



Informe trimestral

de FV Frankfurter Vermögen AG

Edición: Cuarto trimestre de 2024

1. Observación preliminar

El año 2024 se caracterizó por una serie de acontecimientos inesperados. La caída del Gobierno en Francia, las nuevas elecciones en Alemania y la clara victoria de Trump en las elecciones presidenciales, por citar solo algunos acontecimientos. Sin embargo, si a principios de 2024 hubiéramos tenido que hacer un pronóstico sobre la evolución de los mercados bursátiles con los conocimientos de que disponemos hoy, casi ningún analista habría acertado a predecir una subida tan pronunciada como la que hemos experimentado. Por lo tanto, los mercados de valores enseñan a los participantes en el mercado modestia por encima de todo. Modestia es también el comportamiento de muchos consumidores privados, porque la evolución de los mercados bursátiles, especialmente en Europa, no refleja la evolución económica. El mundo se caracteriza por una multitud de acontecimientos adversos, no sólo por los acontecimientos bélicos y el cambio climático, sino también por el aumento de los regímenes autoritarios. También en Estados Unidos, la elección de Trump difícilmente puede considerarse un golpe liberador para la democracia. A pesar de estos signos negativos, las perspectivas para los mercados bursátiles este año no son necesariamente pesimistas. Aunque la valoración del mercado de valores estadounidense en particular es muy alta para muchos estándares históricos, es esencial que los motores del crecimiento sin inflación se mantengan intactos. Además de un alto nivel de **innovación**, una **infraestructura eficiente** es la clave para mantener el crecimiento y una elevada **productividad**. Estas tres características se analizarán en el presente informe. Por ello, a principios de año nos gustaría centrarnos menos en los datos económicos actuales y más en los requisitos previos para el crecimiento.

Otro requisito previo para desencadenar las fuerzas de la innovación es un sistema jurídico seguro y un marco regulador adecuado para restringir la evolución desfavorable sin sofocar las fuerzas del crecimiento. Sin embargo, como veremos más adelante en este texto, la UE en particular ha sobredimensionado el marco regulador hasta tal punto que está creando obstáculos al crecimiento.

2. EE.UU.

General

Tras la elección de Trump como nuevo presidente de EE. UU., sus planes de recortar el impuesto de sociedades, restringir la inmigración y aumentar los aranceles a la importación de determinados países cobran protagonismo. No conoceremos los detalles hasta más adelante, pero los mercados financieros se centran inicialmente en los aspectos positivos. Entre ellos, la esperada racionalización del aparato gubernamental y la desregulación de sectores económicos clave.

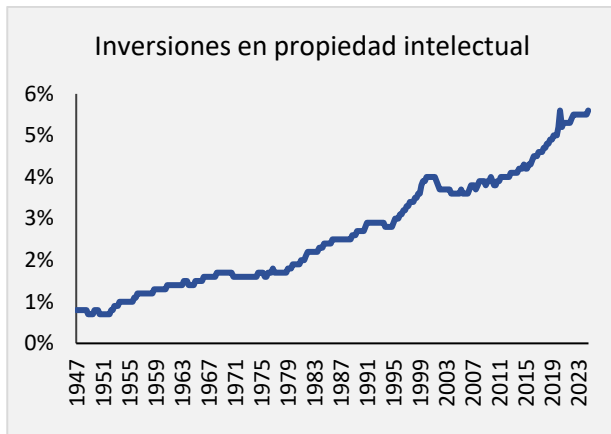
Los retos que plantean las tensiones geopolíticas, como los posibles problemas arancelarios bajo una nueva administración Trump, y el elevado nivel de deuda nacional podrían repercutir negativamente en las condiciones económicas de Estados Unidos a largo plazo. No obstante, la fuerza innovadora del sector tecnológico sigue siendo un motor clave del crecimiento y ofrece perspectivas atractivas, tanto para los inversores como para la economía en su conjunto.

La economía estadounidense volvió a mostrar un sólido crecimiento el año pasado, incluso sin ningún incentivo particular de política fiscal o monetaria. Esto subraya la fuerza innovadora y la transformación estructural hacia una economía basada en el conocimiento. Además de las grandes empresas tecnológicas, los "Siete Magníficos", la economía estadounidense se beneficia de un ecosistema tecnológico único y diversificado. Éste incluye no sólo a los principales diseñadores de semiconductores, como Nvidia o AMD, sino también a empresas que desempeñan papeles cruciales en la cadena de valor de la industria de semiconductores. Empresas como Lam Research, Synopsys y KLA suministran tecnologías y servicios altamente especializados que son esenciales para la producción de chips modernos. Sus máquinas y procesos son indispensables para la producción en dimensiones nanométricas, que se está impulsando en Estados Unidos.

Además, un floreciente mercado de capital riesgo permite a las empresas jóvenes establecer tecnologías revolucionarias, mientras que la estrecha colaboración con universidades punteras como Stanford y el MIT garantiza la transferencia continua de conocimientos. Esta red, combinada con los bajos costes energéticos, un gran mercado interior y una cultura favorable a la innovación, confiere a la economía estadounidense resistencia estratégica y fuerza competitiva.

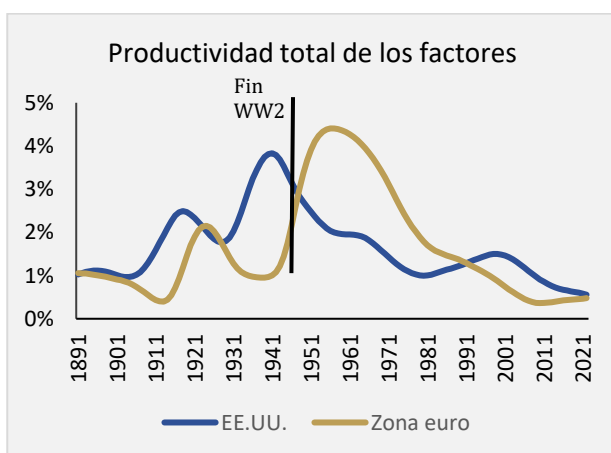
Productividad

Esta ventaja estructural también se refleja en la creciente proporción de la inversión en productos de propiedad intelectual (PPI) en el PIB, que pone de relieve el papel clave de la investigación y la tecnología para el crecimiento y la innovación. El siguiente gráfico ilustra la importancia de la PPI y muestra su porcentaje del PIB desde la Segunda Guerra Mundial.



Fuente: Banco de la Reserva

La inversión en la PII es también una de las razones de la productividad significativamente más elevada de Estados Unidos en comparación con Europa. El siguiente gráfico de un estudio citado en el BCE ([El pasado, presente y futuro de la productividad europea](#)) ilustra que la productividad total de los factores (es decir, la productividad que tiene en cuenta el progreso tecnológico, así como el trabajo y el capital) ha disminuido constantemente tanto en EE.UU. como en la zona del euro desde la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, también muestra que la productividad en EE.UU. ha sido significativamente superior a la de la eurozona durante varios años.

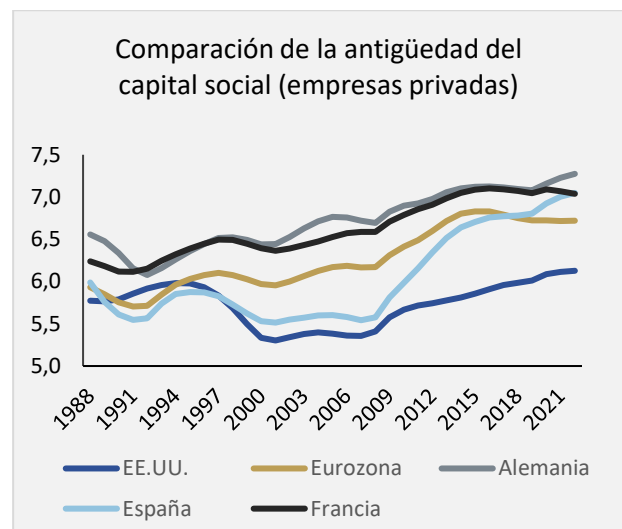


Fuente: Base de datos de productividad a largo plazo

Las razones de la mayor productividad en EE. UU. no sólo residen en la mayor flexibilidad del mercado laboral, sino también en la mayor proporción de PPI en los últimos años, como se ha descrito anteriormente.

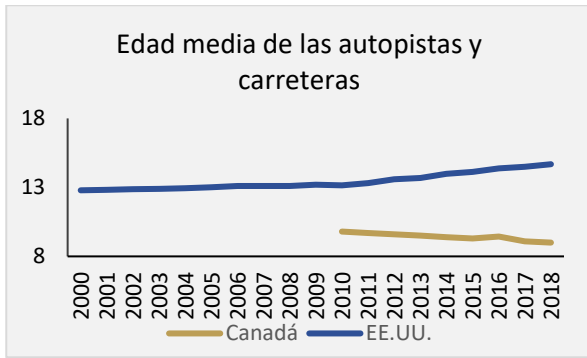
Infraestructura

Las infraestructuras y la productividad total de los factores están estrechamente vinculadas: Las infraestructuras son el catalizador que hace que los procesos económicos sean más eficientes, rápidos y rentables. Las inversiones estratégicas en transporte, energía y redes digitales permiten a las economías aumentar su productividad de forma sostenible. La calidad de las infraestructuras es, por tanto, decisiva para la competitividad y la fuerza innovadora de un emplazamiento empresarial. ¿Cuál es la situación en EE.UU. y Europa? Para analizarla, comparemos primero la antigüedad del capital social de la industria privada. Los autores del estudio antes citado recopilaban datos al respecto. Del gran número de países, en el gráfico que figura a continuación sólo mostramos algunos (unidad en años). El resultado no es sorprendente. EE.UU. tiene, con diferencia, el capital social con menor antigüedad, mientras que Alemania se sitúa a la cola.



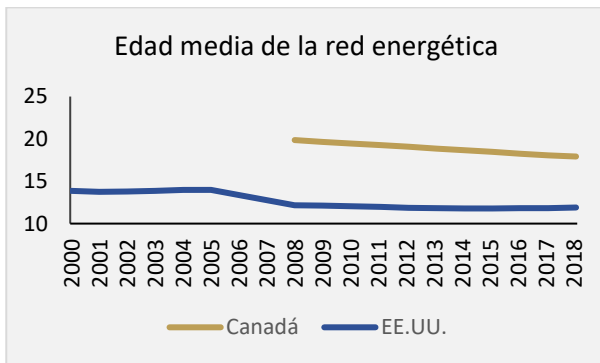
Fuente: Base de datos de productividad a largo plazo

En términos de infraestructuras, Estados Unidos se enfrenta a retos similares a los de Alemania. Los puentes tienen una edad media de 44 años, por lo que requieren importantes trabajos de reparación y mantenimiento. La edad de las carreteras y autopistas también ha aumentado. Un informe de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER) señala también que estos datos son significativamente peores que en Canadá.



Fuente: Oficina Nacional de Investigación Económica

La tendencia es ligeramente mejor en el caso de la infraestructura de la red energética, especialmente importante en la era digital (véase el gráfico siguiente; en años).



Fuente: Oficina Nacional de Investigación Económica

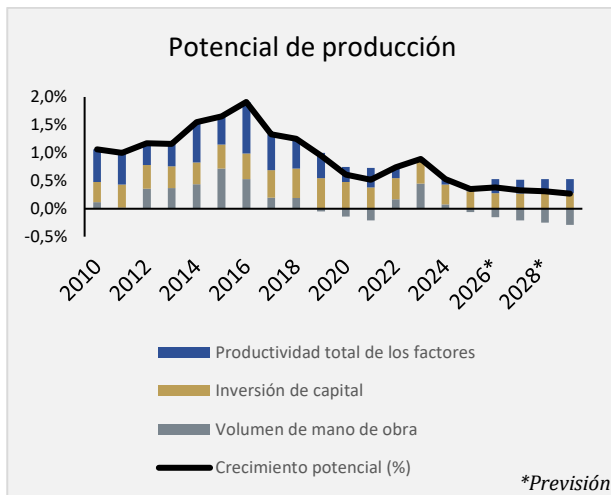
La deficiencia de las infraestructuras en Estados Unidos queda ilustrada aún más claramente por el déficit de financiación de las distintas infraestructuras (véase el cuadro siguiente; todas las cifras en miles de millones de USD).

Sistema de infraestructuras	Necesidades totales	Financiado	Déficit de financiación
Superficie Transporte	\$2,834	\$1,619	\$1,215
Uso del agua	\$1,045	\$611	\$434
Electricidad	\$637	\$440	\$197
Aeropuertos	\$237	\$126	\$111
Doméstico	\$42	\$17	\$25
vías navegables			
Presas	\$93	\$12	\$81
Hazaradous	\$21	\$14	\$7
Diques	\$80	\$10	\$70
Parques públicos y Recreo	\$77	\$9	\$68
Escuelas	\$870	\$490	\$380
Totales	\$5,936	\$3,348	\$2,588

Fuente: American Society of Civil Engineers

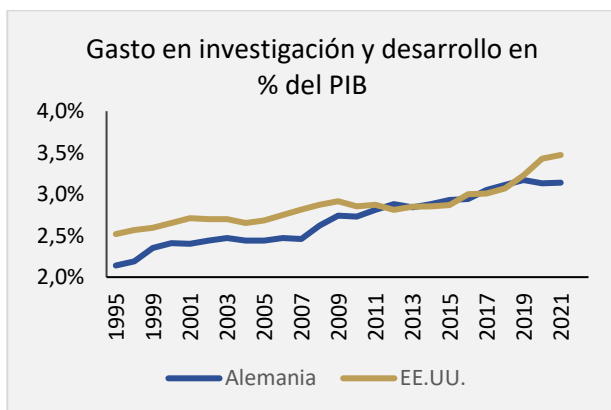
3. Eurozona

Infraestructura



Fuente: Informe anual del Consejo Alemán de Expertos Económicos 2024/25

En esta sección, nos centraremos en los datos de Alemania, ya que este país es la mayor economía de la zona euro. Comenzamos el análisis con una comparación del gasto en investigación y desarrollo (I+D). Aquí se pone de manifiesto que Alemania está muy por detrás de EE.UU., aunque en una comparación europea le vaya bastante bien.



Fuente: Oficina Federal de Estadística

Para Alemania y el conjunto de la UE, la productividad no sólo depende de la proporción del gasto en I+D en el PIB, sino también de la calidad. Aquí es precisamente donde se hace patente la debilidad de la UE.¹ Una cita de un informe de la Comisión Europea de septiembre de 2024 resume el problema: "En las dos

últimas décadas, las empresas estadounidenses con mayor gasto en investigación e innovación (I+D+i) han pasado de las industrias automovilística y farmacéutica en la década de 2000, a empresas de software y hardware en la de 2010 y luego al sector digital en la de 2020. En cambio, la estructura industrial en Europa ha permanecido estática, con las empresas de automoción siempre en el top 3 del gasto en I+I. dominan el gasto en I+i. En otras palabras, la economía estadounidense ha producido tecnologías nuevas e innovadoras y la inversión le ha seguido, reorientando los recursos hacia sectores con un alto potencial de crecimiento de la productividad; en Europa, la inversión ha seguido centrándose en tecnologías maduras y en sectores en los que el crecimiento de la productividad está frenando las tasas de crecimiento de la productividad de las empresas pioneras."

Como resultado, la productividad laboral (no la productividad total, que también tiene en cuenta el progreso tecnológico) ha crecido un 1,2% anual en EE.UU. en los últimos 20 años y sólo un 0,7% en la UE.

Aunque la UE es competitiva en algunos ámbitos (por ejemplo, en automatización y construcción aeronáutica), la insuficiente financiación de capital riesgo y la excesiva regulación actúan como obstáculo al crecimiento. La Comisión también se ha pronunciado al respecto y nosotros queremos insistir en el tema de la "regulación" con una cita: "Los obstáculos reglamentarios dificultan el crecimiento de varias maneras. En primer lugar, los procedimientos complejos y costosos en sistemas nacionales fragmentados disuaden a los inventores de adquirir derechos de propiedad intelectual (DPI), lo que impide a las empresas jóvenes aprovechar las ventajas del mercado único. En segundo lugar, la actitud reguladora de la UE hacia las empresas tecnológicas obstaculiza la innovación: la UE cuenta actualmente con unos 100 actos legislativos orientados a la tecnología y más de 270 autoridades reguladoras que operan en todos los Estados miembros en redes digitales. Muchas leyes de la UE adoptan un enfoque preventivo y prescriben de antemano determinadas prácticas empresariales para evitar posibles riesgos a posteriori. Por ejemplo, la Ley de IA impone requisitos reglamentarios adicionales a los modelos generales de IA que superen un umbral predeterminado de potencia de cálculo, umbral que algunos modelos modernos ya superan."

¹ Fuente: El futuro de la competitividad europea, Parte A | Una estrategia de competitividad para Europa

En tercer lugar, se disuade a las empresas digitales de operar en toda la UE a través de filiales, ya que se enfrentan a requisitos heterogéneos de una multitud de organismos reguladores y al "baño de oro" de la legislación de la UE por parte de las autoridades nacionales.

En cuarto lugar, las restricciones al almacenamiento y tratamiento de datos provocan elevados costes de cumplimiento y dificultan la creación de grandes conjuntos de datos integrados para el entrenamiento de modelos de IA. Esta fragmentación sitúa a las empresas de la UE en desventaja frente a las de Estados Unidos, que pueden confiar en la y China, que puede utilizar sus instalaciones centralizadas para la agregación de datos.

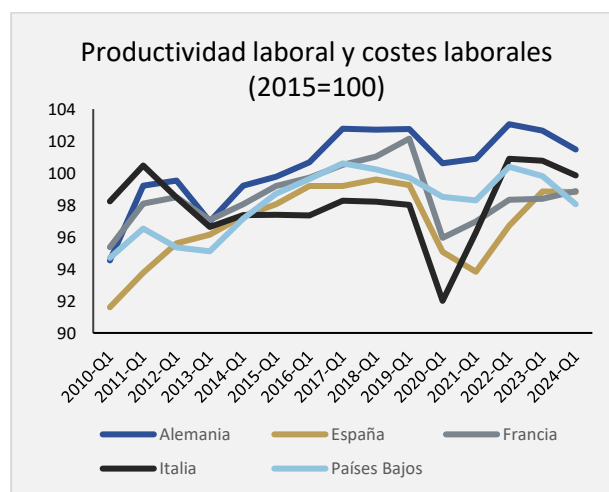
La Comisión abordó el tema de la "regulación" en varios lugares de su informe y analizó bien los inconvenientes. Sin embargo, las medidas propuestas para una regulación más sensata sólo se refieren a **nuevas** medidas y no hay planteamientos para restringir las regulaciones existentes. La Comisión admite (p. 68 del informe) que los esfuerzos realizados hasta ahora en el marco del "programa para legislar mejor" han tenido poco éxito y que no existe un método para evaluar los costes y beneficios de las medidas legislativas ("El Parlamento Europeo y el Consejo no disponen de una metodología para medir el impacto de los cambios que proponen en los proyectos legislativos de la UE").

Para ilustrar el alcance de la sobrerregulación en la UE en comparación con los EE.UU., la Comisión señala que en los últimos cinco años se han aprobado 5.500 actos legislativos a nivel federal en los EE.UU., mientras que en la UE se han aprobado 13.000 actos legislativos en el mismo periodo. El sector farmacéutico también está perdiendo competitividad debido al alto nivel de burocracia y a la escasa inversión en IA. Un ejemplo: En 2022, el tiempo medio de aprobación de nuevos medicamentos por parte de las autoridades reguladoras en Europa fue de 430 días, frente a los 334 días de EE.UU..

²Las razones de la menor productividad de la UE en comparación con EE.UU. también las detalla el BCE en un informe. Además de las cuestiones ya mencionadas, el BCE señala también el vínculo insatisfactorio entre investigación y empresa: "Europa cuenta también con universidades punteras en investigación que producen conocimientos pioneros [...]. Sin embargo, las empresas no están suficientemente conectadas con estas universidades y los programas de I+D no están diseñados para mejorar esta conexión". Por ejemplo,

Bergeaud et al. (2022b) muestran que en Francia, el crédito fiscal a la I+D, que no se dirige a sectores específicos y ofrece a cada empresa un crédito fiscal fijo basado en sus gastos de I+D hasta una fecha determinada, está excesivamente centrado en las empresas de fabricación de vehículos de motor y de transporte aéreo". Resulta especialmente penoso que los buenos resultados de la investigación en Europa no lleguen al producto final: "Esta observación corrobora la opinión de que, si bien Europa sigue siendo capaz de realizar investigación puntera, las empresas europeas carecen de las competencias necesarias para integrar estos resultados en sus funciones de producción de I+D y transformarlos en innovaciones comercializables. A medida que estos resultados de investigación se publican y son accesibles, son utilizados y perfeccionados por empresas de otros países."

En su informe, el BCE destaca también el importante papel de la inteligencia artificial en el aumento de la productividad. "Las diferencias en la inversión privada en IA son aún más sorprendentes: mientras que EE.UU. invirtió 67.000 millones de dólares, Alemania y Francia invirtieron menos de 2.000 millones de dólares cada uno y Europa en su conjunto (incluido el Reino Unido) invirtió 11.000 millones de dólares. Estos datos subrayan la posición de liderazgo de EE.UU. en el desarrollo de la IA y el importante déficit de inversión al que se enfrenta Europa". Como muestra el gráfico siguiente, la evolución de la productividad laboral dentro de la UE es muy divergente.

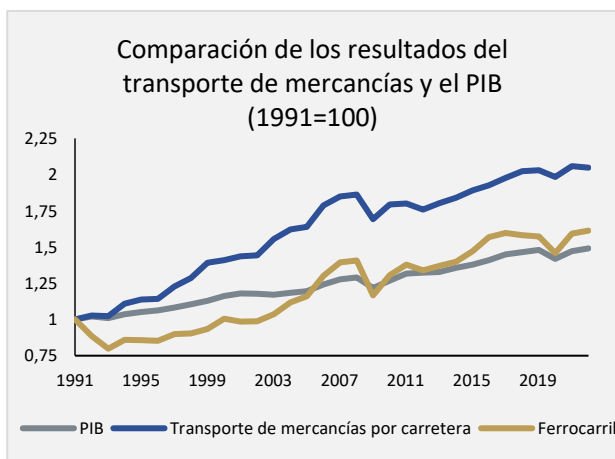


Fuente: BCE

² Foro del BCE sobre Banca Central, La política monetaria en una era de transformación, Pasado, presente y futuro de la productividad europea, julio de 2024

Infraestructura

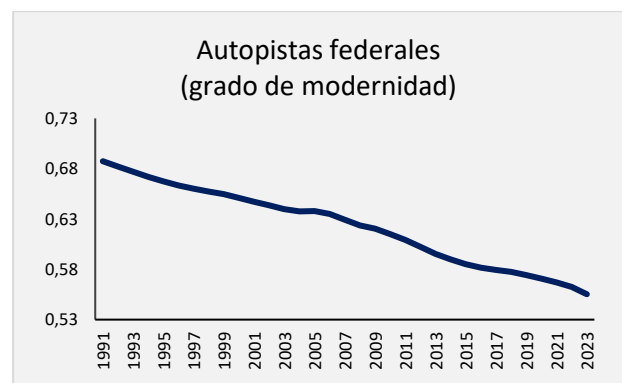
La importancia de las infraestructuras, especialmente las de transporte, también ha sido destacada por el Consejo Alemán de Expertos Económicos en un documento de 100 páginas para Alemania. Su mensaje más importante es: "El estado cada vez peor de las infraestructuras viarias y ferroviarias es un lastre para el desarrollo económico de Alemania y exige mayores inversiones". El gráfico siguiente ilustra que existe una fuerte correlación entre el rendimiento del transporte de mercancías y el producto nacional. También muestra que el transporte de mercancías por carretera aumentó significativamente más que el transporte ferroviario. Por ello, el Consejo de Expertos tiene un segundo mensaje: "Un trasvase del transporte de mercancías de la carretera al ferrocarril sólo es posible en una medida limitada debido a los cuellos de botella en la capacidad y a la gran separación de mercados entre el transporte de mercancías por carretera y por ferrocarril." Por tanto, si el rendimiento del transporte de mercancías se ve obstaculizado por la deficiente infraestructura de transporte, el rendimiento económico también puede resentirse. Por ello, es cuestionable que una relajación del freno a la deuda pueda impulsar el crecimiento si antes no se modernizan las infraestructuras.



En Alemania, el transporte ferroviario se enfrenta al problema particular de que tanto los trenes de mercancías como los de pasajeros circulan por la red ferroviaria. (p. 340 y ss.). El Consejo de Expertos subraya que "para aumentar la capacidad en la explotación mixta de la red ferroviaria, es necesario prever suficientes vías de adelantamiento que permitan a los trenes más rápidos adelantar al tráfico más lento". El Plan Federal de Infraestructuras de Transporte 2030 sí prevé la ampliación de la llamada red de 740 metros,

una red de vías de adelantamiento para trenes de hasta 740 metros de longitud. Sin embargo, el calendario hasta 2030 es ambicioso porque depende de que se superen con éxito numerosos retos normativos, financieros, técnicos y organizativos. Cualquier retraso en cualquiera de estos ámbitos podría poner en peligro el calendario global. Un escenario más realista podría ser un calendario ampliado de al menos 5-10 años más allá de 2030, especialmente si no se toman medidas de aceleración

La antigüedad de las infraestructuras también es objeto frecuente de estudios. No obstante, como ya no se recogen datos sobre la antigüedad de las infraestructuras, se utiliza como medida de antigüedad el grado de modernización, es decir, la relación entre el inmovilizado neto y el inmovilizado bruto. El grado de modernidad es una medida pragmática para estimar la antigüedad y el estado de mantenimiento de las infraestructuras si no se dispone de datos directos sobre el año de construcción o la vida útil. Este indicador muestra lo moderna o "nueva" que es una infraestructura en relación con su valor original. El mal estado de las infraestructuras de transporte queda claramente ilustrado por el ejemplo de las autopistas federales, cuyo grado de modernidad no ha dejado de disminuir desde hace más de 30 años.



Fuente: Oficina Federal de Estadística

Información sobre la cartera

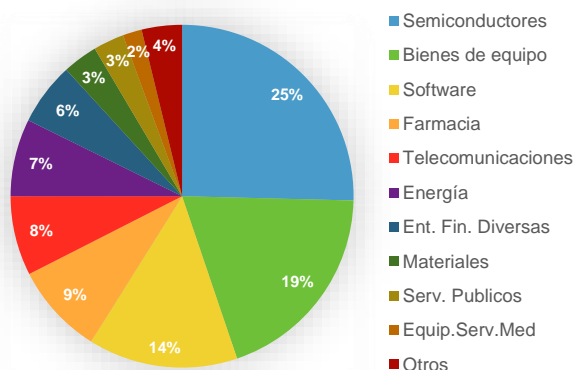
El fondo obtuvo un rendimiento en diciembre del 0,59%. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 47,6%.

La renta fija se mantuvo en torno al 52,8% (Se incluye tesorería 4,7%).

En el mes de diciembre, Brainchip Holdings Ltd, Booking Holdings Inc., Y Taiwan Semiconductor

Manufacture. fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 257.911,12€, 64.670,07€ y 63.226,16€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron Axcelis Technologies Inc., Amkor Technology Inc. Y Renesas Electronics Corp. con una contribución negativa de -78.286,69€, -66.455,76€ y -53.788,05€ respectivamente.

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	8,1%
Booking Holdings Inc	4,2%
Repsol SA	3,5%
Microsoft Corp.	3,5%
Advanced Micro Devices	3,5%
Johnson & Johnson	3,1%
NVE Corp.	3,1%
Taiwan Semiconducto Ma.	3,1%
Iberdrola SA	2,9%
Infosys Ltd.	2,5%

La distribución geográfica de la renta variable fue la siguiente:

EE.UU.	47,50%
España	11,90%
Australia	8,10%
Japón	7,30%
Alemania	6,80%
India	4,70%
Gran Bretaña	4,00%
Taiwan	3,20%
Francia	2,20%
Suiza	1,80%
Otros	2,60%

Conclusión

Tras la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos, la comunidad internacional y el orden mundial basado en normas se enfrentan a nuevos e inesperados desafíos. Entre ellos, la declaración de Trump de buscar relaciones más estrechas con Groenlandia y Canadá, una idea que ya causó revuelo en 2019 con su propuesta de comprar Groenlandia. Algunos observadores interpretaron estos planes como un intento de ejercer influencia territorial o geopolítica.

Estos acontecimientos plantean cuestiones fundamentales sobre la estabilidad del derecho internacional. Si incluso en una democracia consolidada como Estados Unidos se debaten públicamente consideraciones sobre la reorganización territorial, esto podría animar a gobiernos autoritarios a poner en práctica planes igualmente ambiciosos. En este contexto, parece haber aumentado el riesgo de que la Rusia del Presidente Vladimir Putin persiga cada vez más sus intereses geopolíticos, por ejemplo desestabilizando los Estados bálticos o incluso atacándolos.

Como ya se analizó en el informe, Europa tiene un importante déficit de desarrollo de la productividad en comparación con EE.UU., que se refleja cada vez más en una pérdida de prosperidad. Esto podría agravarse si la presión adicional ejercida sobre las economías europeas por el ataque de Rusia a Ucrania y el consiguiente aumento del gasto en defensa.

Un enfoque prometedor para aumentar el potencial de crecimiento económico sería reducir las trabas burocráticas. Sin embargo, su aplicación resulta

extremadamente difícil debido al gran número de grupos de interés afectados. El informe de la Comisión Europea también hace hincapié en este reto: en lugar de medidas concretas para reducir la burocracia existente, la Comisión se limita a proponer que las nuevas normativas se sometan a mayores consideraciones de coste-beneficio.

A pesar de las incertidumbres geopolíticas, el desarrollo económico sigue siendo un factor decisivo para los mercados financieros. La integración en curso de la inteligencia artificial (IA) está permitiendo a muchas empresas aumentar la productividad, mientras que las nuevas tecnologías impulsan el desarrollo de productos innovadores. Estos avances también influirán cada vez más en el sector médico. La incertidumbre geopolítica debería remitir a lo largo del año a medida que se aclaren las prioridades políticas de la Administración Trump.

En vista de las numerosas desventajas de localización en la UE, nuestra gestión de activos sigue centrándose en empresas estadounidenses seleccionadas o con una fuerte conexión con los EE.UU.. En cuanto a la exposición a la renta variable, favorecemos un posicionamiento conservador debido a las actuales incertidumbres geopolíticas y a las elevadas valoraciones.

En enero de 2025

Willi Ufer

Jürgen Brückner