



## Informe trimestral de FV Frankfurter Vermögen AG

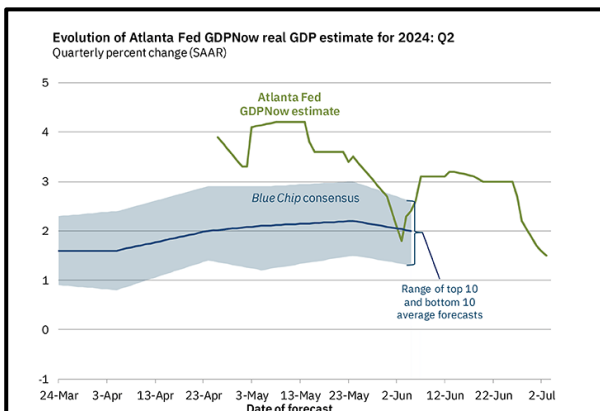
Emisión: T2 2024

## Observación preliminar

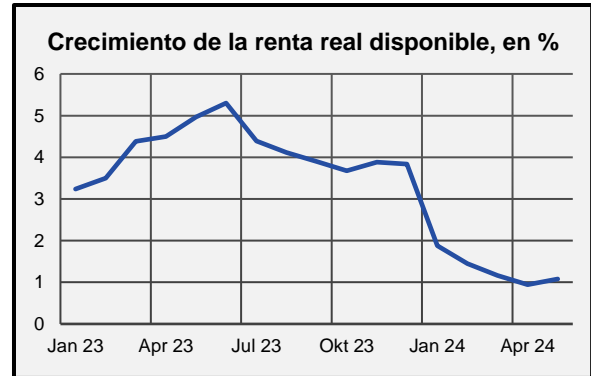
Tras la fuerte subida de los mercados bursátiles en el primer trimestre, el segundo se caracterizó por fluctuaciones más fuertes de las cotizaciones. Sin embargo, los valores tecnológicos estadounidenses volvieron a registrar ganancias especialmente fuertes, beneficiándose de los informes trimestrales positivos y de la tendencia continuada a invertir en valores relacionados con la IA. La preocupación por las elevadas valoraciones y los posibles vientos en contra de la economía, especialmente en EE.UU., pasaron a un segundo plano en un contexto de expectativas de inflación positivas y la previsión de al menos un recorte de los tipos de interés en 2024. La fortaleza del mercado también se vio respaldada por el aumento de los beneficios empresariales, que contribuyó a mantener la confianza de los inversores a pesar de que los tipos de interés seguían siendo elevados. Aunque la inflación en EE.UU. retrocede lentamente, la relajación de la tasa de inflación ha bastado para provocar un ligero descenso de los tipos de interés a largo plazo desde mayo.

## EE.UU.

Todavía no hay una tendencia clara en las perspectivas de crecimiento económico de Estados Unidos. La incertidumbre queda bien documentada por el elevado rango de fluctuación del indicador del PIB del banco central de Atlanta. Este indicador, conocido como GDPNow, se actualiza semanalmente y refleja las previsiones de los analistas de Atlanta en el contexto de los últimos indicadores económicos. Como muestra el gráfico siguiente, las previsiones han fluctuado recientemente de forma bastante significativa.



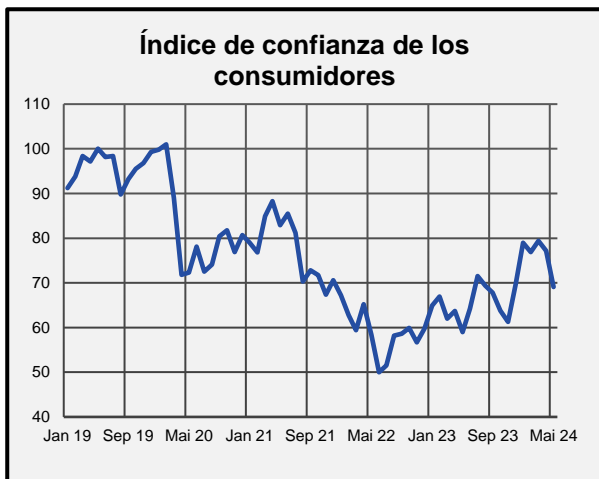
No obstante, a pesar de las fluctuaciones de las previsiones, observamos un menor impulso en muchos ámbitos. Dado que el consumo privado representa alrededor de dos tercios de la producción económica, estamos prestando especial atención a los indicadores de este ámbito.



Fuente: Reserva Federal

El factor más importante en este caso es la renta real disponible, que ha perdido gran parte de su fuerza en los últimos meses y sólo crece a un ritmo de alrededor del 1%.

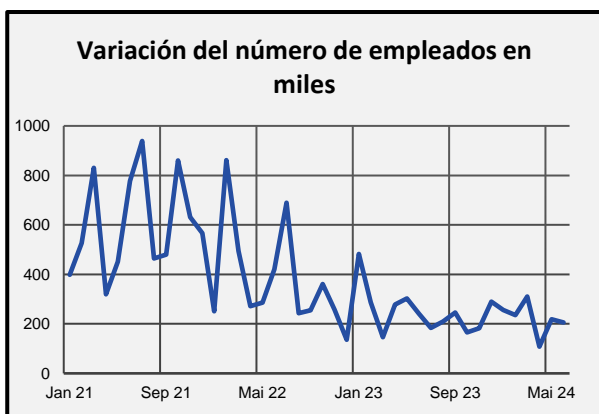
Un análisis más detallado de las fuentes del aumento también revela un panorama menos agradable, ya que no fueron las rentas del trabajo productivo las que más aumentaron, sino los ingresos de los funcionarios y los que perciben rentas de alquiler. La tasa de ahorro también subió del 3,7% al 3,9% y este aumento podría ser un indicio de que los hogares privados estarán menos dispuestos a gastar en el futuro. Esta apreciación también se ve respaldada por el ligero descenso de la confianza de los consumidores en la Universidad de Michigan (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Reserva Federal

Observamos tendencias de debilitamiento no sólo en el consumo privado, sino también en el sector manufacturero. El índice ISM, algo más débil de lo previsto en junio, es un indicador adelantado adecuado en este caso: el índice ISM de directores de compras del sector manufacturero cayó inesperadamente a 48,5 en junio de 2024 (mayo: 48,7), por debajo de la previsión de 49,1. El resultado apunta a un tercer mes consecutivo de descenso de la actividad en el sector manufacturero y a la lectura más débil desde febrero. Un aspecto positivo de este indicador es el componente de precios, que sugiere que la subida de los precios se está ralentizando de nuevo.

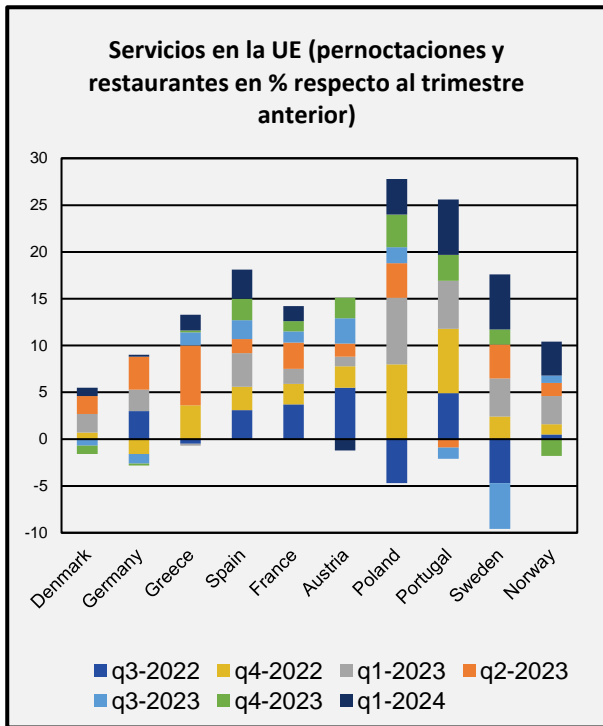
El informe sobre el mercado laboral, muy comentado, sorprendió con un ligero aumento de la tasa de desempleo, que subió al 4,1%. En enero de 2024 aún se situaba en el 3,7%. El número de empleos de nueva creación, teniendo en cuenta las revisiones de los meses anteriores, también apunta a una ligera desaceleración. La estabilidad en la evolución de los sueldos y salarios es positiva.



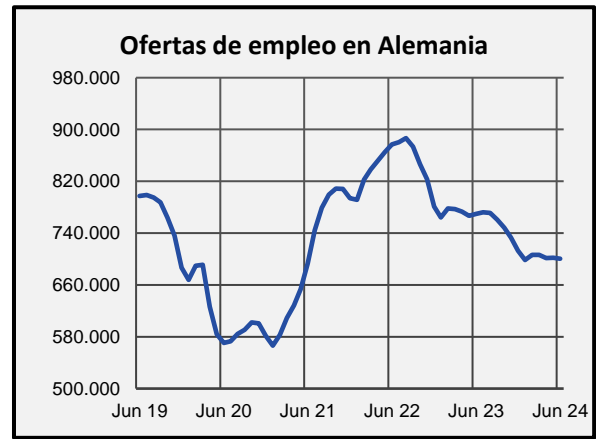
Conclusión: Aunque observamos una ralentización del impulso de la economía estadounidense, es prematuro suponer una corrección brusca. Los efectos positivos de la Ley CHIPS por sí solos están impulsando el crecimiento, que continuará durante varios años debido a los efectos indirectos y al fortalecimiento de la base tecnológica. Sin embargo, si el nuevo Gobierno no aborda con decisión el problema de la deuda tras las elecciones presidenciales y los tipos de interés a largo plazo suben, el deterioro de la dinámica de la deuda también podría tener un impacto negativo en el crecimiento económico. No obstante, incluso en un escenario desfavorable, muchos analistas creen que el crecimiento seguiría superando el 2%. Queda por ver cómo abordará el nuevo Gobierno la cuestión de la inmigración, ya que el aumento de población provocado por la migración explica una parte significativa del crecimiento sorprendentemente elevado.

### Zona UE

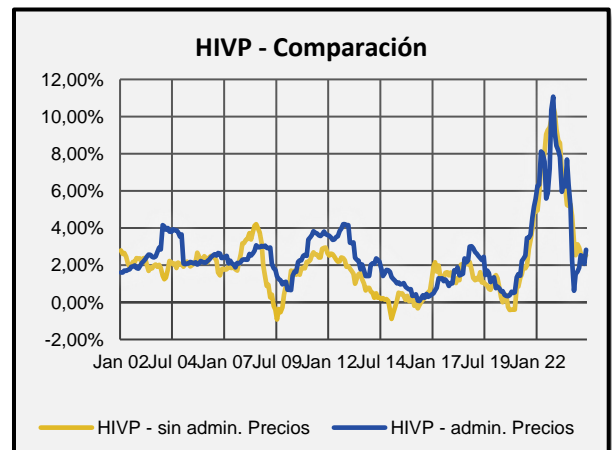
El crecimiento en la UE sigue caracterizándose por una divergencia en los distintos Estados miembros. En los países del sur de Europa, no sólo el mercado inmobiliario es más fuerte, sino que los servicios también experimentan un crecimiento más robusto. La diferente dinámica de los servicios puede apreciarse claramente en el indicador que muestra el sector de la hostelería y la restauración (véase el gráfico siguiente, donde se muestra el crecimiento de los datos trimestrales). Aunque aquí se refleja la importancia variable del sector turístico, los datos son, no obstante, indicativos de la debilidad del consumo privado, sobre todo en Alemania.



El debilitamiento de la situación económica en Alemania también se percibe en el mercado laboral. Las cifras de desempleo están distorsionadas por el elevado número de inmigrantes, pero la disminución del número de ofertas de empleo y el descenso de los anuncios de trabajo (véase el gráfico siguiente) confirman que la debilidad económica ya es visible en el mercado laboral. En particular, la fuerte dependencia del sector del automóvil, combinada con los elevados costes de la energía, está causando graves problemas a Alemania. La fuerte concentración en el sector de la automoción es particularmente evidente en la elevada proporción y concentración de la I+D en este sector, que representó el 36,6% del gasto total en I+D en 2021 (últimos datos disponibles) según el Stifterverband. Los equipos informáticos y los productos electrónicos y ópticos ocupan un distante segundo lugar, con un 11,9%. Si se tiene en cuenta que la tercera parte más alta del gasto en I+D (9,5%) es atribuible a la ingeniería mecánica y, por tanto, indirectamente al sector de la automoción, la dependencia se hace aún más clara.



Como nota positiva, el descenso de los precios al consumo prosigue de forma lenta pero constante, ya que brinda al Banco Central Europeo la oportunidad de volver a recortar los tipos de interés. Sin embargo, para ello es necesario que los sueldos y salarios evolucionen a la baja. El descenso también es lento porque una elevada proporción es atribuible a los precios administrados (véase el gráfico siguiente con las tasas anuales), que escapan al control del banco central. Aunque el Banco Central elevó ligeramente sus previsiones de inflación tras su última reunión, se espera un nuevo descenso en los próximos años: "Los servicios de la Comisión prevén ahora una inflación global media del 2,5% en 2024, del 2,2% en 2025 y del 1,9% en 2026".

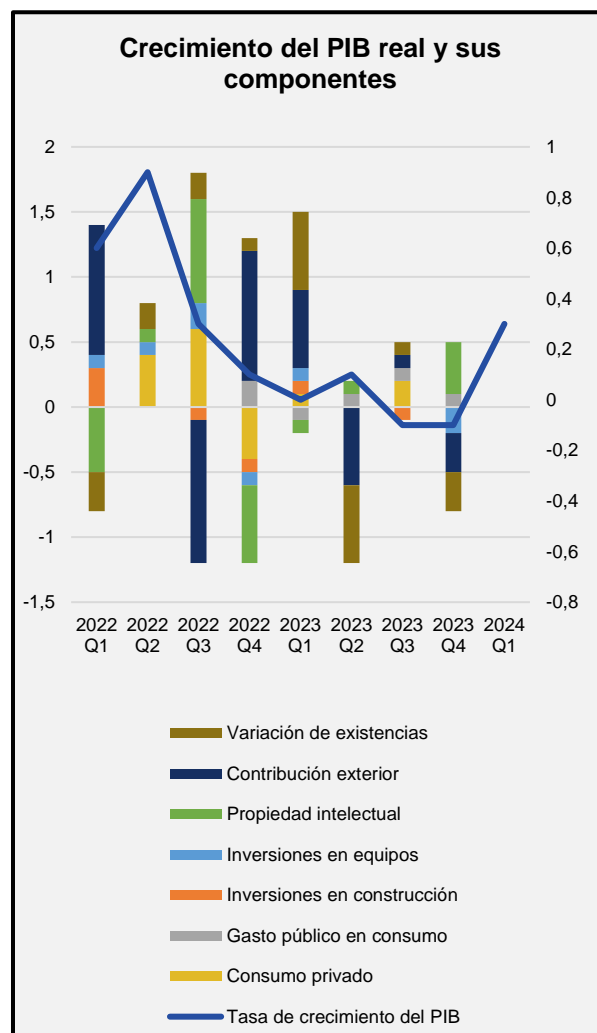


Conclusión: El crecimiento en la eurozona se recupera lentamente, pero en los próximos años sólo se espera un crecimiento modesto, en torno al 1,5%, debido a factores como la baja productividad. Hasta ahora, el crecimiento ha estado menos impulsado por el consumo privado (véase el gráfico del BCE a continuación con las contribuciones al crecimiento del PIB), pero en el

futuro debería estar más impulsado por los servicios debido al aumento de los salarios y la caída de las tasas de inflación, y los datos del PMI del sector servicios también apuntan en esta dirección.

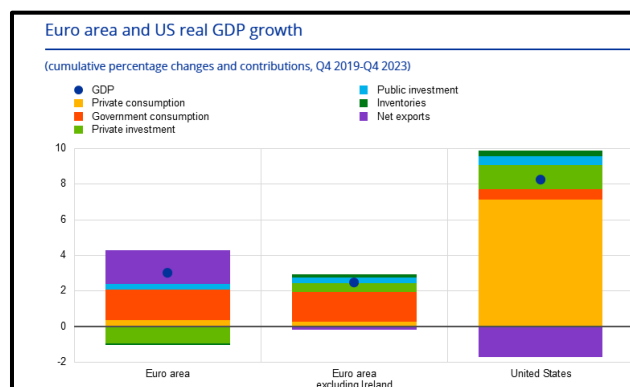
En el siguiente gráfico sobre la evolución del PIB (tasas de crecimiento del PIB en la escala de la derecha, tasas de crecimiento de las contribuciones en la escala de la izquierda) y las contribuciones de los componentes, resulta especialmente interesante que el componente de crecimiento asociado a la digitalización y al sector de las tecnologías de la información "propiedad intelectual" no muestre un crecimiento convincente. En conjunto, solo hemos visto un crecimiento del 9% en esta categoría desde 2019. El consumo privado tampoco fue una fuente de crecimiento.

Queda por ver cómo afectará la incertidumbre política tras las elecciones en Francia al crecimiento del país y, por tanto, también a la zona euro.



Fuente: BCE

Una comparación de los diferentes estímulos al crecimiento en EE.UU. y la eurozona desde la pandemia muestra que, a pesar del aumento del déficit presupuestario, el consumo público fue significativamente mayor en la eurozona.



Fuente: BCE

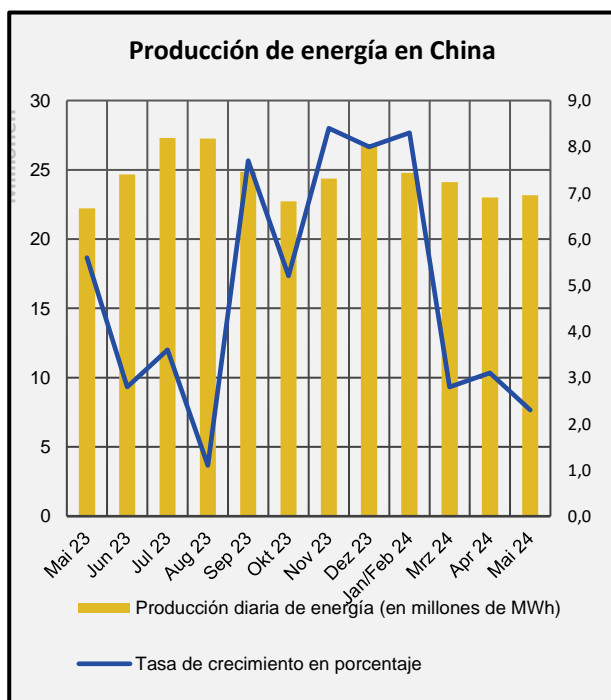
## China

La demanda interna en China sigue siendo moderada, aunque el crecimiento en el primer



trimestre de 2024 fue mayor de lo esperado. El crecimiento trimestral del PIB real aumentó al 1,6% en el primer trimestre, frente al 1,2% del trimestre anterior. Esto refleja el aumento de la inversión pública, atribuible al estímulo fiscal.

Debido a las muchas incertidumbres sobre la calidad de los datos de crecimiento del PIB, muchos analistas buscan datos alternativos, especialmente los de producción eléctrica. El gráfico siguiente, con datos de la autoridad nacional de estadística, muestra que el crecimiento sigue siendo muy débil a pesar del estímulo fiscal. En este contexto de incertidumbre económica, es poco probable que el consumo privado se recupere de forma sostenible. Ello requeriría también reformas de las prestaciones sociales en particular.



Fuente: Oficina Nacional de Estadística de China

Por el contrario, los elevadísimos excesos de capacidad en algunos sectores (especialmente las células solares, donde Bloomberg habla de una capacidad de producción de 1,1TW con una demanda mundial de 585 GW de módulos solares) están aumentando la presión sobre los fabricantes chinos para que vendan sus productos en el extranjero. Si este desarrollo se ve obstaculizado por la introducción de aranceles, China podría encontrar la manera de vender sus productos a través de instalaciones de producción en el extranjero e importar componentes clave. Los

fabricantes europeos de vehículos de alta calidad, en particular, corren el riesgo de que China introduzca aranceles u otras barreras no arancelarias a las ventas en China. Las llamadas "barreras no arancelarias" son un medio eficaz.

### Información sobre la cartera

El fondo obtuvo un rendimiento en junio del -0,08%. A lo largo del mes mantuvimos exposición a la renta variable entorno al 41,4%. La renta fija se mantuvo en torno al 58,8%. En el mes de junio, Amkor Technology, Axcelis Technologies Inc. y Cloudflare Inc. fueron las empresas que más aportaron al fondo, con unas plusvalías de 40.570,55€, 34.836,07€ y 28.843,28€ respectivamente. Las acciones que menos contribuyeron al fondo Brainchip Holdings Ltd, Albermarle Corp y Banco Santander, con una contribución negativa de -41.150,99€, -30.584,63€ y -26.006,40€ respectivamente.

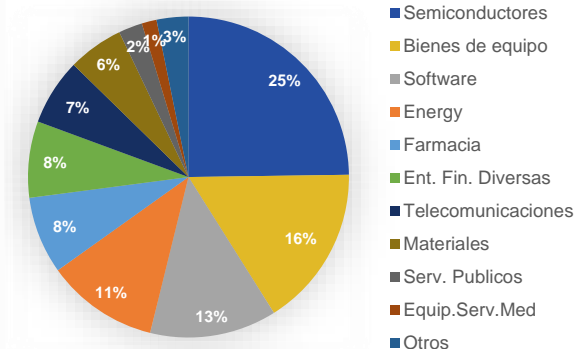
Albermarle sufrió por la caída de los precios del litio, motivado por las dudas del futuro del coche eléctrico. Brainchip siguió una bajada por la ausencia de noticias nuevas (no se esperan hasta finales de julio cuando se publican resultados). En general, empresas pequeñas como Brainchip con una tecnología innovadora pero sin ventas (y por consiguiente sin beneficios) sufrieron.

Cuando los tipos bajan de forma más fuerte el panorama para este tipo de empresas puede cambiar rápidamente.

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

Tesorería: 0,6%  
 Renta variable: 41,4%  
 Renta fija: 58,8%

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	6,0%
Repsol SA	4,1%
Siemens AG	3,7%
Microsoft Corp	3,3%
Banco Santander	3,1%
Booking Holdings Inc	3,0%
Amkor Technology	2,9%
Johnson & Johnson	2,8%
Cloudflare Inc	2,8%
Renesas Electronics Corp	2,7%

La distribución geográfica de la renta variable fue la siguiente:

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

## Conclusión:

Es probable que la brecha de crecimiento entre la UE y EE.UU. persista durante mucho tiempo, en parte debido a la débil productividad europea, la reticencia a subvencionar sectores en crecimiento y el ya reducido sector tecnológico. También influye negativamente la escasa cultura del capital riesgo.

Por lo tanto, favorecemos las inversiones en EE.UU.: acciones tecnológicas tradicionales y empresas con modelos de negocio únicos que prometen grandes beneficios pioneros si tienen éxito. Las acciones de estas empresas han sufrido recientemente debido a la reasignación de fondos hacia acciones de IA y a los tipos de interés aún elevados. Sin embargo, si hay indicios de que las empresas están obteniendo beneficios y/o de que los tipos de interés están bajando más bruscamente, las acciones de estas empresas deberían superar significativamente al mercado.

Dentro de la eurozona, también se mantendrá la diferencia de crecimiento entre Francia y Alemania, así como entre los países del sur y Polonia. El sur de Europa se beneficia de una mayor estabilidad política, unos costes energéticos más bajos (mayor oferta solar combinada con la caída de los precios de los módulos para las células solares y el uso de la energía nuclear) y la fuerte tendencia de crecimiento del turismo. No está claro hasta qué punto el cambio climático provocará un cambio en los flujos turísticos. Lo más importante, sin embargo, es que una creciente clase media en Asia y una clase media y alta adinerada en Estados Unidos eligen cada vez más destinos europeos, independientemente del cambio climático. En la eurozona, por tanto, evitamos las acciones de empresas que podrían verse afectadas por el exceso de capacidad de los fabricantes chinos. Favorecemos a las empresas con una huella global y modelos de negocio únicos, así como valoraciones moderadas. Dependiendo del sector, también prestamos atención a la rentabilidad por dividendo.

A pesar de las incertidumbres geopolíticas, de una situación económica poco clara en Estados Unidos y de los crecientes problemas de deuda, sobre todo en ese país, tendemos a ver los aspectos positivos para los mercados bursátiles. La IA generativa es un ejemplo de salto tecnológico que

también es posible en cualquier momento con otras tecnologías. Muchos avances llevan más tiempo -como el desarrollo de las baterías de iones de litio y los OLED-, pero cuando estén listos para el mercado permitirán aplicaciones completamente nuevas. Candidatos a un desarrollo similar son el ordenador cuántico, la computación neuromórfica y la batería de iones de sodio. Hace apenas unos días, China informó de la conexión a la red eléctrica de un sistema de almacenamiento de energía basado en baterías de iones de sodio en Qianjiang, provincia de Hubei.

12 de julio de 2024

Jürgen Brückner