro, podemos ver más riesgos debido a la expansión de la deuda. En el contexto de la deuda, nos interesa especialmente el servicio de la deuda como proporción del producto nacional, ya que es un buen indicador de la presión potencial sobre la economía. La Oficina Presupuestaria del Congreso estadounidense (CBO) elabora periódicamente previsiones al respecto. Aunque estas previsiones son intrínsecamente arriesgadas, son la mejor fuente fiable a la que podemos remitirnos. Como se documenta en el siguiente gráfico con datos de febrero de 2023, la CBO prevé que el ratio del servicio de la deuda aumente hasta casi el 3,64% del PIB en 2032, bastante más que el 1,87% de 2022. Para poner en perspectiva la cuestión del servicio de la deuda, también hemos mostrado en el gráfico el gasto militar previsto. Aunque aquí esperamos una pequeña desaceleración, la suma de ambas variables sigue siendo elevada. El crecimiento económico potencial futuro se ve así lastrado, ya que el servicio de la deuda y el gasto militar no están disponibles para fines productivos. Por lo tanto, si EE.UU. quiere mantener su prosperidad, debe aumentar la productividad. La fortaleza del sector tecnológico, con un alto potencial de innovación, y las decisivas inversiones en energías renovables (Ley de Reducción de la Inflación) indican que podrían tener éxito en este camino.



--- Servicio de la deuda --- Gasto en armamento

Esto queda especialmente claro cuando se observa la evolución de la productividad en Alemania y en nuestros importantes socios comerciales. El gráfico siguiente, extraído de un análisis del Deutsche Bundesbank, muestra claramente que EE.UU. registra un aumento de la productividad, denominada por los economistas productividad total de los factores, mucho mayor que las cuatro mayores economías de la UE, especialmente en los sectores digitales. Los datos sobre productividad dejan claro que el progreso de la productividad está impulsado de forma muy significativa por la digitalización. EE.UU. es pionero en este ámbito y, por tanto, es probable que la tendencia hacia un mayor crecimiento de la productividad continúe debido a diversas circunstancias estructurales y culturales.

Productividad total de los factores entre 1997 y 2018



Quellen: EU KLEMS, Europäische Kommission und eigene Berechnungen. * Die totale Faktorproduktivität wurde unter Verwendung einer prototypischen Solow-Zerlegung berechnet und im Rahmen eines ökonomischen Modells um Veränderungen des Auslastungsgrades bereinigt. 1 NACE-Abteilungen C26-C27 (Herstellung von Datenverarbeitungsgaräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen sowie elektrischer Ausrüstungen) und NACE-Abschnitt J (Information und Kommunikation). 2 NACE-Abschnitte D, E, F, G, H, I, K, M, N, R-S, sowie NACE-Abschnitt C (ohne Abteilungen C26-C27 und C19). 3 Digitalsektoren und Nicht-Digitalsektoren. 4 Für Italien enden die Reihen in 2017.
Deutsche Bundesbank

3 Zona Euro

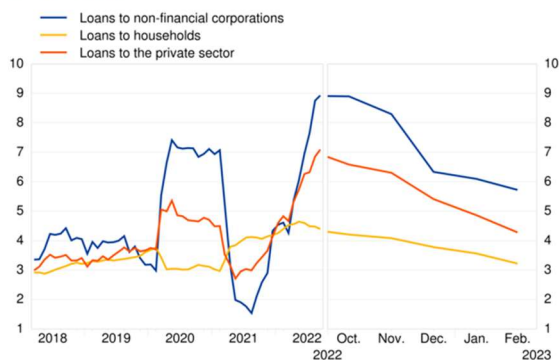
En la Eurozona, las perspectivas económicas han mejorado recientemente, ya que el suministro de energía es ahora más seguro y los precios de la energía han bajado considerablemente. La bajada de los precios de la energía está aliviando en cierta medida los costes, especialmente para las industrias que consumen mucha energía, y los

cuellos de botella del suministro mundial se han disipado en gran medida. Se espera que el mercado energético siga equilibrándose y que mejoren los ingresos reales. A medida que aumente también la demanda exterior y disminuyan las actuales tensiones del mercado financiero, se espera que el crecimiento de la producción repunte a partir de mediados de 2023, apoyado por un mercado laboral robusto. No obstante, la normalización en curso de la política del BCE y las nuevas subidas de los tipos de interés previstas por los mercados afectarán cada vez más a la economía real, y el reciente endurecimiento de las condiciones de préstamo tendrá efectos moderadores adicionales. En Alemania, en particular, el sector de la construcción sigue lastrado por los elevados tipos de interés y los costes de los materiales.

La demanda relativamente elevada de crédito en todos los sectores de la zona del euro sigue apuntando a una economía robusta y el BCE también debería tenerla en cuenta en su política monetaria.

Adjusted loans to the private sector

(annual growth rates)

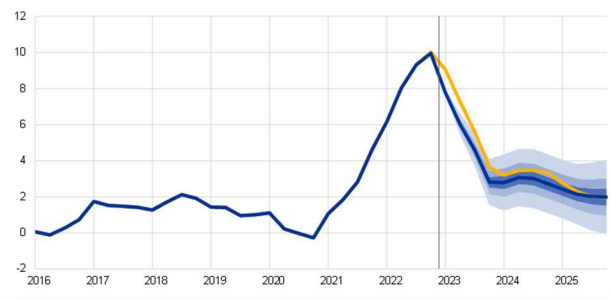


Además de los datos sobre la evolución económica, las perspectivas de inflación ocupan un lugar destacado. El BCE prevé una rápida desaceleración, por lo que en el escenario más probable podría alcanzarse incluso el 2% a finales de 2025 (véase el gráfico del BCE más abajo). Sin embargo, este escenario está sujeto a una gran incertidumbre (precios de las materias primas, precios de la energía, evolución de los salarios, etc.), como también puede apreciarse en la amplia horquilla del gráfico. Si la economía china vuelve a una senda de crecimiento más fuerte, como está previsto, los precios de las materias primas también podrían subir con más fuerza y ejercer así una nueva presión sobre los precios al consumo.

Euro area HICP inflation

(annual percentage changes)

— December 2022 Eurosystem staff projections
— March 2023 ECB staff projections



4 China

El crecimiento del producto nacional se mantuvo sin cambios en el cuarto trimestre de 2022 en comparación con el trimestre anterior, tras la repentina decisión de las autoridades de abandonar la estrategia COVID cero, que inicialmente provocó un fuerte aumento de las tasas de infección por COVID-19. Sin embargo, a medida que esta oleada de infecciones siga remitiendo, se espera que la actividad económica se recupere ya en el primer trimestre de 2023 y que repunte con más fuerza a partir del segundo trimestre, a medida que disminuyan las restricciones relacionadas con la pandemia. El turismo emisor chino también está repuntando. En el sector inmobiliario, sin embargo, sólo se observa una ligera recuperación. Ello se debe a que la pandemia aún hace tambalear la confianza en la compra de artículos caros y a que la rentabilidad de los promotores inmobiliarios privados aún se ve negativamente. En este contexto, las perspectivas de crecimiento de China para 2023 se han revisado al alza y se espera que las tasas medias de crecimiento se sitúen en línea con el objetivo recientemente anunciado por el Gobierno de alrededor del 5%. Las presiones inflacionistas en China siguen siendo moderadas y no se espera que aumenten significativamente con la reactivación de la economía. Sin embargo, no está claro hasta qué punto un mejor desarrollo económico en China tendrá también un efecto estimulante en el resto del mundo, ya que parte del crecimiento refuerza principalmente el mercado interior.

5 Mercados emergentes

La evolución de las divisas de los mercados emergentes en el primer trimestre de 2023 se caracterizó en general por la bajada de los tipos de interés estadounidenses y la debilidad del dólar. La evolución del peso mexicano, el real brasileño y la rupia indonesia fue especialmente buena, con ganancias frente al dólar estadounidense y el euro.

El rublo, en particular, evolucionó negativamente. También cabe señalar que Brasil y China acordaron dejar de realizar sus intercambios comerciales en dólares estadounidenses. En el primer trimestre también se conoció la noticia de que Argentina y Brasil aparcaron sus planes de unión monetaria.

El peso y el rand sudafricano, en particular, también se beneficiaron de las subidas de los tipos de interés. En Sudáfrica, el banco central no puso fin al ciclo de subidas de tipos y dejó la puerta abierta a nuevos endurecimientos. México prosiguió su ciclo de subidas de tipos, elevando su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 11,25%, tras una subida sorpresa de 50 puntos básicos el mes pasado. La moneda indonesia se benefició de las entradas de capital extranjero. Indonesia sigue beneficiándose de los buenos datos económicos, incluida una baja tasa de inflación subyacente del 2,94%.

En la India, el crecimiento en el sector dominante de los servicios se debilitó el mes pasado desde el máximo de 12 años de febrero, según una encuesta privada, lo que refleja una expansión más débil de la demanda que también mostró que la inflación de los costes de entrada cayó a su nivel más bajo desde septiembre de 2020. Entre las principales divisas de los mercados emergentes, la rupia fue una de las más débiles. Aunque se apreció ligeramente frente al dólar estadounidense, su comportamiento frente al euro fue ligeramente negativo debido a la debilidad del dólar estadounidense.

La tasa de inflación en la India ha seguido debilitándose un poco y, al hilo de esta buena evolución, los tipos de interés también han bajado (véase en el gráfico siguiente la evolución de los tipos de interés a 10 años). No obstante, los rendimientos, en torno al 7%, siguen siendo superiores a la tasa de inflación (últimamente, el 6,44%), por lo que se está obteniendo una rentabilidad real positiva.

6 Información sobre la cartera

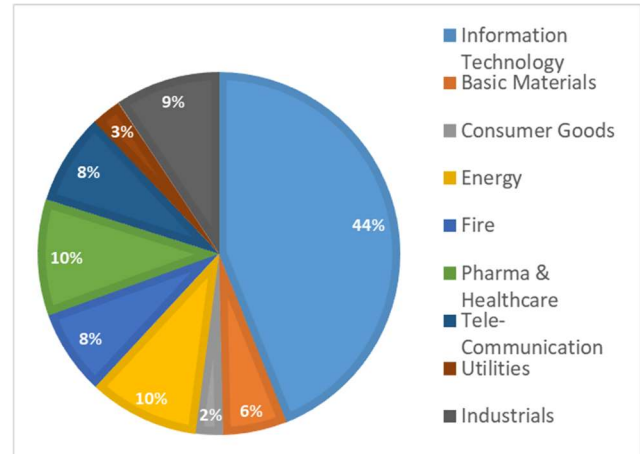
El fondo obtuvo un rendimiento en abril del -2,32 %. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 39%. La renta fija se mantuvo entorno al 48%.

En el mes de April, Roche Holdings AG y Meta Platforms Inc. fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 8.171€ y 7.896€, respectivamente, seguidas de Total SA, con una aportación de 7.384€. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron BrainChip Holdings y CloudFlare Inc con una contribución negativa de -69.694€ y -34.406€.

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

Tesorería: 13,0%
Renta variable: 38,5%
Renta fija: 48,5%

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	2,1%
Banco Santander	1,3%
Amkor	1,1%
Meyer Burger	1,0%
Iberdrola	1,0%
Nippon T & T	0,9%
JPMorgan Chase & Co	0,9%
IonQ Inc	0,8%
Repsol	0,8%
Renesas Electronics	0,8%

La distribución geográfica de la renta variable es la siguiente:

Suiza	1,9%
Europa	10,2%
Reino Unido	3,0%
Estados Unidos	17,0%
Australia	2,7%
Japón	3,3%
Suecia	0,3%
Noruega	0,6%

6 Perspectivas

La evolución de la economía, siempre difícil de evaluar, se complica aún más este año por el nuevo riesgo de crisis bancaria. China parece emprender una nueva senda de crecimiento y Europa se estabiliza tras la caída de los precios de la energía. Entre las grandes economías, Japón, la tercera, también se muestra robusta. En Estados Unidos, sin embargo, hay cada vez más indicios de una ralentización más pronunciada. No está claro hasta qué punto esta ralentización conducirá a una recesión, ni cuán profunda y larga será ésta. En el contexto de la incierta situación económica, es por tanto de mayor importancia llamar la atención sobre algunas tendencias fundamentales.

La prosperidad de una economía depende en última instancia del desarrollo de su potencial de producción. En este contexto, el progreso tecnológico es cada vez más importante, sobre todo cuando la población crece de forma menos dinámica o incluso se reduce a medida que el factor trabajo pierde importancia. Como ya hemos señalado, la productividad está cada vez más impulsada por la digitalización. Por lo tanto, a la hora de tomar decisiones de inversión, tiene sentido centrarse en sectores que se consideren impulsores de la digitalización o que utilicen las herramientas de la digitalización para aumentar la productividad. Es precisamente en estos sectores donde observamos altas barreras de entrada al mercado y los correspondientes márgenes elevados.

En las últimas declaraciones de la Reserva Federal se relajaron las expectativas en referencia a futuros aumentos en los tipos en el rango de objetivos. Ante el fondo de estos comentarios y las nuevas incertidumbres alrededor del sector bancario el mercado prevé ahora que no habrá más subidas de tipos en este ciclo y que incluso habrá una bajada de los tipos ya a partir de septiembre. Por el contrario, creemos que la inflación seguirá siendo más elevada durante más tiempo de lo que prevé el mercado y que la Reserva Federal mantenga el énfasis en combatir la inflación.

Ante este escenario preferimos seguir manteniendo una postura más caudelosa en la exposición a renta variable y hacer énfasis en algunos valores con un modelo de negocio único, aunque la volatilidad en estos valores puede ser más alta.

FV Frankfurter Vermögen AG

Jürgen Brückner

10 de mayo de 2023