

## Informe mensual fondo Renta 4 Wertefinder



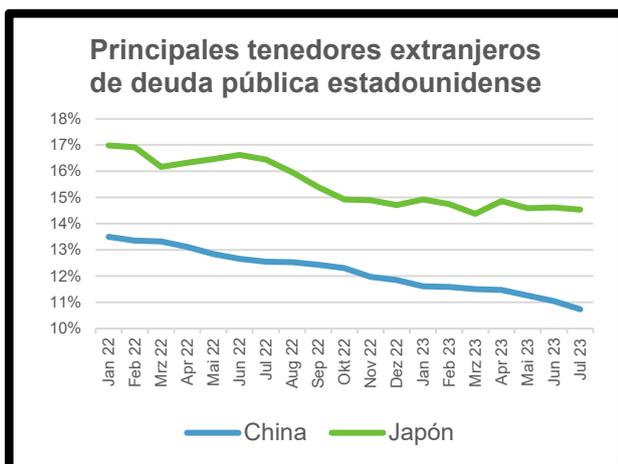
### Inhalt

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

## 1 Observación preliminar

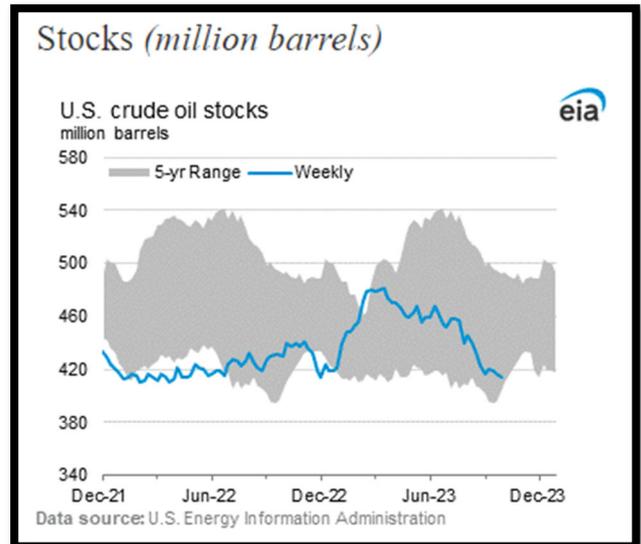
En el tercer trimestre, los mercados financieros se vieron influidos por la subida de los tipos de interés en Estados Unidos, donde los rendimientos de la deuda pública a 10 años alcanzaron su nivel más alto en 15 años. Según declaraciones de la Reserva Federal estadounidense, la principal razón de la fuerte subida de los tipos de interés fue la valoración de los participantes en el mercado de que los tipos de interés del banco central se mantendrían en un nivel alto durante algún tiempo para contener la inflación a largo plazo. Esta valoración se vio reforzada por unos datos económicos más sólidos de lo esperado. Aunque el aumento de la tasa de inflación siguió ralentizándose, las perspectivas de inflación se vieron ensombrecidas por la fuerte subida de los precios del petróleo.

A pesar de la actual fortaleza de la economía estadounidense, hay argumentos que apuntan a que el consumidor norteamericano estará menos dispuesto a gastar en los próximos meses. Una primera señal fue la fuerte caída del índice de confianza del consumidor del Conference Board en septiembre. Sin embargo, la subida de los tipos de interés a largo plazo también se basa en la expectativa de una expansión de la deuda pública y, por tanto, de la oferta de bonos del Estado de EEUU. La disminución de la deuda pública estadounidense en manos de la Reserva Federal también sigue ejerciendo presión sobre los tipos de interés. Otra razón de la subida de los tipos de interés estadounidenses es probablemente la menor disposición de Japón y China a poseer deuda pública estadounidense. El gráfico siguiente ilustra que las tenencias de estos dos países se han reducido drásticamente en el último año.



La incertidumbre en los mercados financieros también se debió a la repentina subida del precio del petróleo, pero desde entonces ha vuelto a debilitarse bruscamente debido a las dudas sobre la sostenibilidad de la demanda. Una de las razones

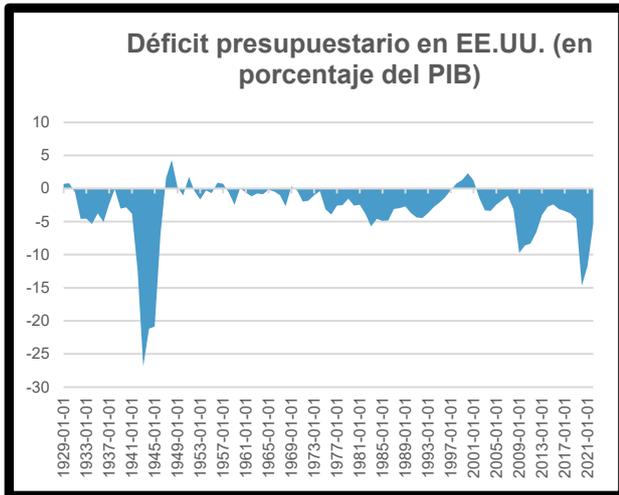
principales fue el endurecimiento de la oferta por parte de Arabia Saudí, pero otro detonante fueron las bajas existencias de crudo en EE.UU., que se encuentran en mínimos en una comparación de 5 años (véase el siguiente gráfico de la Agencia de Información Energética):



## 2 EE.UU.

La situación económica de EE.UU. está determinada de forma decisiva por el estímulo fiscal y el mantenimiento de la fuerte demanda de los consumidores. El fuerte estímulo fiscal en el contexto de un mercado laboral muy fuerte tampoco tiene precedentes históricos. El impulso fiscal queda bien ilustrado por el elevado déficit presupuestario, que se estima en un 6% para 2023. Para 2024, se espera incluso que aumente hasta el 6,8%. La Ley CHIPS también contribuye al déficit, pero su importancia no es significativa: el déficit presupuestario aumentó en 578.000 millones de dólares en el último periodo fiscal. Esto contrasta con los gastos de la Ley CHIPS de 280.000 millones de dólares, que, sin embargo, se repartirán a lo largo de los próximos 10 años.

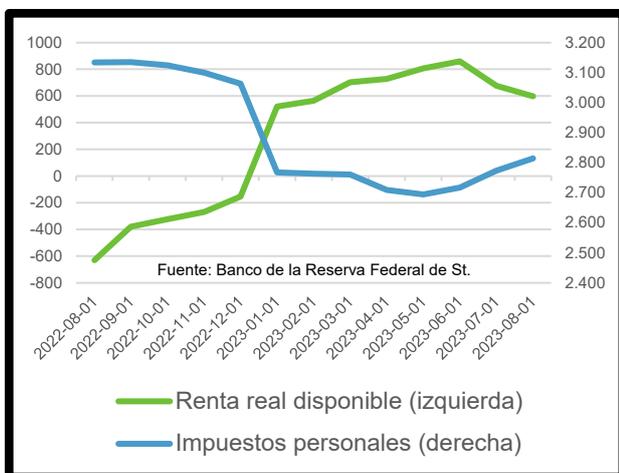
Históricamente, en EE.UU. ha habido periodos de déficits más elevados (Segunda Guerra Mundial), pero en periodos anteriores los periodos de altos déficits presupuestarios duraban sólo unos pocos años (véase el gráfico siguiente). En la fase actual, sin embargo, el elevado déficit se arrastra ya desde hace varios años, por lo que el nivel de deuda ha alcanzado un nivel elevado. Como consecuencia, una parte cada vez mayor de los ingresos públicos se destina al pago de la deuda.



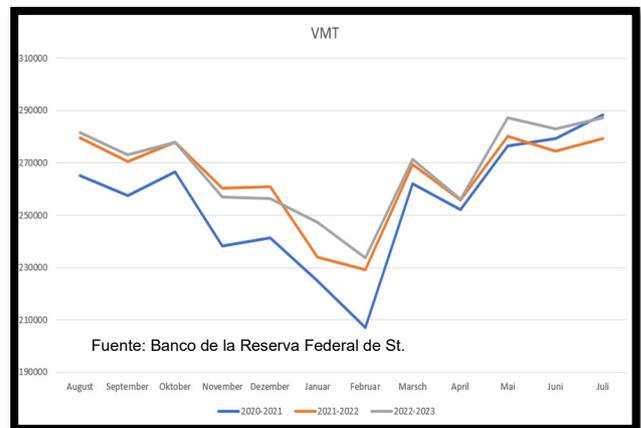
Sin embargo, la clave del futuro desarrollo de la economía estadounidense reside en el consumidor americano, ya que el consumo en Estados Unidos explica aproximadamente dos tercios del producto nacional. El gasto de los consumidores sigue siendo muy elevado. Dos factores contribuyen a la fortaleza del consumo:

- El exceso de ahorro acumulado durante la pandemia se
- La renta disponible, que aumenta en términos reales a un ritmo aproximado del 4

En ambos casos, se trata de factores especiales cuyo efecto empezará ya a menguar en un futuro próximo. Según un estudio del Banco de la Reserva Federal de San Francisco, el exceso de ahorro de los consumidores se agotó ya en el tercer trimestre de este año (anteriormente el banco había estimado que el consumo se prolongaría hasta el cuarto trimestre). El fuerte crecimiento de la renta real disponible no se debe tanto al aumento de los salarios nominales como a la reducción de impuestos en muchos Estados a principios de 2023. El gráfico siguiente ilustra de forma impresionante el efecto de la reducción de impuestos.



El apetito de gasto de los estadounidenses también se verá mermado por la reanudación de los préstamos a estudiantes a partir de principios de octubre de 2023. Aunque las cifras concretas aún no muestran un recorte del consumo, el índice de confianza de los consumidores del Conference Board ya mostró un descenso significativo en septiembre. La tasa de ahorro también ha descendido desde un máximo del 5,2% en abril de 2023 hasta el 3,9% más reciente. La fortaleza hasta ahora del sector servicios en particular (que es el motor del gasto de los consumidores) queda ilustrada por la ligera subida del índice de gestores de compras del sector servicios, que con 53,6 en septiembre se sitúa muy por encima del umbral de 50 puntos. Sólo cuando cae por debajo de este umbral se indicaría una contracción. Otro indicio de que los estadounidenses siguen dispuestos a gastar es la evolución de los kilómetros recorridos (véase el gráfico siguiente), en la que sigue sin haber cambios en el comportamiento al volante.



Tampoco hay que subestimar el efecto de la subida de los tipos de interés. Los préstamos ya están disminuyendo y, al menos entre el grupo de edad de los estudiantes, ya se observa un ligero aumento de los impagos de tarjetas de crédito.

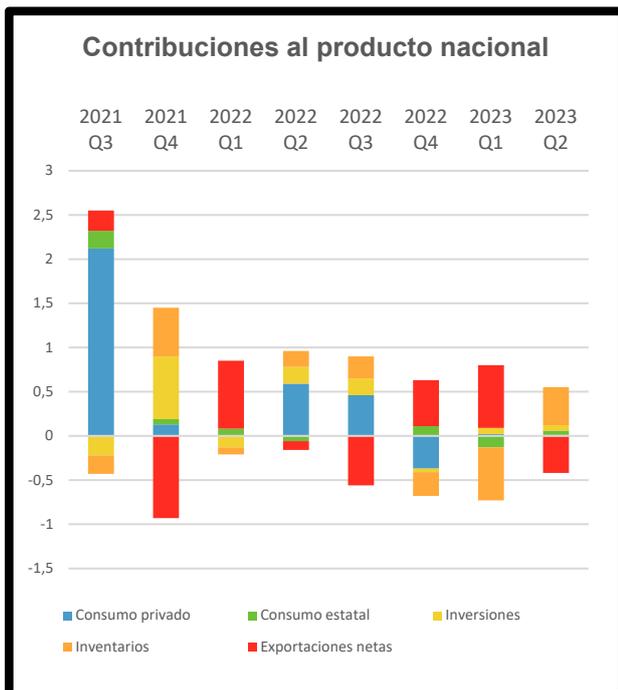
Mientras tanto, la inflación en EE.UU. sigue muy por encima del objetivo de la Reserva Federal. Por lo tanto, el banco central (tendrá) que mantener los tipos de interés en un nivel alto durante más tiempo, a pesar del debilitamiento de la tasa de inflación, a menos que haya más datos que apunten a una recesión.

### 3 Eurozona

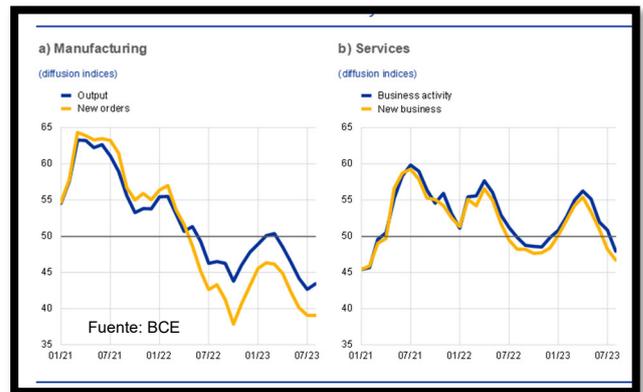
En la Eurozona se registró un ligero aumento en el segundo trimestre, pero un examen más detenido de los detalles del producto nacional suscita dudas sobre su sostenibilidad. También cabe destacar la gran divergencia entre las tasas de crecimiento

positivas de algunos países del sur de Europa y los países nórdicos. Mientras que Portugal y España, por ejemplo, registraron un crecimiento significativamente superior a la media de la UE (0,5% interanual), algunos países del norte de Europa registraron un descenso (Alemania, Suecia, Letonia y Austria).

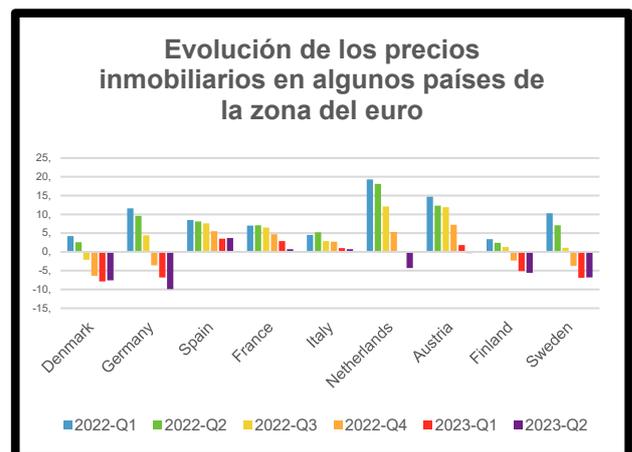
Una mirada más profunda a las contribuciones del crecimiento del PIB de la Eurozona revela que uno de los principales impulsores del ya bajo crecimiento fue la acumulación de inventarios (véase el gráfico siguiente, extraído de un informe del BCE). Los inventarios se agotaron en los dos trimestres anteriores, por lo que es posible que se reconstruyeran en el tercer trimestre de 2023. Sin embargo, suponiendo que las empresas no reconstruyeran los inventarios en previsión de un aumento de la demanda, sino que la acumulación de inventarios fuera una expresión de la debilidad de la demanda (ya que el consumo privado no creció en absoluto), no cabe esperar ninguna recuperación para los trimestres siguientes. La evolución de las ventas al por menor, apenas comentada en los medios de comunicación, también encaja en este panorama; en unidades de volumen, registraron un descenso del 2,1% en la zona euro en agosto de 2023.



También llama la atención que, como en meses anteriores, el crecimiento esté impulsado sobre todo por los servicios, mientras que el sector de bienes registra un crecimiento en declive. El índice de directores de compras de la zona euro ilustra esta evolución (véase el gráfico siguiente).



La evolución de los precios inmobiliarios tampoco da motivos para el optimismo y aquí también se observa que los países del norte de Europa, en particular, registraron un descenso. En un contexto de tipos de interés más altos, cabe suponer que la caída de los precios continuará y afectará también al sector de la construcción. Sólo cuando los tipos de interés vuelvan a bajar y los salarios nominales experimenten nuevos aumentos cabe esperar una estabilización.



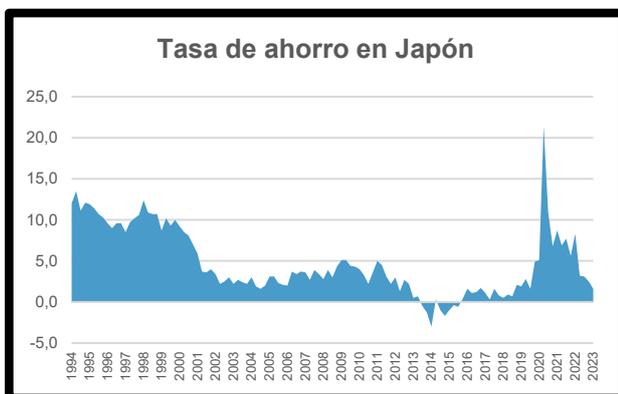
#### 4 China

Aunque China espera un crecimiento mucho mejor que muchos otros países industrializados en 2023, en torno al 5%, no está claro que se pueda confiar mucho en estos datos, ya que el sector de la construcción por sí solo representa alrededor del 20% - 25% y es poco probable que haya mucho crecimiento en este sector. Por lo tanto, además de los datos oficiales sobre el producto nacional, examinamos otros indicadores económicos. Los índices de directores de compras son muy informativos y ofrecen una imagen mixta: mientras que el índice de la industria manufacturera se ha vuelto ligeramente negativo, el índice de los servicios ha aumentado ligeramente y ambos índices siguen justo por encima del umbral de 50,

pero con una tendencia negativa. Otros datos sobre el consumo de electricidad y las ventas de automóviles no ofrecen una imagen clara. Hasta ahora, el gobierno ha respondido principalmente suavizando las medidas monetarias. Sin embargo, sin reformas profundas, el Gobierno no se ganará la confianza de la población y el consumidor chino seguirá tendiendo a mantener una elevada tasa de ahorro (según los estándares internacionales, China tiene una de las tasas de ahorro más altas del mundo: según los últimos datos publicados, fue del 36% en 2016). La elevada tasa de ahorro es también la causa de muchos desequilibrios económicos y de la mala asignación de recursos.

## 5 Japón

En el último trimestre, la evolución de la economía japonesa ha sido objeto de un mayor escrutinio por parte de los analistas por primera vez en muchos años, ya que el abandono de la política de "control de la curva de rendimientos" aplicada anteriormente por el banco central (es decir, el mantenimiento de un rendimiento determinado para los tipos de la deuda pública a 10 años) se considera un riesgo también para la evolución de los demás mercados de renta fija del mundo. Una flexibilización de la política anterior se hace más probable a medida que la economía japonesa se fortalece. Un indicador importante para la evaluación de la situación económica es el informe trimestral denominado TANKAN (similar al informe Ifo alemán). En septiembre, el informe indicaba una clara mejora. Sin embargo, el crecimiento en algunos sectores se debe principalmente a la debilidad del yen. Con unos salarios que siguen creciendo a un ritmo inferior (+1,1% en agosto) al de la inflación (tasa subyacente del 3,1%), el consumo privado sigue siendo moderado. Por lo tanto, sigue siendo necesaria una mejora de la economía nacional para abandonar de forma decisiva la anterior política monetaria laxa. El siguiente gráfico de la evolución de la tasa de ahorro en Japón (en el 1T 2023 1,6%)



demuestra de forma impresionante que el consumidor japonés apenas se inclinará a gastar

mucho en un futuro próximo (el fuerte aumento durante la pandemia se debe a los pagos especiales).

## 6 Mercados emergentes

La evolución de las divisas de los mercados emergentes en el tercer trimestre de 2023 se caracterizó principalmente por la fuerte subida de los tipos de interés en Estados Unidos, así como por la fortaleza del dólar estadounidense. El real brasileño y el peso mexicano sufrieron pérdidas especialmente elevadas, aunque anteriormente habían subido con fuerza. La economía mexicana depende en gran medida de la estadounidense (el 80% de las exportaciones van a EE.UU.) y del precio del petróleo (30% de los ingresos presupuestarios).

Entre las divisas asiáticas, la rupia india obtuvo buenos resultados en relación con otras monedas. Los datos económicos de la India son relativamente sólidos. Un indicio de la situación económica, que se considera buena, son los datos sobre la confianza de los consumidores, así como el aumento de las ventas de coches, que subieron un 15 % en conjunto en julio y agosto. La moneda indonesia también se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense en el último trimestre. A pesar de los sólidos datos económicos, la dependencia de las exportaciones a China se ve con ojos críticos, especialmente en un entorno de ralentización del impulso económico en China. Las elecciones presidenciales de febrero de 2024 podrían generar una mayor incertidumbre política.

## 7 Información sobre la cartera

El fondo obtuvo un rendimiento en septiembre del -1,84 %. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 36%.

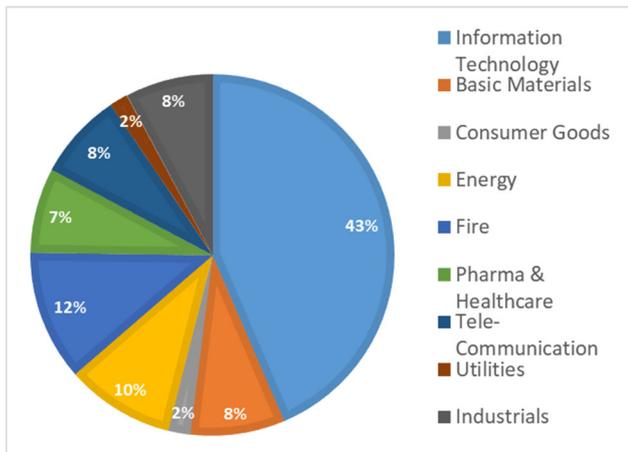
La renta fija se mantuvo entorno al 60%.

En el mes de septiembre Repsol, Nippon Telegraph & Telephone y Total fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 20.115€, 12.375€ y 9.688€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron BrainChip y Weebit Nano con una contribución negativa de -150.164€ y -38.286€.

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

Tesorería:	3,5%
Renta variable:	35,6%
Renta fija:	60,8%

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	1,7%
Banco Santander SA	1,4%
Repsol SA	1,3%
Infosys Ltd	1,1%
Amkor Technology Inc	1,1%
UBS Group AG	1,1%
JPMorgan Chase & Co	0,9%
SGL Carbon SE	0,9%
Infineon Technologies AG	0,9%
Nippon Telegraph & Telephone	0,9%

La distribución geográfica de la renta variable es la siguiente:

Suiza	2,1%
Europa	9,6%
Reino Unido	2,6%
Estados Unidos	15,9%
Australia	1,9%
Japón	3,2%
Noruega	0,3%

## 8 Conclusión

Los mercados seguirán tendiendo a la debilidad mientras no se invierta la tendencia de los tipos de interés en Estados Unidos. Para que esto ocurra, debe haber señales seguras de que la inflación está bajo control a largo plazo. Una señal sería el inicio de una recesión que afecte a amplios sectores de la economía y no sólo al sector de bienes. Los miembros de la Reserva Federal ya han dejado claro que el riesgo de una recesión es menor que el de un rebrote de la inflación si la política monetaria se relaja prematuramente. También es probable que la Reserva Federal tenga en cuenta la huelga de la UAW a la hora de evaluar el problema de la inflación. Como mínimo, está vigilando de cerca el hecho de que los trabajadores estadounidenses han perdido recientemente en relación con los beneficios empresariales y pueden estar jugando a ponerse al día. Esto queda claramente ilustrado por la siguiente cita de la Vicepresidenta de la Reserva Federal, Lael Brainard, del 19 de enero de este año:

*"En general, la participación del trabajo en la renta ha disminuido en los dos últimos años y parece estar en los niveles anteriores a la pandemia o por debajo de ellos, mientras que los beneficios empresariales como porcentaje del PIB se mantienen cerca de los máximos de la posguerra."*

El elevado número de nuevos empleos creados en septiembre indica que la economía ha soportado bien hasta ahora las subidas de los tipos de interés y que el banco central no puede dar aún señales de relajación.

En Europa, Alemania, la mayor economía, ya está en recesión, pero no está claro qué profundidad y duración tendrá. El descenso de la demanda de crédito y la disminución de la oferta monetaria en la eurozona indican que otros países también pueden caer en recesión. El fuerte descenso de las ventas al por menor en casi toda la eurozona apunta a un menor impulso económico.

En la Eurozona, los beneficios empresariales también mostraron una tendencia al alza. Sin embargo, si los salarios siguen subiendo, podría haber presiones sobre los beneficios empresariales. El BCE tiene una opinión similar, como se desprende de la siguiente cita de un informe:

*"De cara al futuro, la disipación de la demanda reprimida relacionada con la pandemia, la relajación de los cuellos de botella de la oferta y la atenuación del impacto del endurecimiento de la política monetaria deberían significar que las empresas están sometidas a una mayor presión para absorber el fuerte crecimiento salarial y el consiguiente*

*crecimiento de los costes laborales unitarios utilizando los beneficios unitarios."*<sup>1</sup>

En el contexto de la situación económica descrita y también de posibles presiones sobre los beneficios empresariales, preferimos una postura prudente en el coeficiente de renta variable. No obstante, en caso de un nuevo descenso de los mercados, aprovecharemos las fuertes caídas de valores concretos para acumular valores interesantes con un buen modelo de negocio o añadir otros nuevos a la cartera.

Los valores tecnológicos han perdido más en el entorno de mercado de tipos de interés al alza que los valores de "calidad". Debido a la previsión de que los tipos de interés se mantengan altos durante más tiempo, seguiremos centrándonos en los valores de "calidad", pero estamos dispuestos a volver a invertir más en tecnología cuando quede claro que la inflación se ha contenido de forma sostenible y el banco central puede volver a bajar los tipos de interés.

FV Frankfurter Vermögen AG

Jürgen Brückner

16 de octubre de 2023

---

<sup>1</sup> Elke Hahn: "Für r kdq frqwlexlgr arvehghilfrvxqlwulrv douhflhqw irwdnfj lqwr gh alv suhvlrghv lqwhuqdv vreh arv suhflrv hq al }rqd ghohxurB