

## Informe mensual fondo Renta 4 Wertefinder



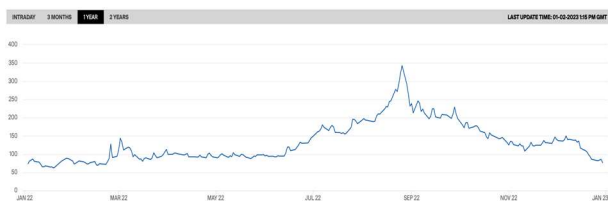
### Inhalt

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

## 1 Observación preliminar

El año pasado volvió a deparar muchas sorpresas al mundo. Y sería sorprendente que no experimentáramos también nuevas sorpresas en 2023. No obstante, cabe esperar que sean sorpresas agradables, aunque de momento haya pocos indicios de ello. En cuanto a los mercados financieros, los analistas coinciden en que será un año difícil y de gran volatilidad. Sin embargo, la unanimidad termina ya con esta valoración, porque en cuanto a la evolución y el estado de los mercados bursátiles a finales de año, hay sin duda opiniones diferentes. Por tanto, este año volvemos a seguir nuestra tradición de no hacer predicciones.

Una de las sorpresas de 2022 será la evolución del precio del gas. En contra de las suposiciones de que el precio del gas se mantendría en un nivel elevado tras el cese generalizado del suministro de gas natural ruso, en enero de 2023 el precio (medido en futuros) había caído incluso por debajo del nivel anterior al comienzo de la guerra (véase el gráfico siguiente).



Queda por ver si los acontecimientos ocurridos desde el inicio de la pandemia justifican realmente el término "punto de inflexión", porque a pesar de las convulsiones en el suministro energético en Europa y los acontecimientos bélicos en Ucrania, así como la debilidad económica en China, la vida para la mayoría de los ciudadanos sigue igual. Esto es especialmente cierto en el caso de Estados Unidos, que no se ve afectado por ninguno de estos acontecimientos. Sin embargo, la palabra "Zeitenwende" ("comienzo de una nueva era") ha llegado incluso a la lengua española, ya que el diario El País hablaba recientemente del "Año del Zeitenwende". Lo único seguro es que los acontecimientos descritos conducirán a un debilitamiento de los resultados económicos de Europa, porque el aumento de los costes energéticos y del gasto militar adicional provocará un desvío de recursos hacia sectores menos productivos. En concreto, Europa sufre las tres D: demografía, descarbonización y desglobalización. En lugar de contrarrestar estas tres D con una cuarta D -la digitalización- y reforzar las fuerzas del crecimiento aumentando la productividad asociada, los políticos de muchos países apuestan por la redistribución y por una mayor regulación e imposición.

Solo podremos hablar de un verdadero punto de inflexión cuando experimentemos nuevas sacudidas tecnológicas, como la introducción de Internet o la penetración de la inteligencia artificial desde 2012. Aunque actualmente se están investigando y desarrollando muchos nuevos enfoques tecnológicos, aún es demasiado pronto para reconocer aquí el comienzo de un punto de inflexión. El ordenador cuántico aún necesitará unos cuantos años antes de poder utilizarse comercialmente, y todas las demás tecnologías clave están conduciendo a una mejora del rendimiento de muchos productos, pero aún no se vislumbran aplicaciones completamente nuevas. Lo más cerca que podríamos estar de hablar de un punto de inflexión es cuando el rendimiento de los robots actuales aumente hasta tal punto que puedan construirse a sí mismos. Si tiene alguna duda al respecto, no tiene más que echar un vistazo a las posibilidades de escribir textos de forma independiente, que GPT ya pone al alcance de todos. Por cierto, la nueva versión ChatGPT también escribe programas y, por tanto, ofrece posibilidades inimaginables al usuario menos experimentado. GPT ya fue noticia a finales de 2021, pero hasta entonces sólo estaba disponible para un círculo limitado de usuarios. ¿Qué es GPT? El propio GPT ofrece la siguiente respuesta: GPT (abreviatura de "Generative Pretraining Transformer") es un tipo de modelo de procesamiento del lenguaje natural (PLN) desarrollado por OpenAI. Está diseñado para generar textos similares a los humanos y puede utilizarse para diversas tareas de PLN, como la traducción, el resumen y la generación de textos. Por tanto, con los métodos de IA y los nuevos algoritmos, sólo será cuestión de tiempo que veamos robots autoconstruidos, de forma similar a como ahora vemos que se generan nuevos textos con GPT.

GPT es un buen ejemplo de cómo la tecnología entra constantemente en ámbitos más amplios de la vida cotidiana. En un mundo cada vez más complejo y sometido a rápidos cambios, la fuerte penetración de las nuevas tecnologías es una constante.

## 2 EE.UU.

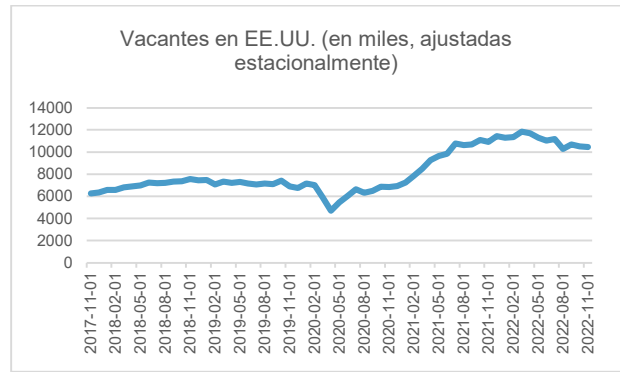
Como ya se ha dicho, Estados Unidos se ve menos afectado por los acontecimientos en Europa y China, al ser una economía relativamente cerrada. La fuerte subida de la tasa de inflación se debió más a los fuertes programas de gasto y a los problemas de la cadena de suministro que a la subida de los precios de la energía. Ahora que el estímulo de la demanda se ha desvanecido, la inflación también se ha moderado, ayudada por la bajada de los precios de la energía y las materias primas y la relajación de

la cadena de suministro. No obstante, la Reserva Federal estadounidense probablemente haría bien en mantener por el momento su política monetaria restrictiva debido a la solidez de la economía. Desde la perspectiva actual, no está claro si el banco central conseguirá enfriar la inflación lo suficiente sin llevar simultáneamente a la economía a un aterrizaje más duro.

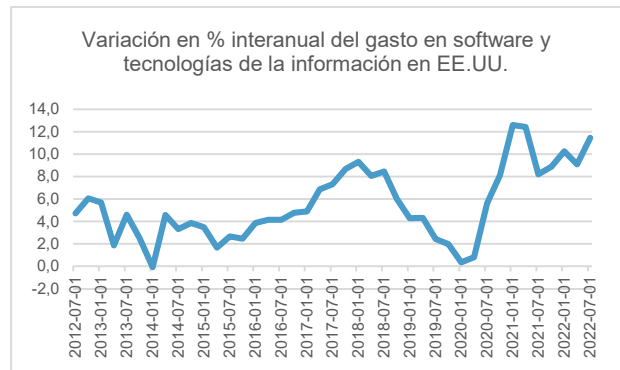
Los analistas también señalan a principios de año que las bolsas americanas están más valoradas que las europeas. Sin embargo, no debe pasarse por alto que Estados Unidos tiene ventajas territoriales decisivas sobre Europa, entre las que destacan unos costes energéticos considerablemente más bajos. La Ley de Reducción de la Inflación, cuyo nombre es algo confuso porque su objetivo es la expansión de las energías renovables, reforzará aún más esta ventaja de localización debido a las elevadas subvenciones previstas.

La supremacía tecnológica también desempeña un papel importante, un papel que ni siquiera China ha disputado a Estados Unidos hasta el día de hoy, a pesar de que utiliza enormes recursos. China debe su éxito en IA menos al desarrollo de algoritmos que a la generosa provisión de datos disponibles para el desarrollo de IA gracias a la falta de protección de datos. Sin embargo, para que la IA siga triunfando, además de datos se necesitan algoritmos creativos y chips muy complejos. Sin embargo, es precisamente en el desarrollo de estos chips donde China sigue quedándose rezagada, a pesar de su alta prioridad. A pesar de las elevadas subvenciones, la industria ha seguido por detrás de las expectativas. Recientemente han salido a la luz varios casos de corrupción relacionados con las subvenciones, lo que puede inhibir la voluntad del gobierno de seguir ampliándolas. En el desarrollo del sector de los chips, de importancia estratégica, no sólo es importante la ampliación de las instalaciones de producción, sino sobre todo el desarrollo y el diseño. Sin embargo, es precisamente este complejo paso de la cadena de valor el que sigue en manos de las tres empresas estadounidenses Synopsys, Cadence y Merter (filial de Siemens), a las que China no tiene nada comparable.

Uno de los indicadores de la solidez de la economía estadounidense es el número de ofertas de empleo. Como muestra el gráfico siguiente, el número de ofertas de empleo ha disminuido en 2022, pero es significativamente mayor que antes de la pandemia.



El fuerte vínculo con la tecnología también queda bien ilustrado por las inversiones en software y tecnología de la información, que han crecido a un ritmo de dos dígitos desde la pandemia.



### 3 Zona Euro

Los temores a un descenso de la producción económica en la eurozona no se han materializado hasta ahora. La mejora del sentimiento se aprecia claramente en el aumento del PMI, que muestra una mejora por tercer mes consecutivo. A esta mejora no sólo han contribuido los programas de gasto público, sino también la caída de los precios de la energía y la flexibilización de las cadenas de suministro. A pesar de la mejora, hay que señalar que el índice está por debajo del nivel 50 que indica contracción. Sin embargo, es demasiado pronto para dar la señal de alarma, ya que el sector clave de la construcción, en particular, se está viendo afectado por la subida de los tipos de interés y de los precios de las materias primas, y estos efectos se están extendiendo a otros sectores. Aunque el consumidor se verá aliviado por los diversos programas de apoyo, (tendrá que) restringir su gasto debido a la caída de la renta real disponible.

Por lo tanto, la disminución de los ingresos reales tenderá a provocar un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que ya había caído bruscamente en el primer semestre de 2022

## 4 China

No está claro si China podrá superar la pandemia ni con qué rapidez. Lo que está claro, sin embargo, es que la producción económica de China se ha desplomado y el sector clave de la construcción, en particular, sigue sufriendo la caída de los precios. En diciembre, la Oficina China de Estadística publicó que 68 de las 100 ciudades registraron un descenso y los precios bajaron por sexto mes consecutivo. El índice Caixin de gestores de compras también se registró por debajo de 50, lo que indica contracción.

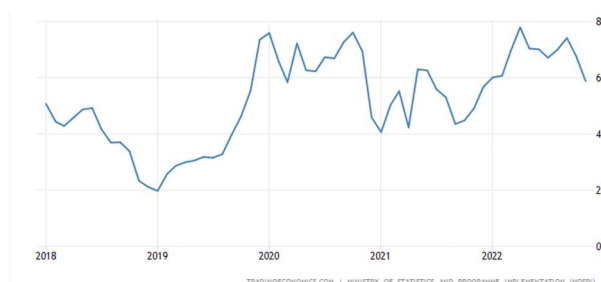
La relajación de los controles de COVID demuestra que China vuelve a prestar más atención a la economía. Queda por ver si la política de relajación puede mantenerse ante el fuerte aumento de Covid. Un crecimiento en torno al 5% para 2023, como esperan los analistas, sería una señal positiva para la economía mundial en un contexto de tendencias recesivas en otras regiones del mundo.

El ya mencionado sector de los chips está sufriendo las consecuencias de los controles a la exportación introducidos por Estados Unidos el 7 de octubre de 2022. En diciembre de 2022, EE.UU. también incluyó a Yangtze Memory Technologies (YMTC), el mayor fabricante chino de semiconductores 3D NAND, en su lista de entidades, lo que impide a la empresa abastecerse de determinados componentes de chips en EE.UU. en el futuro.

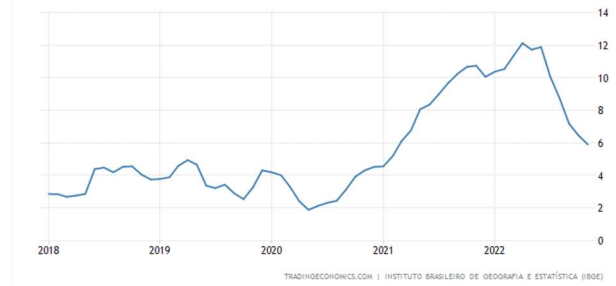
## 5 Mercados emergentes

Los países emergentes se han visto últimamente algo aliviados por el debilitamiento del dólar estadounidense. Los dos grandes países, India y China, en particular, también registraron un descenso significativo de la tasa de inflación (véanse los gráficos siguientes). Después de que tanto la rupia india como la rupia de indonesia se depreciasen durante casi todo el año 2022, lograron estabilizarse en el último trimestre, también en un contexto de mejores datos de inflación.

India



Brasil



## 6 Información sobre la cartera

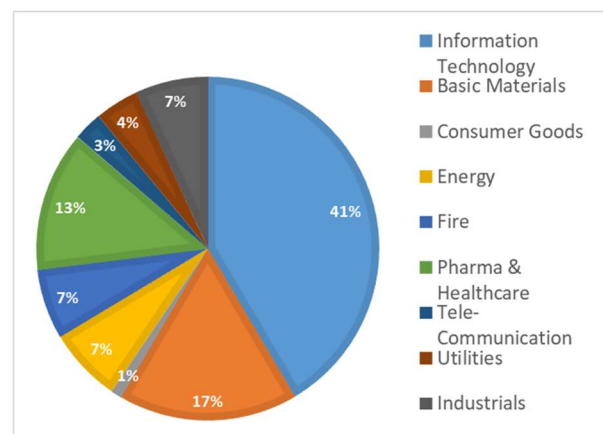
El fondo obtuvo un rendimiento en noviembre del -4,31%. A principios del mes redujimos la exposición a la renta variable de un 45% a un 38%. A su vez aumentamos la exposición a la renta fija en divisas extranjera hasta conseguir un 40%. Con este aumento, se incluyeron nuevas monedas como la corona checa y el forint húngaro. En el año 2022 el fondo ha obtenido un rendimiento del -2,93%.

En 2022, BrainChip Holdings y Repsol fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 306.717€ y 63.568€, respectivamente, seguidas de Meyer Burger Technology, con una aportación de 50.467 euros. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron Steinhoff y Oxford Nanopore Technologies con una contribución negativa de -146.854€ y -106.306€.

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

Tesorería:	21,9%
Renta variable:	37,8%
Renta fija:	40,3%

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	3,7%
Repsol	1,7%
Iberdrola	1,6%
Air Liquid	1,1%
Weebit Nano	1,0%
JP Morgan Chase	1,0%
Total	0,9%
NEL ASA	0,9%
Anglo American	0,9%
Rio Tinto	0,9%

La distribución geográfica de la renta variable es la siguiente:

Suiza	1,9%
Europa	13,1%
Reino Unido	3,4%
Estados Unidos	11,3%
Australia	4,8%
Japón	2,2%
Suecia	0,3%
Noruega	0,9%

## 6 Perspectivas

Los mercados de renta variable seguirán pendientes durante algún tiempo de la evolución de los tipos de interés en Estados Unidos. La fortaleza del mercado laboral sugiere que la Reserva Federal aún no ha terminado su trabajo. Es posible que sea necesario un mayor enfriamiento de la economía para frenar la inflación de forma sostenible. Esta evolución también ejercería presión sobre los márgenes de beneficio de las empresas. Sin embargo, debido a la fuerte caída de los mercados el año pasado, cabe suponer que los mercados ya han anticipado la tendencia económica más débil, al menos en cierta medida, debido al ajuste de las valoraciones.

En Europa, queda por ver si la actual mejora de la confianza de los consumidores y las empresas es sostenible. Aunque el mundo se ha beneficiado en las últimas décadas del elevado crecimiento chino, las ventajas de la globalización y los resultados de la paz tras el colapso de la Unión Soviética, estos efectos positivos se están invirtiendo ahora. La carga de la pandemia y de la guerra en Ucrania se ha redistribuido de dos maneras, por un lado por la alta inflación entre la generación actual (los ahorradores son perdedores, los deudores son ganadores, los trabajadores soportan una carga fiscal diferente por la progresión), por otro lado se

está produciendo una redistribución intertemporal dentro de las generaciones debido a la elevada deuda. Dado que el aumento actual de la deuda no va acompañado de inversiones con rendimientos futuros, las generaciones venideras tendrán menos margen de maniobra para gastar. Además, habrá menos fondos para la inversión productiva, ya que el dinero libre fluirá hacia el suministro energético y el sector de la defensa. Es probable que esto afecte de manera diferente a los mercados bursátiles, ya que habrá empresas con modelos de negocio prometedores incluso en un entorno económico negativo. Por tanto, la atención se centrará aún más en la selección de valores.

Los mercados bursátiles de EE.UU. podrían recibir un impulso a finales de año en caso de debilitamiento sostenido de la inflación y descenso de los tipos de interés en EE.UU. Esta evolución se extendería a los mercados bursátiles de todo el mundo. Los analistas no se ponen de acuerdo sobre si esta situación se producirá y cuándo. Tampoco se producirá pronto un cambio de rumbo impulsado por la tecnología. Sin embargo, si no se produce este cambio, los factores negativos mencionados anteriormente conducirán a un menor crecimiento y prosperidad en los próximos años. Esto significa que la creación de riqueza mediante inversiones en capital productivo será cada vez más importante. La elevadísima proporción de depósitos de ahorro (aproximadamente el 40% del total de activos financieros en Alemania) sugiere que los inversores recurrirán (o tendrán que recurrir) más a las acciones una vez que haya remitido la incertidumbre actual.

Ante este escenario seguimos prefiriendo mantener una posición en renta variable algo más defensiva.

FV Frankfurter Vermögen AG

Jürgen Brückner

11 de enero de 2023