

Executive Summary

- Tras alcanzar nuevos máximos históricos en mayo, la renta variable mundial se está consolidando y podría seguir subiendo durante el verano.
- La trayectoria de la inflación domina el debate macroeconómico, al igual que las preguntas sobre cuándo y hasta qué punto los bancos centrales podrán relajar la política monetaria.
- Nuestro pronóstico sigue siendo favorable debido a la reciente moderación de los datos de crecimiento (pero que no han sido tan débiles como para indicar una recesión), así como a las prometedoras perspectivas de un regreso a la desinflación, hecho al cual la Reserva Federal (Fed) estadounidense sigue inclinándose por los recortes de tipos y la mejora de las perspectivas de los beneficios empresariales.
- Los últimos resultados comerciales de Nvidia justifican las inmensas inversiones de la industria tecnológica en centros de datos que alojan aplicaciones de inteligencia artificial (IA). Entre los beneficiarios menos obvios de esta expansión se hallan las industrias de energía renovable, calefacción, ventilación y aire acondicionado (HVAC) y equipos eléctricos.
- Creemos que las acciones de crecimiento de calidad tendrán una rentabilidad superior.
- Somos cautelosos respecto a los bonos de alta rentabilidad y de larga duración y preferimos los bonos soberanos y corporativos de alta calidad con una duración más corta (especialmente en EE. UU.)
- El oro sigue siendo una importante posición de convicción a largo plazo, habiendo superado al euro como el segundo mayor activo de reserva en poder de los bancos centrales.
- Debido a la previsión de una inflación estructuralmente más alta en los próximos años, esperamos añadir exposición a las materias primas.

La inflación y la política monetaria siguen dominando el debate macroeconómico

- Después de tres meses de inflación alta en EE. UU. de enero a marzo, unos datos más débiles en abril despejaron el camino para que las acciones mundiales alcanzaran nuevos máximos históricos.
- La dinámica alcista fue más fuerte para las empresas estadounidenses de gran capitalización, que recibieron un impulso adicional de los estelares beneficios de Nvidia.
- La renta variable se está consolidando cerca de los niveles de ruptura recientes y tiene muchas posibilidades de subir durante el verano, en parte porque los repuntes de junio a agosto son habituales en los años electorales estadounidenses.
- La Fed buscará principalmente nuevas bajadas de la inflación para determinar cuándo y cuánto relajar la política monetaria. Los inversores están analizando cada publicación de datos macroeconómicos y el debate pasa de recortes (varios, uno, ninguno) a subidas. Incluso las últimas actas de la Fed reflejan cierto grado de confusión y desacuerdo entre sus representantes.

- Esperamos una evolución favorable de la inflación en los próximos meses, ya que el rezagado subcomponente de la vivienda, que representa el 35% del índice de precios al consumo y el 43% del índice subyacente, parece que finalmente va a bajar. Sin una recesión, parece improbable que se produzca un retorno sostenido al objetivo de inflación del 2%, aunque no es necesario para que las acciones tengan un buen rendimiento.

Evolución del mercado

A nivel mundial

El presupuesto del gobierno de EE. UU. tiene un déficit del 6%, un nivel sin precedentes fuera de una recesión económica, y se prevé que permanezca en esta situación en los próximos años, lo que genera preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Goldman Sachs proyecta que la relación deuda/PIB de EE. UU. aumentará al 130% para 2034. En 2019 su previsión era del 97%.

La curva de rendimientos de EE. UU. se ha invertido durante un récord de más de 400 días de negociación, lo que ha llevado a un número cada vez mayor de comentaristas del mercado a descartar la curva de rendimientos como un indicador de recesión válido. Si bien no esperamos una recesión inminente, consideramos que esta valoración es falsa y prematura. En el pasado, el retroceso de la inversión de la curva, más que la propia curva inversa, señalaba una recesión. Aún no hemos llegado a ese punto.

Europa

Las elecciones al Parlamento Europeo se celebran del 6 al 9 de junio. Las encuestas actuales sugieren un giro a la derecha, lo que podría cambiar las prioridades políticas actuales y complicar la toma de decisiones en un Parlamento cada vez más fragmentado. Desde el punto de vista de los inversores, la recuperación de la competitividad debería ser una prioridad para los políticos, ya que unos precios de la energía estructuralmente más altos, una demografía menos favorable y unas regulaciones más complejas contribuyen a la creciente brecha entre la UE y EE. UU. Desafortunadamente, no hay soluciones fáciles para la disminución de la competitividad, especialmente en una unión política de 27 Estados miembros.

Suiza

Desde principios de 2024 el franco suizo ha caído frente al euro y al dólar estadounidense. El recorte de marzo de los tipos de interés contribuyó a la depreciación. Una mayor debilidad del franco es la fuente más probable de una subida de la inflación suiza, según el presidente del Banco Nacional Suizo, Thomas Jordan, quien argumenta que el BNS podría contrarrestar el riesgo vendiendo reservas de divisas extranjeras, lo cual ya podría estar ocurriendo. La inflación parece estar bajo control, por lo que otro recorte de los tipos de interés en junio tendría sentido, aunque un franco débil podría aplazar los siguientes pasos.

Nvidia, inteligencia artificial y centros de datos

Nvidia publicó otro informe comercial sobresaliente, confirmando su inigualable posición como el principal beneficiario de la IA. Desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022 las ventas de Nvidia se han cuadruplicado y sus beneficios netos se han multiplicado por nueve. Durante el mismo periodo su capitalización bursátil se ha multiplicado casi por siete, de 420.000 millones a 2,8 billones de dólares. Este crecimiento sin precedentes ha convertido a Nvidia en la tercera empresa más valiosa del mundo por detrás de Microsoft y Apple y por delante de Alphabet y Amazon. La acción es responsable de 4 puntos del 11% que el S&P 500 ha ganado en lo que va de 2024.

Para poder llevar los modelos de IA generativa a los clientes, las grandes empresas tecnológicas estadounidenses están invirtiendo miles de millones en mejorar y construir sus centros de datos. Por ejemplo, Microsoft anunció recientemente una inversión de 3.000 millones de dólares en infraestructura de centros de datos tanto en Japón como en el Reino Unido. A medida que los inversores comienzan lentamente a comprender las ramificaciones más amplias de esta masiva expansión global, podemos arrojar algo de luz sobre el subestimado impacto en ciertas industrias.

Se prevé que la demanda de electricidad de los centros de datos aumente sustancialmente. Según la Agencia Internacional de la Energía, los centros de datos consumieron aproximadamente 460 teravatios-hora (TWh) en 2022. En 2023 el crecimiento de la demanda de electricidad que podría atribuirse a los centros de datos fue comparable al del consumo de aire acondicionado y superior al de los vehículos eléctricos. Para 2026 se prevé que la demanda de electricidad se sitúe entre 620 y 1.050 TWh. No solo habrá más centros de datos, sino que cada uno consumirá más energía. Por ejemplo, mientras que una búsqueda en Google requiere aproximadamente 0,3 vatios-hora (Wh), una solicitud de ChatGPT consume 2,9 Wh. Además, los chips más avanzados requieren más electricidad, lo que lleva a un aumento general a pesar de la mejora relativa. Mientras que el A100 de Nvidia ofrece 5 petaflops (unidad de velocidad de procesamiento informático) y consume 6,5 kilovatios (kW), el nuevo H100 ofrece 32 petaflops y consume 10,2 kW. La intensidad de potencia (kW por petaflops) puede disminuir, pero el consumo general aumenta.

La informática es responsable de aproximadamente el 40% del consumo de electricidad de un centro de datos. La refrigeración representa otro 40% y los equipos informáticos asociados el 20% restante. La industria de la energía renovable debería beneficiarse de una mayor demanda de electricidad, ya que todos los hiperescaladores (p. ej., Microsoft, Amazon, Google, Meta) y sus numerosos co-localizadores (p. ej., Equinix) se han comprometido a utilizar solo energía libre de carbono para 2030. La electricidad se obtiene a través de acuerdos corporativos de compra de energía (CPPA), que en los últimos cinco años representaron casi el 80% de todas las instalaciones solares a gran escala en EE. UU.

Las empresas de calefacción, ventilación y aire acondicionado (HVAC) también están bien posicionadas para beneficiarse, ya que una refrigeración eficiente es crucial para el funcionamiento rentable de un centro de datos. De hecho, la capacidad de un centro de datos está directamente relacionada con lo bien que enfría los servidores: cuanto más cerca se puedan apilar los sistemas y equipos, más productivo será el metro cuadrado. La tecnología de enfriamiento ha mejorado desde el aire acondicionado de habitaciones enteras hasta sistemas especializados que utilizan ventiladores para extraer el calor emitido por los servidores y enfría estos con agua o refrigerante. Sin embargo, se requiere un rendimiento aún mejor porque los sistemas más avanzados de hoy en día pueden tener dificultades para controlar las temperaturas asociadas con el calentamiento global (Google y Oracle, por ejemplo, se enfrentaron a un tiempo de inactividad durante una ola de calor en Europa

el verano pasado). Por último, se necesitan empresas que ofrezcan una amplia variedad de componentes y soluciones eléctricas o técnicas, p. ej., equipos de conmutación eléctrica, sistemas ethernet y sistemas de cables especializados.

Posicionamiento

Nuestra perspectiva de mercado sigue siendo generalmente positiva para los activos de riesgo. Esto se debe a la reciente suavización de los datos de crecimiento (pero que no han sido tan débiles como para indicar una recesión), así como a las prometedoras perspectivas de un regreso a la desinflación, a una Fed que todavía se inclina por los recortes de tipos y a una mejora de las perspectivas de los beneficios empresariales. Como resultado, esperamos que la renta variable mundial siga teniendo un buen comportamiento en los próximos meses. Más allá de este horizonte temporal, ciertos factores posiblemente se vuelvan menos favorables y es probable que las elecciones estadounidenses provoquen cierta volatilidad en el mercado a corto plazo.

Favorecemos a las empresas con balances sólidos y perspectivas de crecimiento prometedoras. En nuestra opinión, los fuertes resultados de Nvidia aumentan la probabilidad de que las acciones de crecimiento de calidad tengan un rendimiento superior durante el resto de este ciclo económico.

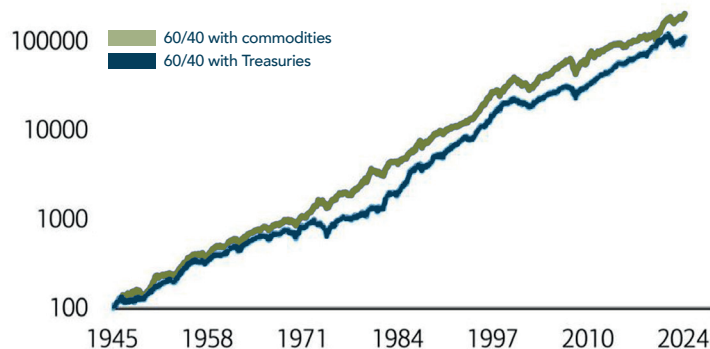
Nuestra postura cautelosa con respecto a la renta fija sigue siendo válida. No nos gustan los bonos de alta rentabilidad porque los diferenciales de crédito son demasiado estrechos para compensar adecuadamente el riesgo adicional. Preferimos la deuda soberana y los bonos corporativos de alta calidad. En general, mantenemos la duración corta, especialmente en EE. UU., donde la fuerte emisión de nuevos bonos del Tesoro podría pesar sobre los rendimientos. En la zona euro nos estamos volviendo poco a poco más positivos hacia los bonos de mayor duración, ya que el BCE probablemente baje los tipos de interés por primera vez en junio.

Reiteramos nuestra convicción de que el oro representa el mejor activo para diversificar nuestra cartera. En nuestra opinión, el oro actúa como cobertura contra una serie de riesgos: el crecimiento de la oferta monetaria, la inflación, el aumento de los déficits soberanos, la incertidumbre geopolítica y la disminución de la credibilidad de los bancos centrales. Curiosamente, el oro ha superado al euro como el segundo activo de reserva más importante en poder de los bancos centrales, una posición que había perdido a finales de la década de 1990. Los bancos centrales de China y otros mercados emergentes están aumentando sus tenencias de oro porque se trata de un activo políticamente neutral y seguro que no está sujeto a sanciones basadas en el dólar estadounidense.

Dentro de la clase de activo de las materias primas estamos buscando aumentar nuestra exposición existente. Aunque esperamos una desaceleración de la inflación en los próximos meses, creemos que nos encontramos en un entorno de inflación estructuralmente más alta que en la década de 2010. Históricamente las materias primas han tenido un buen rendimiento durante la subida de la inflación.

Las materias primas son mejores «40» que los bonos del Tesoro de EE. UU.

Las materias primas pueden ser un mejor diversificador de la cartera que los bonos. Desde 1945 hasta hoy día una cartera con un 60% de acciones y un 40% de materias primas, en lugar de un 40% de bonos, habría tenido un rendimiento superior y habría exhibido menos riesgo a la baja. Los beneficios de las materias primas fueron mayores durante los periodos de más inflación, como las décadas de 1970 y 1980.



Fuentes: Bloomberg, WSJ, Goldman Sachs, Deutsche Bank, MSCI, Atonra, McKinsey, Bank of America, JPM

Fuentes: BofA Global Research, Global Financial Data. Nota: 60/40 con materias primas es 60% el S&P 500 y 40% el índice Reuters CRB Total Return hasta el año 2000; el índice Auspice de rentabilidad total desde 2000 hasta la fecha; 60/40 con bonos del Tesoro de EE. UU. es 60% el S&P 500 y 40% bonos del Tesoro de EE.UU. a 30 años

Exoneración de responsabilidad

La información contenida en el presente documento representa una comunicación comercial de FINAD (FINAD AG, Zúrich; FINAD GmbH, Viena o FINAD GmbH, sucursal de Hamburgo). Esta comunicación comercial no ha sido elaborada de acuerdo con la legislación que promueve la independencia de los estudios de inversión y no está sujeta a ninguna prohibición de negociación tras la difusión de los estudios de inversión. El presente documento sirve únicamente para fines de información general y para el uso personal del destinatario del presente documento (en lo sucesivo, el «destinatario»). No constituye una oferta vinculante ni un requerimiento por parte de FINAD o en su nombre para adquirir, suscribir, vender o devolver inversiones o para invertir en una estrategia comercial determinada o para realizar cualquier otra transacción en cualquier ordenamiento jurídico. No constituye una recomendación de carácter jurídico, contable o fiscal por parte de FINAD ni una garantía en lo que se refiere a la adecuación o conveniencia de una estrategia de inversión, transacción o inversión determinada para el beneficiario individual. La referencia a resultados pasados no debe interpretarse como una indicación del futuro. La información y el análisis contenidos en la presente publicación han sido recopilados de fuentes consideradas fiables y creíbles. Sin embargo, FINAD no garantiza su fiabilidad o integridad y renuncia a toda responsabilidad por pérdidas derivadas del uso de esta información. Todas las opiniones y puntos de vista constituyen valoraciones válidas en el momento de su publicación; están sujetos a cambios sin previo aviso y no existe obligación de actualizarlos o comunicarlos. Antes de tomar cualquier decisión de inversión, transacción o de cualquier otra índole financiera, deberá determinar la idoneidad de dicha inversión, transacción o negocio de otra índole para sus circunstancias particulares y analizar de forma independiente (en todo caso, con sus asesores profesionales) los riesgos particulares y las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables. Será responsabilidad de los beneficiarios verificar si tienen derecho a solicitar, recibir y utilizar esta publicación para su uso personal en virtud de la legislación aplicable en su país de residencia y/o a su nacionalidad. FINAD no asumirá ningún tipo de responsabilidad al respecto. Las inversiones en los fondos y otros instrumentos financieros mencionados en el presente documento únicamente deberán realizarse tras haber leído y revisado detenidamente el último folleto de oferta de venta, el reglamento del fondo, así como la información jurídica incluida en este, y tras haber consultado previamente a su asesor de clientes y –en caso necesario– a su propio asesor legal y/o fiscal. Será responsabilidad de los beneficiarios comprobar si tienen derecho a solicitar y recibir los documentos correspondientes del fondo en virtud de la legislación aplicable en su país de residencia y/o a su nacionalidad. Ni el presente documento ni ninguna copia de este podrán ser enviados o llevados a Estados Unidos, ni distribuidos en este país, ni entregados a personas estadounidenses.

Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento sin el consentimiento previo por escrito de FINAD.

Para Suiza: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zúrich, Suiza, es una sociedad anónima e individual especializada en servicios financieros y administración de activos, fundada según el derecho suizo. FINAD está autorizada como gestora de activos por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA) y supervisada por la organización AOOS. FINAD también está afiliada a la OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>). Las reclamaciones dirigidas a FINAD pueden ser presentadas ante la SO AOOS o la OFS.

Para Austria: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Viena, Austria, es una empresa de inversión de conformidad con el artículo 3 de la Ley austriaca de supervisión de los valores de 2018 (Wertpapieraufsichtsgesetz 2018, WAG 2018) y, como tal, está

autorizada a prestar los servicios de asesoramiento en inversiones, gestión de carteras y aceptación y transmisión de órdenes, en cada caso en lo que se refiere a instrumentos financieros. FINAD no está autorizada a prestar servicios que impliquen la retención de dinero, valores u otros instrumentos de los clientes. FINAD está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (www.fma.gv.at). Las quejas sobre FINAD podrán dirigirse a la FMA.

Para Alemania: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburgo, Alemania, es la sucursal alemana de FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Viena, Austria. FINAD es una empresa independiente de servicios de valores especializada en el asesoramiento en materia de inversión, la intermediación en inversiones y la gestión de patrimonios (gestión de carteras financieras). La prestación de servicios de valores por parte de FINAD está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (www.fma.gv.at) y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Fráncfort del Meno (www.bafin.de). Las quejas sobre FINAD podrán dirigirse a la FMA o la BaFin.

FINAD no está autorizada a ejercer actividades de abogacía, de asesoramiento fiscal o de auditoría.

© Copyright FINAD. Todos los derechos reservados.