

Informe mensual

Mayo de
2024



Contenido

1. Observación preliminar	2
2. EE. UU	2
3 Europa	4
4 China.....	5
5 Conclusión	6

1. Observación preliminar

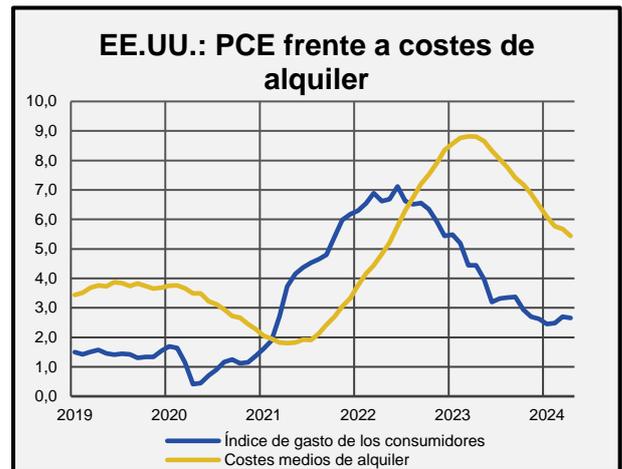
La actividad del mercado en mayo volvió a estar dominada por la inflación y la inteligencia artificial, así como por los informes trimestrales de algunas empresas importantes. Tanto que los datos sobre la evolución económica no llamaron la atención en un principio. En EE. UU., el mercado esperaba la confirmación de que la inflación se mantiene en una senda de relajación que fue confirmada tras un índice especial de precios al consumo favorecido por la Reserva Federal. Sin embargo, los mercados prestaron especial atención al informe trimestral de Nvidia, ya que indicaría su continuidad o no al alza en el sector de la IA generativa. Una vez más, Nvidia superó las expectativas del mercado, por lo que el informe garantizó la continuidad del entorno positivo del mercado.

Por otro lado, el informe sobre el aumento de la productividad laboral en EE. UU., que subió un 2,95%, recibió poca atención.

Es innegable que la IA está provocando un aumento mensurable de la productividad cada vez más en ámbitos empresariales, pero aún es pronto para saber si esta productividad es el reflejo del impacto de la IA generativa. Por ahora, es una señal positiva para la economía estadounidense.

2. EE. UU

A diferencia del índice de precios al consumo más conocido, el indicador de inflación PCE se caracteriza por el hecho de que los alquileres y los gastos de propiedad sólo representan alrededor del 15 %, en lugar de alrededor del 30 %. Es precisamente en este ámbito donde se registran aumentos especialmente elevados, aunque con tendencia a la baja (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Reserva Federal

En contra de todas las expectativas, la economía estadounidense sigue siendo sorprendentemente dinámica, incluso después de que el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia haya llegado a su fin. Sin embargo, últimamente se observan cada vez más signos de ralentización del impulso: las ventas al por menor se han moderado bastante y la renta real disponible, en particular, ya no muestra ningún crecimiento.



Fuente: Reserva Federal

Aunque el mercado laboral es un indicador rezagado, también en este caso se observan los primeros indicios de una ralentización del impulso: el número de nuevos empleos creados fue inferior el mes pasado y la media de horas trabajadas, que se sigue menos de cerca, también tiende a la baja (véase el gráfico siguiente).



El descenso de las ofertas de empleo fue especialmente acusado (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Reserva Federal

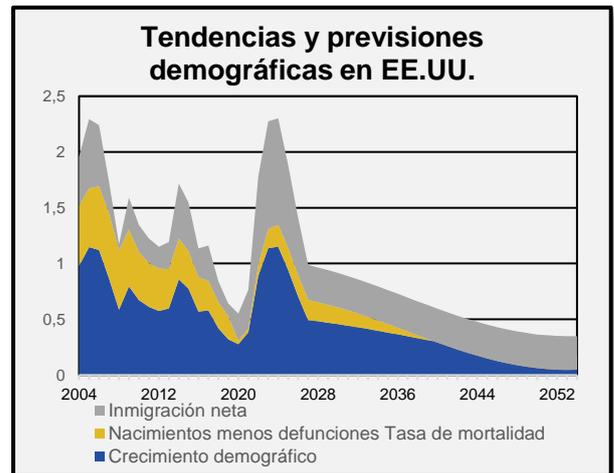
El aumento de la productividad laboral es un dato positivo, ya que se ha recuperado fuertemente desde el final de la pandemia, lo que significa que el aumento se debe al parecer inicialmente a un efecto de recuperación. Por lo tanto, aún es demasiado pronto para ver aquí los efectos de la mayor penetración de la IA.



Fuente: Reserva Federal

El renovado aumento de la población, que vuelve a crecer a un ritmo de alrededor del 0,5% anual, también es positivo para la economía estadounidense. En 2022 se registraron alrededor de 707.000 nuevos ciudadanos legales, lo que significa que aproximadamente la mitad del aumento de la población se debe a la inmigración legal.

La importancia de la inmigración para el crecimiento también ha sido recogida ahora por los medios de comunicación estadounidenses y abordada por la Oficina Presupuestaria del Congreso. El gráfico que figura a continuación ilustra el fuerte aumento de la inmigración en los últimos años, una razón importante del crecimiento sorprendentemente fuerte de la economía estadounidense.



Fuente: Reserva Federal

Hasta ahora, la economía estadounidense se ha visto impulsada principalmente por el fuerte sector servicios (apoyado por la inmigración), mientras que el sector manufacturero ha tendido a mostrarse débil. El índice de gestores de compras del Instituto de Gestión de Suministros (ISM), considerado un indicador del sector manufacturero, no registró ningún descenso esta semana. El ISM indica que la industria manufacturera de EE. UU. ha vuelto a la contracción tras el crecimiento registrado en marzo. El índice de precios fue especialmente desconcertante: Siguió subiendo hasta situarse en territorio de fuerte expansión, ya que los costes relacionados con las materias primas siguen subiendo.

Parte del crecimiento de Estados Unidos se debe a diversos programas de gasto que, sin embargo,

están provocando un nuevo aumento de la deuda pública. Por ello, muchos analistas critican el aumento de la deuda pública y dudan de su sostenibilidad a largo plazo. Para una evaluación cualificada del problema de la deuda en EE. UU., es importante tener en cuenta que la dinámica de la deuda de un país viene determinada por la relación entre los tipos de interés y el crecimiento nominales, así como por el déficit (superávit) primario. En EE. UU., el crecimiento actualmente superior a los tipos de interés garantizaría una reducción de la deuda con el tiempo. Pero, EE. UU. tiene un déficit primario y, basándose en los datos económicos y presupuestarios actuales, la ratio de deuda aumentaría en 2,8 puntos porcentuales según la fórmula de la dinámica de la deuda, lo que subraya la necesidad de reducir el déficit primario o aumentar el crecimiento económico para estabilizar la ratio de deuda a largo plazo.

En Estados Unidos, las estimaciones de la deuda fueron publicadas regularmente por la Oficina Presupuestaria del Congreso. Sin embargo, un estudio de la Universidad de Pensilvania del 6 de octubre de 2023 también es revelador y llega a la siguiente conclusión:

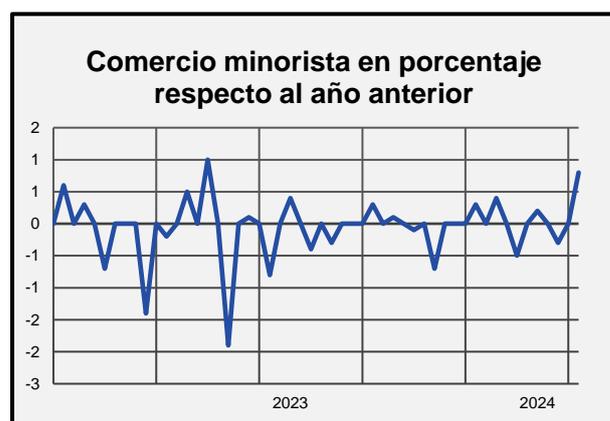
- Estimamos que, incluso en las actuales condiciones de mercado, generalmente favorables, la deuda pública en Estados Unidos no puede superar en torno al 200% del PIB. Las ratios más altas de países como Japón no son relevantes para Estados Unidos, ya que la tasa de ahorro de los hogares privados en Japón es mucho más alta y esto compensa con creces la mayor deuda nacional.
- Con las políticas actuales, Estados Unidos tiene unos 20 años para tomar medidas correctoras, después de los cuales ninguna cantidad de aumentos de impuestos o recortes de gastos puede evitar un impago explícito o implícito por parte del gobierno (es decir, la monetización de la deuda conduce a una inflación significativa). A diferencia de los impagos técnicos, en los que simplemente se aplazan los pagos, este impago sería mucho mayor y afectaría a toda la economía estadounidense y mundial.

El problema de la deuda aún no es el tema dominante para los mercados financieros, pero esta valoración podría cambiar tras las elecciones presidenciales. La subasta de deuda pública estadounidense, que no ha tenido mucho éxito, sugiere que podría producirse rápidamente un replanteamiento si el nuevo gobierno presta muy poca atención a la cuestión de la reestructuración presupuestaria y/o incluso si el crecimiento económico tiende a ser débil.

3. Europa

En la zona euro se observa una ligera mejora económica, sobre todo en los indicadores adelantados de los índices de gestores de compras, que han señalado recientemente una notable mejora económica. Fue sobre todo el sector servicios el que contribuyó a la mejora del sentimiento desde diciembre de 2023.

El aumento de la renta real disponible, en particular, contribuyó a la mejora de la situación económica. Dada la buena situación del mercado laboral, la importante subida de los salarios y la ralentización de la inflación que aumentaron notablemente. Esto también se reflejó cada vez más en la demanda de servicios. El volumen de negocios ajustado a los precios en el sector de la hostelería aumentó notablemente en enero y febrero. La mejora del consumo privado en la zona euro es claramente visible en las ventas al por menor (véase el gráfico siguiente).



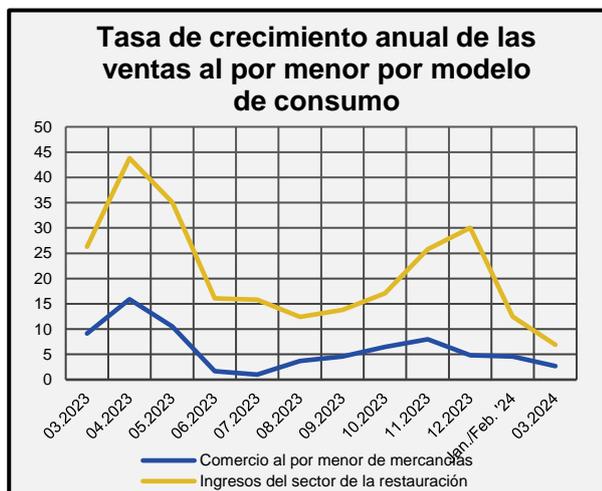
Fuente: Observatorio Estadístico

En Alemania, en particular, los salarios aumentaron considerablemente en el invierno de 2024. En el primer trimestre, los salarios acordados colectivamente aumentaron un 6,2% en comparación con el año anterior. A ello

contribuyeron también las elevadas primas de compensación por inflación libres de impuestos. Los convenios colectivos más recientes y las reivindicaciones salariales de los sindicatos, que siguen siendo elevadas en términos históricos, también apuntan a un crecimiento salarial elevado y continuado. Sin embargo, los sindicatos siguen siendo conscientes de las pérdidas salariales reales acumuladas en los últimos tres años y aspiran a un aumento sostenible de los salarios reales. Además, las primas temporales de compensación por inflación exentas de impuestos dejarán de aplicarse a finales de 2024. Por tanto, es posible que los sindicatos se inclinen ahora por exigir aumentos salariales más permanentes.

4. China

Ajustado a los efectos de los precios y estacionales, el PIB de China aumentó un 1,6% con respecto al trimestre anterior. En comparación con el año anterior, el aumento fue del 5,3%. El aumento del crecimiento se debió, entre otras cosas, a los estímulos de la política económica, incluido un aumento significativo de la inversión en infraestructuras. Por otra parte, la continua débil evolución de las ventas al por menor sugiere que el consumo privado sigue siendo moderado (véase el gráfico siguiente)



Fuente: Oficina Nacional de Estadística de China

No obstante, el crecimiento del PIB podría volver a ralentizarse pronto. La tendencia persistentemente moderada de los precios al consumo encaja en este panorama. En abril, sólo alcanzaron el 0,3% interanual, frente al 0,7% anterior, mientras que la tasa subyacente fue sólo del 0,7%. Además, todavía no hay indicios de una solución sostenible a los problemas del mercado inmobiliario. En la

gran mayoría de las ciudades, los precios siguieron bajando en mayo. Según las estimaciones, el sector inmobiliario representa hasta el 20% del PIB.

5. Información sobre la cartera

El fondo obtuvo un rendimiento en mayo del 0,44%. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 37,2%.

La renta fija se mantuvo en torno al 62,9%. En el mes de mayo, NGB, Onto Innovation Inc. e Infineon Technologies AG. Fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 26.318,67€, 22.362,48€ y 21.346,00€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo fueron BrainChip Holdings Ltd, CloudFlare Inc. Y Unity Software Inc. Con una contribución negativa de -79.887,72€, -35.667,84€, -28.381,12€ respectivamente.

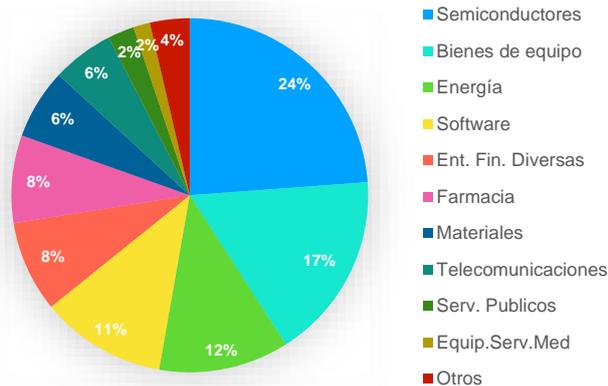
La distribución por clase de activos a finales de mayo fue la siguiente:

Tesorería: 2,3%
 Renta variable: 37,2%
 Renta fija: 62,9%

No obstante, a pesar de las incertidumbres, aumentamos la exposición a la renta variable en 3 puntos hasta un 40 % en valores donde vemos potencial. No descartamos que la Reserva Federal baje los tipos más que ahora descontado si al final aparecen más grietas en la economía. En este escenario los fondos monetarios que durante los últimos años han tenido un auge tremendo podrían provocar una mayor demanda para la renta variable.

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

Fuente: Reserva Federal



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

Brainchip Holdings Ltd	6,6%
Repsol SA	4,3%
Banco Santander	3,6%
Microsoft Corp	3,1%
Johnson & Johnson	2,8%
ASML Holding NV	2,7%
Infineon Technologies AG	2,7%
NVE Corp	2,6%
Renesas Electronics Corp	2,6%
KLA-Tencor Corp	2,5%

La distribución geográfica de la renta variable fue la siguiente:

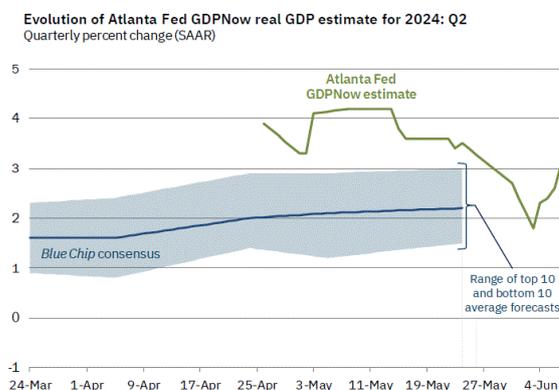
EE. UU.	44,30%
España	11,80%
Alemania	11,50%
Japón	7,10%
Australia	7,00%
India	4,10%
Gran Bretaña	3,70%
Suiza	3,40%
Holanda	2,70%
Francia	2,50%
Otros	1,90%

6. Conclusión

Aunque los factores negativos derivados de la inflación se debilitan cada vez más y los tipos de

interés en EE. UU. y Europa han tocado techo, es prematuro que los mercados de renta variable estallen en júbilo. La subida de los mercados de renta variable en EE. UU. estuvo impulsada por muy pocas empresas con una elevada ponderación en los índices. A raíz de la subida de estos valores, las valoraciones de todo el mercado alcanzaron niveles ambiciosos que sólo se justifican si hay un alto crecimiento a largo plazo. Sabemos por experiencia pasada que, independientemente de guerras y revoluciones tecnológicas, una economía no crece más rápido que una tasa de crecimiento nominal de alrededor del 5%. Las empresas individuales pueden crecer mucho más rápido (por ejemplo, a través de un aumento de la productividad basado en el uso de la IA) y, por lo tanto, justificar una valoración más alta.

Si continúa la debilidad de la economía estadounidense, esta evolución será positiva para los tipos de interés, pero negativa para los beneficios empresariales. La rapidez con la que se replantean las previsiones puede apreciarse claramente en las previsiones semanales del PIB estadounidense facilitadas por el banco central local de Atlanta (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Reserva Federal de Atlanta

El aumento el viernes pasado de los nuevos empleos en EE. UU. ha despejado por el momento otra vez el temor de una desaceleración del ritmo de crecimiento. Queda por ver cómo explicar el desfase entre los distintos datos. En el gdpnow ya han revisado el pronóstico al alza. Pero la volatilidad del pronóstico deja poca confianza. Para el banco central es una situación difícil.

Teniendo en cuenta estos argumentos, seguimos siendo partidarios de la prudencia, pero con posiciones concretas en empresas de crecimiento

con un modelo de negocio único. Seguimos muy atentos si se produce cualquier cambio en los pronósticos a la baja. Creemos que es menos probable un recalentamiento de la economía porque al menos uno de los motores de la economía – el ahorro excesivo – se ha ya agotado.

14/06/2024

Jürgen Brückner