El estratega disruptivo 4º trimestre de 2022

Material de marketing para inversores profesionales, institucionales y acreditados. Capital en riesgo.

Resumen ejecutivo

En nuestro boletín del cuarto trimestre de 2022, los miembros del equipo de Renta Variable Global de GAM Investments analizan temas como lo difícil que fue el año 2022 para la inversión de alto crecimiento, el ascenso y la caída de Tesla, ChatGPT-3 y la aceleración de la inteligencia artificial (IA), las valoraciones frente a los fundamentales en los verdaderos disruptores, las perspectivas para China en 2023 y algunos pensamientos y observaciones de un viaje de campo a Japón.

Mark Hawtin hace balance de 2022 y destaca las difíciles condiciones del mercado y el aumento de los niveles de inflación.

Mark también se ocupa de Tesla, describiéndolo como un posible ejemplo de "La paradoja de Ícaro".

David Goodman habla de algunos de los atributos y aplicaciones del chatbot de IA ChatGPT-3, y de cómo la IA podría trastornar la industria en la próxima década.

Pieran Maru analiza en detalle a los verdaderos disruptores en forma de empresas de software como servicio (SaaS) y hasta qué punto las devaluaciones han estado relacionadas con los fundamentos.

Wendy Chen recapitula la remontada del mercado de renta variable chino en 2022 y lo que podría deparar 2023, con especial atención a la reapertura de China tras la crisis de Covid.

Por último, Kevin Kruczynski nos pone al día sobre los avances tecnológicos en Japón tras un reciente viaje a ese país.

2022 Resumen de resultados

Mark Hawtin

2022 fue un año brutal para la inversión de alto crecimiento, con una caída del 30% del índice MSCI World Growth, su peor año desde 2008. Fue un año de reajuste en proporción tanto a la Gran Crisis Financiera (GFC) como a cualquiera de los años individuales que conformaron la recesión de 2000-2002, aunque el Nasdaq 100 cayó un 75% en el periodo acumulado de 2000-2002. En el ámbito más amplio del crecimiento, cuanto mayor es el crecimiento, mayor es la caída. Ejemplos de ello son la cesta de software más cara de Goldman Sachs, que cayó un 56,8% en 2022, o el ARK Innovation Fund, que bajó un 62,1%. Algunas de las nuevas áreas de inversión más promocionadas sufrieron aún más; el índice De-SPAC cayó un 72,9% y el índice Bitwise Crypto 10 cayó un 89,2%. En definitiva, fue imposible evitar retrocesos significativos en el mundo del crecimiento.

Equipo de gestión

Mark Hawtin
Investment Director

David Goodman
Investment Manager

Kevin Kruczynski
Investment Manager

Wendy Chen
Senior Investment Analyst

Pieran Maru
Investment Analyst

GAM Investments

Sin embargo, las difíciles condiciones del mercado no se reservaron a los inversores en crecimiento. Los mercados de renta fija registraron su peor rentabilidad de la historia moderna y la famosa estrategia 60:40 registró una de sus peores caídas. La inflación se disparó hasta niveles inimaginables a principios de año y las respuestas de los bancos centrales de todo el mundo fueron más rápidas y bruscas que nunca. A medida que avanzaba el año, los nuevos factores y la creciente incertidumbre provocaron una desagradable combinación para la inversión en crecimiento. La renta variable de crecimiento se rechazó independientemente del precio y, al mismo tiempo, las empresas tecnológicas tradicionales se comportaron mucho mejor en muchos casos, lo que representa una huida hacia la seguridad y el valor. Mientras que nombres como Applovin (-88,8%), Asana (-81,5%), Twilio (-81,4%) y Ringcentral (-81,1%) lideraron la caída de la cohorte de alto crecimiento, IBM y HPE subieron marginalmente en el año. Se trata de un escenario poco envidiable para la inversión en crecimiento disruptivo.

Al analizar el rendimiento en un año tan difícil, es importante tratar de desglosar una implosión de la valoración frente a una degradación de los fundamentales. Esta es la primera ralentización mundial en la que nombres disruptivos de gran capitalización se encuentran en un nivel de madurez que les permitiría mostrar un impacto cíclico. En la última desaceleración de 2008/09, el iPhone y los teléfonos inteligentes en general acababan de lanzarse, por lo que el crecimiento inicial impulsó estos negocios a pesar de los vientos en contra de la economía. Del mismo modo, la publicidad digital acababa de empezar e incluso el comercio minorista en línea era relativamente incipiente. Como resultado, las empresas expuestas a estas tendencias no vieron ningún impacto de la recesión. Esta vez es muy diferente.

Entre los grandes nombres, y entre finales de 2020 y finales de 2022, Amazon ha visto recortadas sus expectativas de ingresos en un 14% y Meta en un 7%, mientras que Microsoft, Apple y Google han visto aumentar sus expectativas en ese periodo. Sin embargo, todos estos nombres han visto recortes en comparación con el final de 2021, por lo que el impulso se ha vuelto claramente negativo y muestra que la megacapitalización es en general ahora económicamente sensible, algo que venimos sugiriendo desde hace algún tiempo.

A nivel de beneficios, los recortes han sido en algunos casos muy significativos. Amazon, por ejemplo, como beneficiario de Covid y nombre claramente expuesto al gasto de los consumidores, ha sufrido un recorte del BPA del 42% para 2023 entre finales de 2020 y finales de 2022. En otros casos, parece que los analistas han elevado considerablemente las expectativas hasta finales de 2021, para luego recortarlas drásticamente durante 2022 y terminar en los niveles previstos para 2023 a finales de 2020. La cuestión es que muchas de estas empresas siguen creciendo, pero el impulso se ha vuelto negativo y eso ha repercutido en los precios de las acciones.

Siempre hemos sostenido que las empresas disruptivas de mayor éxito crecerán durante una recesión y que los precios de las acciones de las empresas de crecimiento reaccionan negativamente a las perturbaciones (inflación y tipos de interés), en primer lugar y más rápidamente, pero que con el tiempo los fundamentos se reafirman. El crecimiento de los ingresos de las seis mayores empresas del mundo en la actualidad se ha reducido a tan solo un 5 % previsto para 2023, mientras que las más disruptivas, como ServiceNow, no han sufrido el impacto, y las estimaciones se mantienen en torno a una tasa de crecimiento de los ingresos del 25 % para 2023.

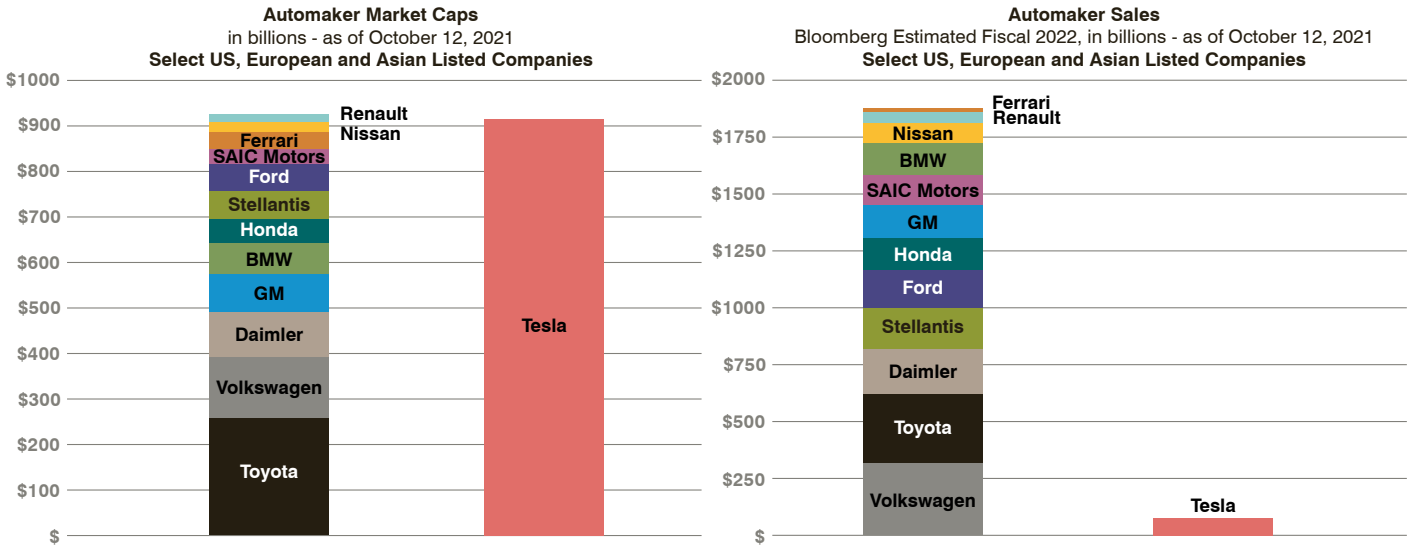
Tesla: la paradoja de Ícaro

Mark Hawtin

La paradoja de Ícaro, planteada por Danny Miller en su libro homónimo de 1990, se refiere al fenómeno de las empresas que fracasan abruptamente tras un periodo de éxito aparente, cuando este fracaso es provocado por los mismos elementos que condujeron a su éxito inicial. Tesla encaja bien en este caso, ya que sus alas empiezan a derretirse después de no haber tenido aparentemente límites para estirarse hacia el sol.

La magnitud del éxito, si se mide por el valor de mercado de Tesla, puede verse a continuación. Estos gráficos fueron elaborados por Albert Bridge en octubre de 2021 y muestran el extraordinario valor atribuido a la empresa en comparación con sus competidores en el punto álgido de las expectativas infladas (¡Gartner Hype Cycle!), al tiempo que muestran comparaciones de ingresos.

Gráfico 1: Valor extraordinario atribuido a Tesla frente a sus competidores



Fuente: Albert Bridge, octubre de 2021

Para ser claros, no creemos que el rápido regreso a la Tierra de la cotización que se aceleró en diciembre (-37,5%) sea realmente atribuible a la pelea de Elon Musk con Twitter, a su venta de acciones de Tesla o a su perfil público, a menudo perturbador. De hecho, podríamos argumentar que la caída del precio de las acciones habría ocurrido independientemente. Está claro que Musk es un genio; casi nadie ha logrado trastocar tantas industrias tradicionales a gran velocidad y en paralelo. Sin embargo, su aura permitió a los inversores atribuir a Tesla una prima mucho mayor de la que merecía por sus fundamentos. Fueron demasiados los que se bebieron el “cool aid”, liderados por Cathy Wood, de ARK, con su objetivo de precio de 1.150 dólares o un valor de mercado de 3,5 billones de dólares para 2026 (el valor de mercado a finales de 2022 había caído a 378.000 millones de dólares desde los 1,3 billones de dólares del máximo alcanzado a finales de 2021).

Además de la escalada del precio de las acciones que comenzó en serio a finales de 2019, el aura que rodeaba a la empresa creó otros factores de éxito que ahora están resultando potencialmente perjudiciales para las perspectivas a corto plazo de Tesla. En particular, el Model 3 y el Model Y fueron tan populares que a menudo encabezaron las estadísticas de vehículos nuevos en muchos países. Los largos plazos de entrega y los depósitos minúsculos (100-200 dólares) dieron lugar a un fuerte mercado de segunda mano para intercambiar y vender estos coches. En general, los Tesla se hicieron famosos por mantener especialmente bien sus valores de segunda mano. Esto generó una serie de señales falsas sobre el verdadero estado de la demanda de lo que apenas era un vehículo eléctrico barato. Era posible arrendar un Model 3 a finales de 2019 por alrededor de 390 USD/mes[1]. Los dos factores clave para los costes mensuales de arrendamiento son los tipos de interés y los valores residuales. Ambos factores han oscilado fuertemente en contra de Tesla en los últimos seis meses. El precio medio de un Tesla usado ha caído, según Edmunds Research, un 17% en la segunda mitad de 2022, frente a una media del -4% para todos los coches . Junto con la fuerte subida de los tipos de interés, los costes mensuales de arrendamiento se han más que duplicado para un Model 3 hasta superar los 900 dólares en la actualidad. En un mundo en el que, en general, los tipos están reduciendo los ingresos familiares, el fantasma de 900 dólares al mes por un Tesla es más que desalentador. No es de extrañar que (de nuevo según Edmunds) un tercio de los Teslas usados a la venta a finales de 2022 fueran matriculaciones de 2022, frente al 5% de todas las marcas de coches[2]. El éxito del modelo antes de la crisis aseguró que los altos valores de segunda mano hicieran de la propiedad de una marca icónica una elección fácil. Ese éxito ha generado una importante demanda que ahora ha estallado con el desplome de los valores de segunda mano. La paradoja de Ícaro en pleno apogeo.

Gráfico 2: Venta masiva de Tesla en la tienda de vehículos usados Carmax

USED
2021 Tesla Model Y Long Range

$45,998 18,231mi
$13,000 price drop

Great Deal

Home Delivery

CarMax Sacramento South
Now offering Curbside Pickup
2018.8mi

USED
2022 Tesla Model Y Long Range

$46,998 12,894mi
$10,000 price drop

Home Delivery

CarMax Palmdale
Now offering Curbside Pickup
1958.9mi

Fuente: www.carmax.com

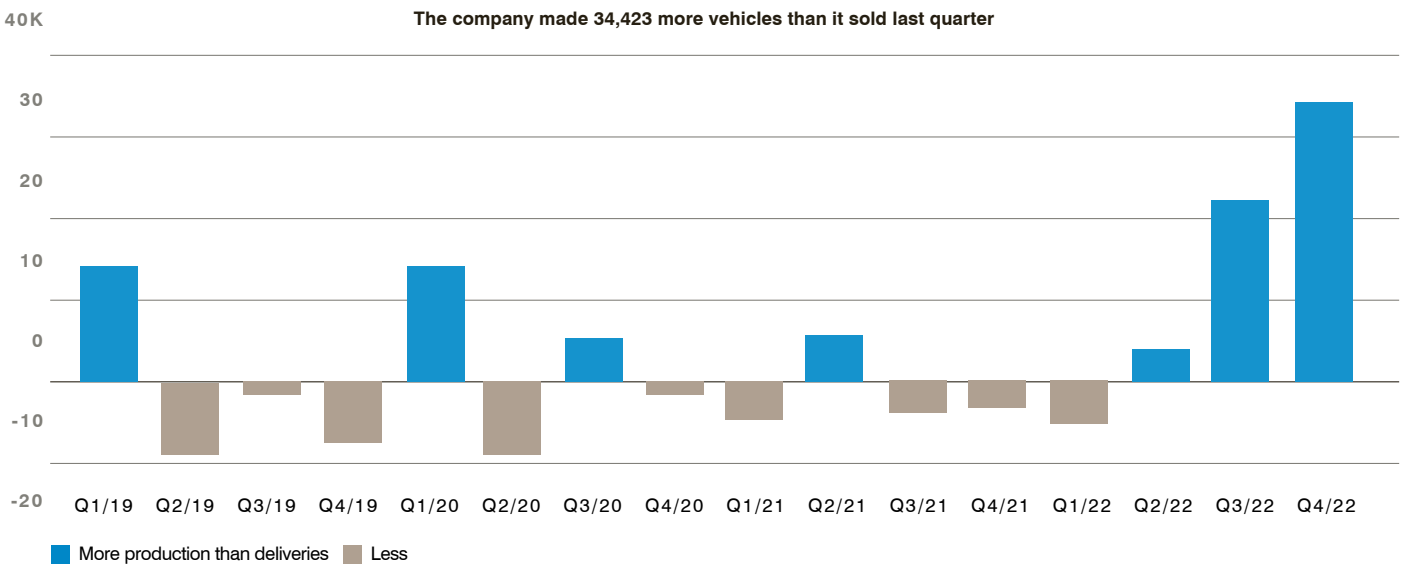
¿Y ahora qué?

La fortísima demanda de sus coches ha llevado a Tesla a aumentar la producción en sus nuevas fábricas de Shanghái, Berlín y Texas justo cuando la demanda empieza a desplomarse. Bloomberg ha elaborado el siguiente gráfico, que muestra que en los tres últimos trimestres se han producido más coches de los que se han entregado. El inventario se acumula y los clientes se evaporan.

[1]Fuente: Tesla

[2]Fuente: www.edmunds.com

Gráfico 3: La producción de Tesla supera a las entregas



Fuente: Bloomberg

Esto crea una posición poco envidiable para la empresa. Básicamente, tiene que elegir entre bajar los precios para estimular la demanda, con el evidente impacto en el margen bruto, o sufrir un importante déficit de demanda. Tesla ha anunciado recortes de precios en China y Estados Unidos de cara a finales de 2022.

Los analistas siguen pronosticando un crecimiento significativo de la empresa en los próximos dos años. Según las cifras de consenso, los ingresos para 2025 ascenderán a 145 000 millones de dólares, frente a los 80 000 millones de 2022[3]. Esto implica un aumento de la cuota de mercado de aproximadamente el 21% en 2022 al 23% en 2025. Teniendo en cuenta el importante viento en contra de los precios de arrendamiento y la creciente competencia, parece un objetivo muy ambicioso, tanto en términos de ingresos absolutos como de cuota de mercado.

Tesla sigue cotizando con una prima significativa respecto a otras marcas de automóviles sobre la base del mejor crecimiento y margen bruto de su clase. Ambos parámetros podrían sufrir presiones significativas en los próximos dos años. No creemos que la prima esté justificada: Tesla no es la Apple de los coches, como afirman varios analistas. Apple tiene una cuota del 55% del mercado de teléfonos inteligentes en EE.UU.; el mayor fabricante de automóviles tiene sólo el 10% y ese fabricante es Toyota[4]. El efecto de red que une a tantas personas al ecosistema de Apple no existe en Tesla; es cierto que cuenta con las ventajas de una enorme base de datos de kilómetros recorridos en vehículos eléctricos, pero eso no basta por sí solo. Nos parece que la ventaja de ser el primero es realmente el único beneficio real que Tesla tenía. Su cuota de mercado está disminuyendo rápidamente a medida que aumenta la competencia. Según S&P Global Mobility, su cuota de mercado en los VE norteamericanos ha caído del 80% en 2020 al 64% en 2022, con una previsión del 20% en 2025[5]. ¿Veremos dentro de cinco o diez años a Tesla no como la Apple de la industria automovilística, sino quizá como Nokia, Ericsson o incluso Blackberry, la primera beneficiada pero no la vencedora final?

[3]Fuente: Tesla (Passenger Cars) - Global | Statista Market Forecast

[4]Fuente: Automobile market share worldwide: key brands 2021 | Statista

[5]Fuente: Automotive Research and Analysis | S&P Global (spglobal.com)

El lanzamiento de ChatGPT-3 pone de relieve la aceleración de la IA

David Goodman

¿Qué ocurre?

El reciente lanzamiento del chatbot de IA "ChatGPT-3" ha tomado internet por asalto. Un servicio gratuito, lanzado por OpenAI. Te recomendamos que le eches un vistazo por ti mismo y te asomes al futuro: https://chat.openai.com/chat.

¿Qué es la IA abierta?

OpenAI fue fundada en 2015 por un grupo de emprendedores e investigadores, entre ellos Elon Musk y Sam Altman. Tiene su sede en San Francisco y lleva a cabo investigaciones sobre inteligencia artificial (IA). Microsoft ha invertido 1.000 millones de dólares en la empresa, cuyo objetivo es hacer avanzar el campo de la IA de forma responsable.

¿Qué es ChatGPT y por qué tanto alboroto?

ChatGPT, una potente herramienta de inteligencia artificial, genera en tiempo real respuestas textuales similares a las humanas. A diferencia de las herramientas de IA disponibles hasta ahora, el gran avance de ChatGPT es que responde a las preguntas de forma realmente realista, lo que hace casi imposible que los usuarios se den cuenta de que están tratando con IA. Dado que mucha gente prefiere tratar con humanos a hacerlo con automatismos, este aspecto cambiará las reglas del juego. ChatGPT ofrece a los usuarios una experiencia realmente extraordinaria y es sólo el principio de una enorme oleada de aplicaciones de IA que esperamos lleguen pronto al mercado, provocando una rápida disrupción.

Funcionamiento y aplicaciones prácticas

A diferencia de Google Search, con el que se compara a menudo, ChatGPT se utiliza principalmente para tareas que implican generar o procesar texto de tipo humano, en lugar de encontrar información sobre temas específicos. Por el momento, no se considera un sustituto de la Búsqueda en Google, pero el jurado está deliberando (más adelante trataremos este tema con más detalle).

Al analizar las entradas de los usuarios y utilizar su gran conjunto de datos de patrones lingüísticos, ChatGPT puede generar respuestas adecuadas y conversar con los usuarios en una amplia gama de aplicaciones.

Los detalles de su uso incluyen:

- Traducción automática: traducir de una lengua a otra
- Resumir - generar resúmenes de documentos largos
- Diálogo: respuestas adecuadas a las preguntas de los usuarios
- Creación de contenidos - generar descripciones de productos o artículos

Es probable que la capacidad de ChatGPT para producir respuestas naturales, similares a las humanas, resulte especialmente útil para aplicaciones de atención al cliente, permitiendo a los chatbots gestionar diversas consultas y quejas con más eficacia que los humanos. También puede utilizarse para asistentes virtuales, donde puede ayudar a los usuarios con tareas como programar citas, buscar información y responder preguntas.

Impacto inicial desde el lanzamiento

A los cinco días de su presentación, el 1 de diciembre de 2022, ChatGPT tenía más de un millón de usuarios.
Los usuarios se mostraron muy entusiastas en las redes sociales, compartiendo ejemplos de las capacidades de ChatGPT: desde arreglar código, escribir redacciones, generar poemas, hasta traducir textos y resumir documentos y artículos largos. Hasta ahora ha sido un éxito rotundo. Podría decirse que uno de los aspectos más sorprendentes de esta herramienta es cómo las respuestas se presentan en un formato coherente y fácil de digerir, lo que no ocurre con los motores de búsqueda tradicionales.

¿ChatGPT perturbará la búsqueda de Google?

En nuestra opinión, es poco probable que herramientas como ChatGPT sustituyan a los motores de búsqueda tal y como los conocemos. Los motores de búsqueda son una forma muy eficaz de encontrar información específica en Internet y no se espera que sean sustituidos por chatbots en un futuro próximo. Sin embargo, en un escenario que quizá sea más evolución que revolución, sí prevemos que la tecnología de los chatbots y los motores de búsqueda se integren.

El analista tecnológico de Morgan Stanley, Brian Nowak, señala que, como regla general, cuando aparece una nueva tecnología hay que aplicar la "regla de las 10 veces". Para que ChatGPT desbanque a la búsqueda de Google y se gane a sus cuatro mil millones de usuarios diarios, la nueva oferta debe ser 10 veces mejor. Sigue sin estar convencido de que el aprendizaje sobre temas (ChatGPT) y la búsqueda de artículos concretos o temas específicos sean el mismo caso de uso. Además, aunque en la calle se habla mucho de IA y ChatGPT en estos momentos, lo cierto es que Google lleva más de cinco años invirtiendo en tecnologías punteras de aprendizaje automático e IA, por lo que es probable que en un futuro próximo veamos herramientas de Google igual o más impresionantes.

El chat GPT-3 es sólo un ejemplo de IA. ¿Cómo afectará la IA a la industria en la próxima década?
Las tecnologías de IA están transformando la forma en que hacemos negocios y tienen el poder de sacudir los modelos de negocio tradicionales de una manera importante. Las empresas con visión de futuro ya están utilizando los chatbots y la IA para perturbar a las empresas tradicionales y obtener una ventaja competitiva. Por ejemplo:

- En el mundo del comercio electrónico, Amazon y Alibaba utilizan chatbots e IA para personalizar la experiencia de compra y hacer recomendaciones a los clientes basadas en sus compras anteriores y su historial de navegación. Los minoristas tradicionales tendrán que competir con la comodidad y las recomendaciones personalizadas que ofrecen estos gigantes del comercio electrónico o correrán el riesgo de quedarse atrás.
- En el sector del transporte, empresas de viajes compartidos como Uber y Lyft están utilizando la IA para optimizar las rutas y mejorar la eficiencia de sus servicios, dejando a las empresas convencionales de taxis y alquiler de coches a su altura.
- En el sector de los servicios financieros, robo advisors como Betterment y Wealthfront utilizan chatbots e IA para ofrecer asesoramiento de inversión personalizado a los clientes, perturbando a las instituciones financieras tradicionales que dependen de asesores humanos.
- Y en el sector sanitario, empresas de telemedicina como Teladoc y Amwell utilizan la tecnología para ofrecer consultas médicas virtuales, perturbando los modelos sanitarios presenciales establecidos.

Estos son solo algunos ejemplos de empresas que están utilizando chatbots e IA para sacudir las industrias tradicionales, pero con estas tecnologías en constante evolución, es inevitable que más empresas las adopten para mantenerse al día con la competencia. Cada vez está más claro que la clave del éxito empresarial en la próxima década será adoptar los chatbots y la IA. Las empresas que tarden en adaptarse corren el riesgo de sufrir disrupciones.

Verdaderos disruptores y valoración frente a fundamentales

Pieran Maru

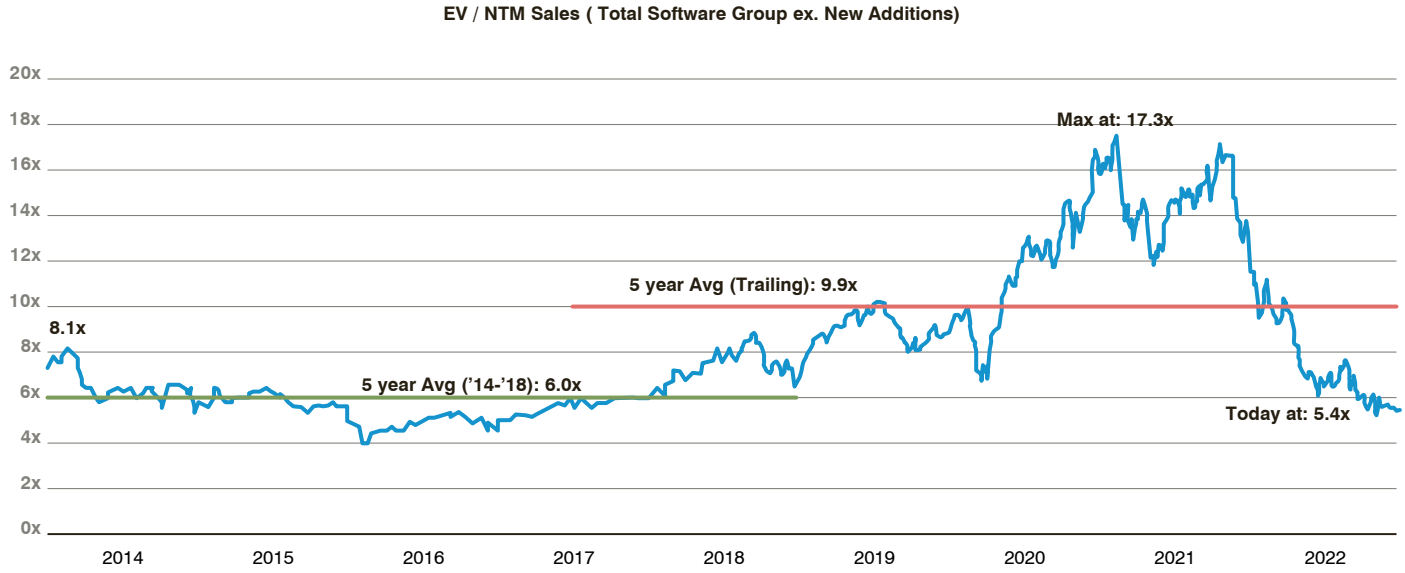
En el cuarto trimestre, las empresas de software como servicio (SaaS) siguieron sufriendo la presión de las condiciones macroeconómicas. Varias empresas destacaron la prolongación de los ciclos de ventas, y los clientes de pequeñas y medianas empresas se vieron más afectados que las empresas. Sin embargo, ¿qué parte de la devaluación ha estado relacionada con los fundamentales? La cesta Goldman Sachs US Expensive Basket, compuesta por valores estadounidenses de software de crecimiento con los múltiplos de valor de empresa (VE)/ ventas más elevados del grupo, bajó un 56,8% a lo largo de 2022. La acción mediana de la cesta se ha abaratado en la actualidad a 8,73 EV/ventas, mientras que si comparamos las ventas medianas actuales a 886,74 frente a las anteriores (véase la tabla siguiente), podemos deducir que el EV impulsó el cambio de valoración. Nuestra tesis principal es que las empresas verdaderamente disruptivas crecen a pesar de las recesiones, y hemos visto que los beneficios por acción se han revisado al alza a lo largo de 2022.

Fin de año	Múltiplo VE/Ventas	Mediana de ventas
2020	16.92	132.96
2021	15.73	900.28
2022	8.73	886.74

Fuente: Goldman Sachs

La figura 4, elaborada por Morgan Stanley, ayuda a visualizar el cambio entre el valor de la empresa y las ventas de los próximos 12 meses para el conjunto del grupo de software. El múltiplo se sitúa ahora en 5,4 veces, un 46% por debajo de la media de los últimos cinco años.

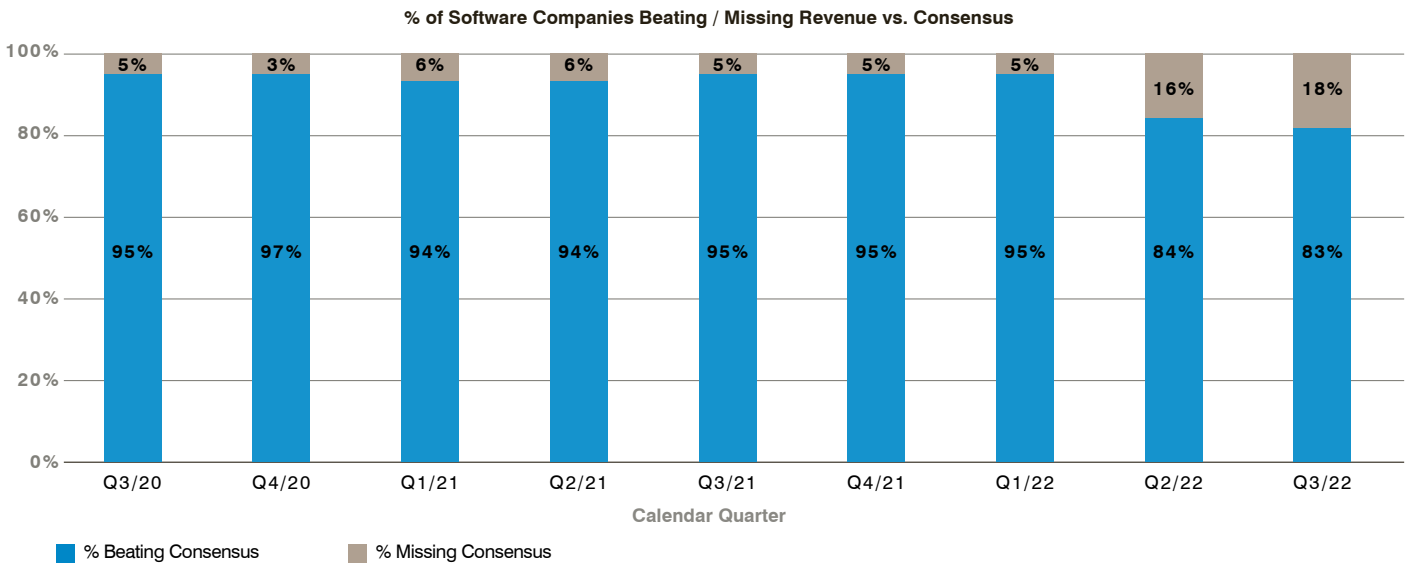
Gráfico 4: Cobertura global del software, un 46% por debajo de la media de los últimos 5 años



Fuente: Morgan Stanley. Los resultados pasados no son un indicador de los resultados futuros ni de las tendencias actuales o futuras.

El gráfico 5 muestra que el 83% de las empresas de software siguen superando el consenso en beneficios, aunque en menor medida que en trimestres anteriores y en menor magnitud, con un 2,1% en el tercer trimestre de 2022 frente al máximo del conjunto de datos del 4,8% en el segundo trimestre de 2021.

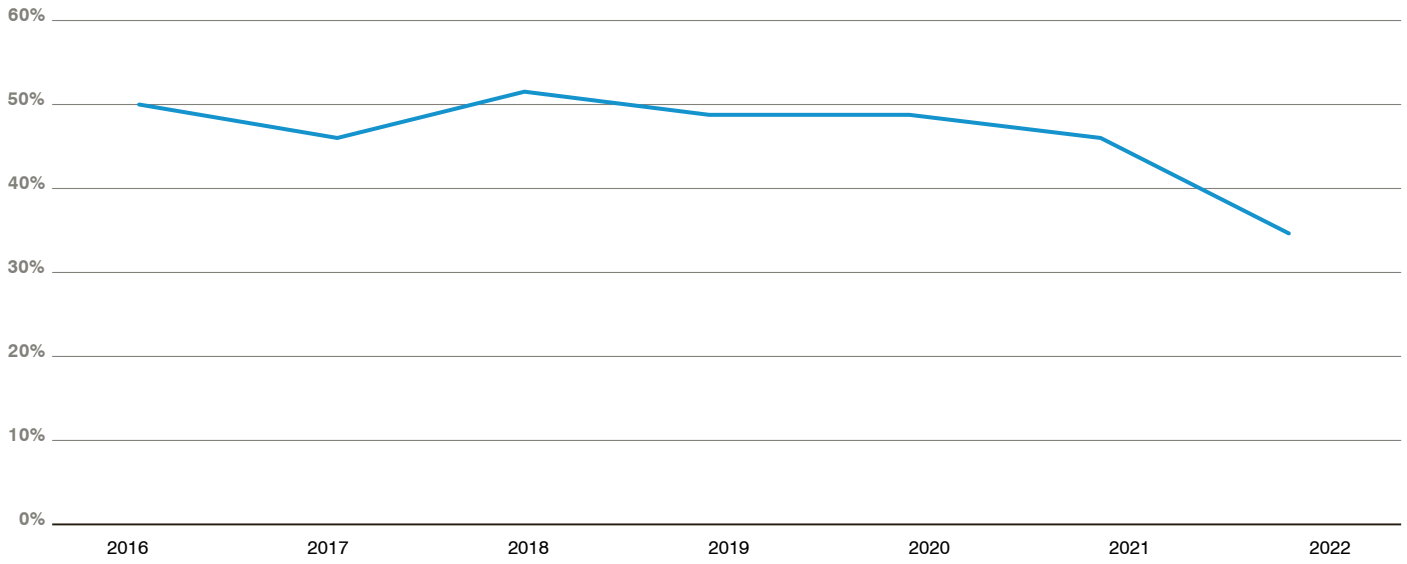
Gráfico 5:



Fuente: Morgan Stanley Research,VisibleAlpha, datos de la empresa. Los resultados pasados no son un indicador de los resultados futuros ni de las tendencias actuales o futuras.

Desde el punto de vista del margen operativo, las empresas de SaaS tienen la capacidad de ofrecer las mejores cifras de su clase. En cuanto a los costes principales, las empresas de alto crecimiento se concentran en el coste de los bienes vendidos (COGS), la investigación y el desarrollo (I+D) y los gastos generales y administrativos (G&A). Las grandes empresas de SaaS en fase avanzada también han reducido su plantilla, incluyendo las ventas y el marketing (S&M), con la diferencia de que las empresas de alto crecimiento tienen menos oportunidades de reducir su plantilla mientras equilibran crecimiento y rentabilidad. Sin embargo, estamos empezando a ver un enfoque más comedido en la contratación de S&M para los nombres de alto crecimiento, ya que empiezan a llegar al punto en el que un dólar marginal de gasto en S&M es menos eficiente en el nivel de producción de ingresos. Prueba de ello es el reciente descenso de la Regla del 40.

Gráfico 6: Regla del 40 = Crecimiento de los ingresos + Margen FCF.



Fuente: FactSet, datos de la empresa, Goldman Sachs Global Investment Research. Los resultados pasados no son un indicador de los resultados futuros ni de las tendencias actuales o futuras.

Con las valoraciones actuales, los múltiplos del software siguen viéndose respaldados en estos niveles, y un ejemplo de ello es la actividad de fusiones y adquisiciones a través del capital riesgo. El cuarto trimestre continuó la tendencia de transacciones de software respaldadas por capital privado, con 11 grandes operaciones anunciadas en lo que va de año. Con una de las mayores recaudaciones de fondos de compra centrada en la tecnología que se produjo en el trimestre, deberíamos esperar que continúen los anuncios. Es probable que los objetivos continúen en el ámbito de la ciberseguridad y la planificación de recursos empresariales, con empresas que tengan oportunidades significativas de aumentar el flujo de caja libre (FCF) y el margen operativo. También podríamos ver operaciones relativamente más apalancadas, dada la durabilidad del crecimiento en los nombres de software.

Con el crecimiento continuado de las empresas de SaaS y la adopción de un enfoque más disciplinado en la gestión de sus respectivos negocios, vemos fundamentalmente un gran potencial alcista en las empresas que consideramos disruptivas en su sector. Los directores de informática esperan que los presupuestos de TI sigan creciendo en los próximos años como porcentaje de los ingresos y vemos que las tendencias de crecimiento secular siguen intactas.

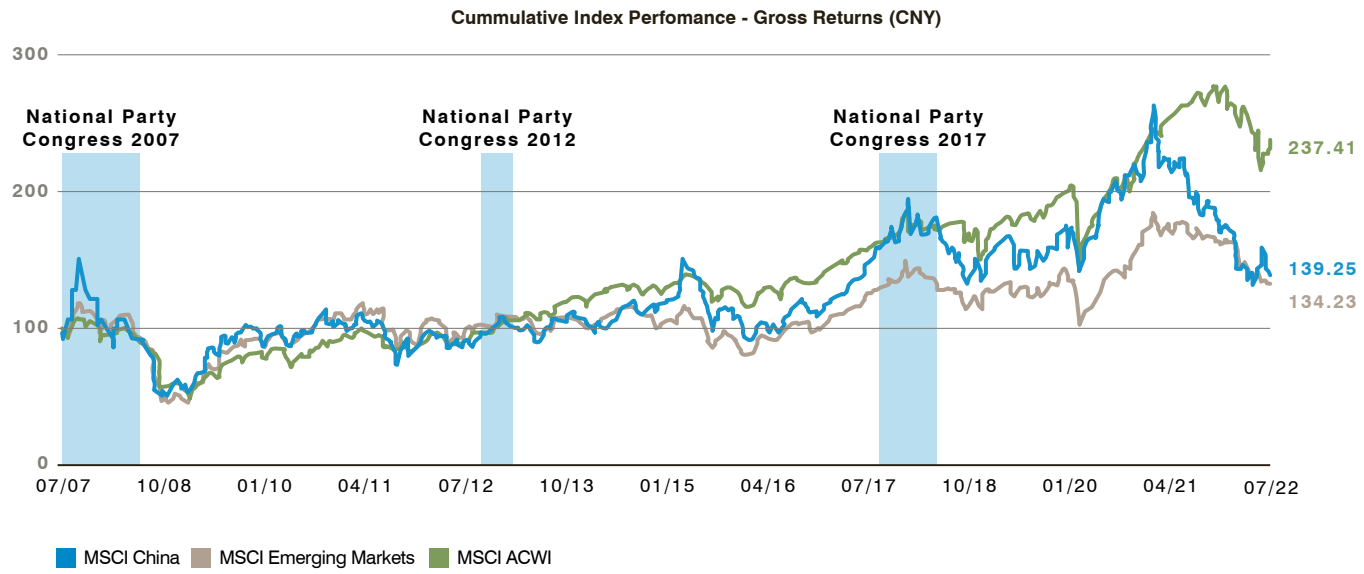
La gran remontada de la renta variable china en 2022

Wendy Chen

La experiencia de negociar con renta variable china en 2022 se asemeja a la de probar deportes extremos: si bien el mercado experimentó una notable volatilidad con dos mínimos históricos (a mediados de marzo y a finales de octubre), seguidos de fuertes repuntes, el mercado se dirigió a 2023 con una nota alta y un marcador de rendimiento superior para todo el año 2022. El índice MSCI China y el KWEB (un sustituto de los valores de Internet chinos cotizados en EE.UU.) bajaron un 23% y un 17%, respectivamente, en 2022, mientras que el NASDAQ y el ARKK bajaron un 33% y un 67%.

El año 2022 comenzó con un tono apagado para China tras la caída del 22% y el 50%, respectivamente, del índice MSCI China y el KWEB durante el ciclo de endurecimiento de la regulación en 2021. En medio de la creciente preocupación por la postura del país en la guerra entre Rusia y Ucrania, los índices chinos alcanzaron un mínimo histórico, aunque rápidamente le siguió el mayor volumen de negociación y rebote de precios de un día tras el alentador discurso del Viceprimer Ministro Liu He. La negociación en el segundo trimestre estuvo dominada por el entusiasmo de la reapertura cuando Shanghái salió del bloqueo en junio, aunque en el tercer trimestre el sentimiento positivo se desvaneció al resurgir las restricciones por la pandemia. La negatividad alcanzó su punto álgido al inicio del Congreso Nacional del Partido (CNP) en octubre, con otro mínimo histórico para el mercado. Sin embargo, la histórica jornada bursátil en forma de V se repitió, ya que la reacción negativa inicial del mercado ante la arrolladora victoria del Presidente Xi se vio rápidamente superada por el optimismo ante un ciclo de relajación de las políticas para impulsar el crecimiento económico bajo el nuevo liderazgo. Este patrón de rendimiento superior también coincidió con nuestra observación histórica de la fortaleza relativa de la renta variable china tras los Congresos del Partido.

Gráfico 7: Rentabilidad de la renta variable china (julio 2007-julio 2022)



Fuente: MSCI. Las rentabilidades pasadas no son un indicador de rentabilidades futuras ni de tendencias actuales o futuras.

El cuarto trimestre marcó el punto de inflexión

China sorprendió a la calle con la pronta conclusión de su política de tres años de Covid-cero, con una relajación total de las restricciones de Covid a nivel nacional el 7 de diciembre y la eliminación de las restricciones a los viajes internacionales a partir del 8 de enero de 2023. Un giro de 180 grados tan drástico antes del final del invierno superaba las mejores expectativas del mercado, ya que incluso el consenso positivo preveía una relajación de las restricciones nacionales de Covid en torno a abril de 2023 (tras la Asamblea Popular Nacional de 2023) y una amplia reapertura al resto del mundo prevista sólo en la segunda mitad de 2023. Además, la mayoría esperaba una salida en zig-zag de Covid cero para acomodar el progreso de la vacunación y la creación de recursos médicos, por lo que una reversión tan abrupta planteó preguntas sobre el fundamento de la toma de decisiones políticas sobre Covid.

En nuestra opinión, el éxito de la sucesión de la cúpula directiva allanó el camino para un ciclo político renovado, mientras que el calendario acelerado probablemente se vio impulsado tanto por la realidad macroeconómica en declive como por los movimientos civiles sin precedentes.

Reapertura de Trading China en 2023

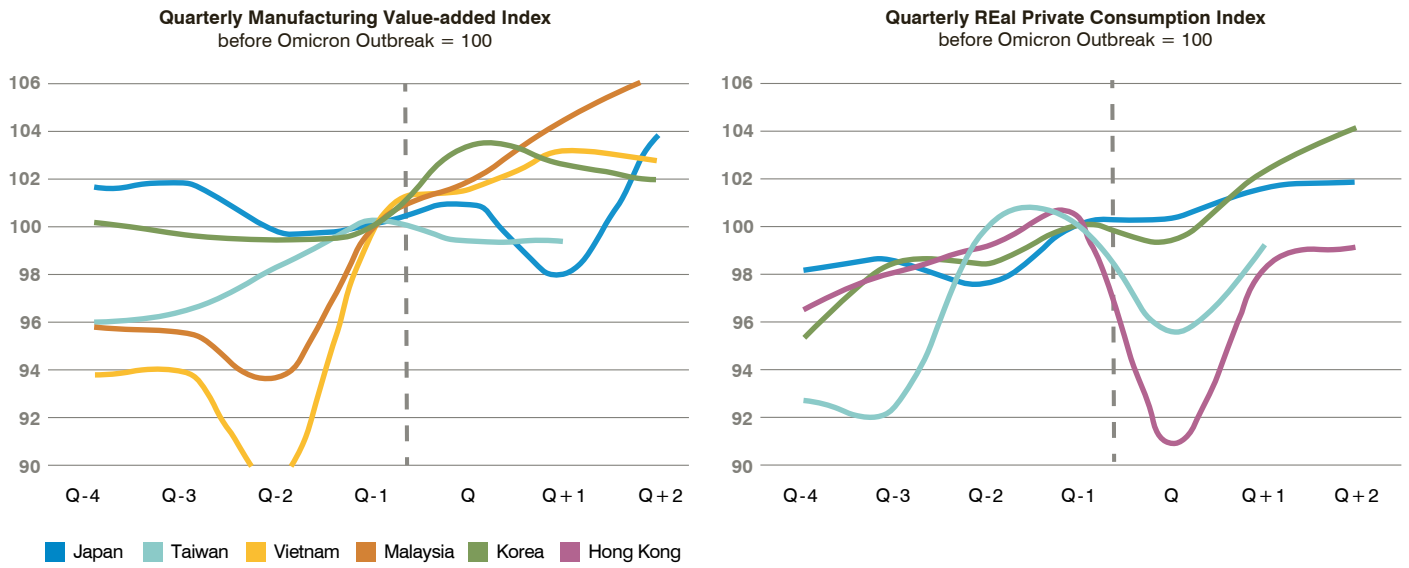
Contratiempo inicial de la reapertura: lecciones de los vecinos asiáticos

Los mercados acogieron con satisfacción la tan esperada salida de la política de Covid-cero, con un fuerte impulso a la renta variable china a partir de principios de diciembre: el índice MSCI China y el índice KWEB subieron un 23% y un 43%, respectivamente, en poco más de un mes. Dado que el Covid-cero y el desapalancamiento inmobiliario han sido sin duda los dos principales obstáculos a los que se ha enfrentado la economía china y que han dificultado la capacidad de inversión, la eliminación gradual de las restricciones del Covid y la relajación progresiva de las restricciones inmobiliarias han modificado sin duda el clima inversor de cara a 2023.

Esta drástica eliminación de todas las restricciones relacionadas con el Covid en medio de la temporada de gripe invernal y una vacunación poco satisfactoria provocó un aumento de los casos de Covid en todo el país, junto con la preocupación por una carrera hospitalaria. Sin embargo, el pico de infecciones por Covid en China parece estar produciéndose más rápido de lo que la mayoría esperaba: es probable que la mayoría de las principales ciudades chinas alcancen el pico de infección el 20 de enero, antes de la temporada del Año Nuevo chino, según los modelos de los científicos de datos, sometidos a pruebas retrospectivas con datos de Taiwán y Hong Kong.

A pesar del impacto temporal en la movilidad y el consumo del repunte de los contagios, nos parece que la mayoría de los inversores miran más allá del cuarto trimestre, con un noviembre y un diciembre débiles, como es de esperar. Si se observa la experiencia de reapertura en otros países asiáticos, es probable que el consumo se recupere en el plazo de un trimestre (véanse los gráficos siguientes).

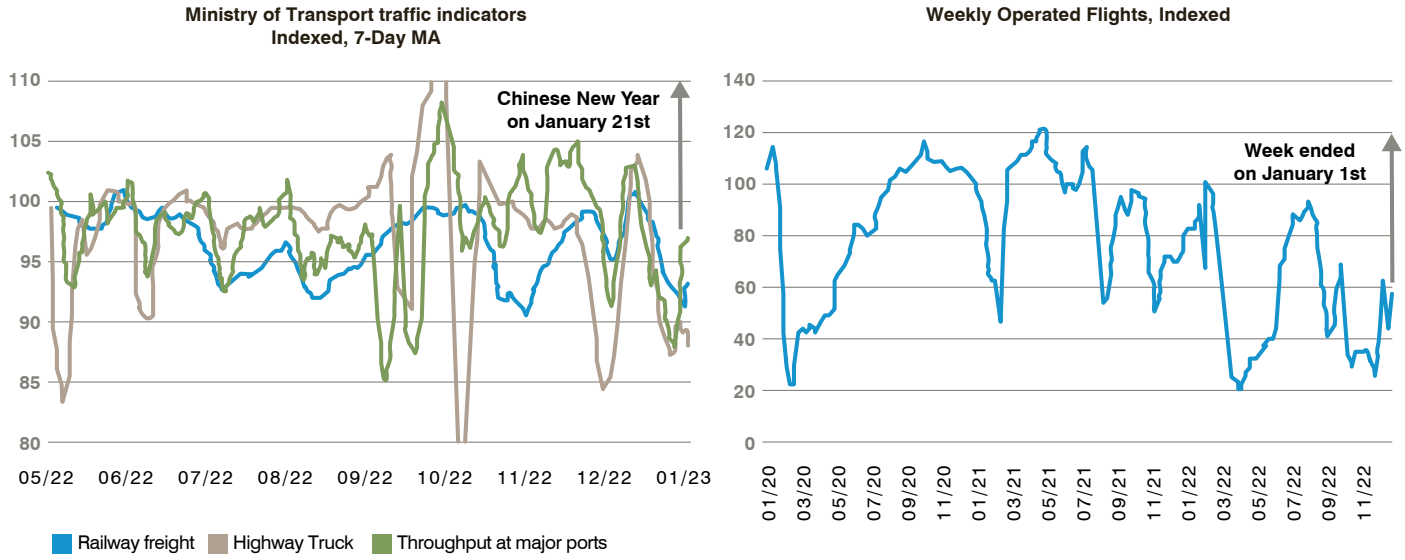
Gráfico 8: La experiencia de reapertura de los países asiáticos sugiere una recuperación suave de las cadenas de suministro, mientras que la recuperación de los problemas iniciales de consumo en un contexto de aumento de los casos es probable que se produzca en un trimestre.



Fuente: Morgan Stanley

Además, el impacto inicial en las cadenas de suministro, que preocupa más a China y al comercio mundial, no es especialmente visible desde la experiencia de los vecinos asiáticos. Esperamos que la reapertura beneficie primero a la logística al eliminarse el cuello de botella del tráfico, seguida de la reanudación de la industria manufacturera al recuperarse los trabajadores de la infección, y después de una reactivación del consumo y el turismo al reanudarse la movilidad de los consumidores, unida a un inicio más temprano de las promociones del Año Nuevo chino a finales de enero. Aunque el aumento de los casos de Covid y el adelanto del Año Nuevo Chino a 2023 podrían afectar a la confianza en el consumo en el primer trimestre, los índices de movilidad y logística de las principales ciudades están repuntando rápidamente, lo que indica que la recuperación está en marcha y conduce a una mejora de las previsiones para el segundo trimestre (véanse los gráficos a continuación).

Gráfico 9: Mit Blick auf das Jahr 2023 hat sich die chinesische Mobilität wieder erholt und wird mit dem ersten uneingeschränkten chinesischen Neujahrsfest wahrscheinlich ihren bisherigen Höchststand übertreffen



Fuente: CEIC, Morgan Stanley. Los resultados pasados no son un indicador de los resultados futuros ni de las tendencias actuales o futuras.

Retorno del consumismo: impulsado desde abajo

Consideramos que esta ronda de recuperación del consumo tras la reapertura de China será más orgánica que impulsada por estímulos. Podría decirse que los tres últimos años de pruebas masivas de Covid y de restricciones a las actividades empresariales han agotado el margen de maniobra de la política fiscal, lo que significa una menor probabilidad de envío de vales de consumo, como hemos presenciado en Hong Kong. Aunque el gobierno central está desplegando gradualmente la política de estímulo inmobiliario, es probable que las misiones de fomento del consumo se gestionen a nivel local, ya que las autoridades locales no necesitarán derrochar capacidad fiscal para cumplir los indicadores clave de rendimiento relacionados con Covid. El Banco Popular de China puede seguir siendo acomodaticio en la primera fase de la reapertura, pero es probable que poco a poco se vuelva más consciente de los riesgos de reflación.

Es probable que el retorno del crecimiento chino mantenga al alza los tipos de interés y los beneficios bursátiles y respalde la moneda, el RMB. La recuperación de la confianza de los inversores parece estar en marcha, y la renta variable de Hong Kong y China ha experimentado un salto significativo desde principios de diciembre. El festín no es sólo para la renta variable china: incluso antes de que China anunciara oficialmente su reapertura, los valores mundiales expuestos a los consumidores y turistas chinos, a saber, el consumo de Hong Kong, el juego de Macao, el turismo de la ASEAN y el turismo de Japón, ya vieron la pauta de caída y subida en noviembre antes de que lo hiciera el mercado chino, anticipando el impulso de uno de los mayores grupos de consumidores del mundo que se desataba tras tres años de cierre de fronteras.

Reflexiones y observaciones desde Japón

Kevin Kruczynski

Los lectores habituales sabrán que la Industria 4.0 es un área de interés para nosotros y, dado que Japón ha sido durante mucho tiempo un actor importante en el panorama industrial mundial, no es de extrañar que varias empresas japonesas hayan surgido como líderes en áreas como la automatización, la visión artificial, los sensores y la robótica, lo que alimenta directamente este tema. En noviembre visitamos Tokio para reunirnos con empresas, consultores y expertos en este campo, y asistimos a la Feria Internacional de Máquinas-Herramienta de Japón (JIMTOF), un evento bianual que sirve de escaparate para las nuevas tecnologías de fabricación.

¿Ponerse al día en el cambio digital?

Las empresas japonesas han sido reacias a abandonar los sistemas heredados, como demuestran las cifras de penetración de la nube en Japón, pero el tono de muchas de nuestras reuniones sugiere que esto está empezando a cambiar. Los equipos directivos están adoptando por fin el cambio digital, y muchos mencionaron las inversiones en nuevos sistemas de gestión de relaciones con los clientes (CRM), planificación de recursos empresariales (ERP), gestión del ciclo de vida del producto (PLM) y diseño asistido por ordenador (CAD) como elementos clave para ayudar a alcanzar los objetivos de beneficios y eficiencia a medio plazo. El cambio digital también ha sido adoptado por la población en general, donde los pagos digitales sin efectivo han hecho importantes avances en los últimos tres años. Por ejemplo, la App de pago con código QR de PayPay se lanzó a finales de 2018 y ahora cuenta con más de 51 millones de usuarios y es aceptada por 3,9 millones de comerciantes, un logro asombroso en una economía famosamente impulsada por el efectivo.

Eficiencia energética

La descarbonización y las consideraciones medioambientales son prioritarias para la mayoría de las empresas, y la eficiencia energética es una fuente clave de diferenciación entre las ofertas de productos a lo largo de toda la cadena de valor, desde los proveedores de componentes como rodamientos y válvulas hasta los integradores de sistemas. Todos ellos se mostraron dispuestos a destacar sus credenciales medioambientales, las ganancias incrementales de productividad derivadas de una mayor precisión y los menores periodos de recuperación de la inversión que supone cambiar a productos y componentes más eficientes energéticamente en el actual entorno de precios de la energía.

La desglobalización conduce a la deslocalización y al cambio de los modelos de producción

China sigue siendo una importante base de fabricación, pero los proveedores de equipos informan claramente de un aumento de los pedidos procedentes de Estados Unidos y otros países como Vietnam y la India, lo que sugiere que los fabricantes están respondiendo a las tensiones geopolíticas y a los incentivos gubernamentales ampliando sus huellas de fabricación.

La cartera de pedidos sigue siendo elevada, pero se espera una ralentización

Una combinación de cuellos de botella en la cadena de suministro a corto plazo y tendencias seculares a largo plazo han contribuido a llenar las carteras de pedidos más de lo habitual. De hecho, muchas empresas con las que hemos hablado tienen las carteras de pedidos más altas de su historia. Aunque la mayoría de los participantes esperan cierto grado de ralentización en los próximos trimestres, ya que la demanda de ciertos productos subyacentes, como la electrónica personal y los smartphones, sigue debilitándose. Muchas empresas reconocen también que es probable que se haya producido un cierto grado de duplicación de pedidos. Algunos sugieren que esto podría representar hasta el 30% de sus carteras de pedidos, pero incluso después de contabilizar esto, todavía queda una saludable cartera de pedidos para trabajar, lo que debería proporcionar un colchón durante un retroceso cíclico.

Los robots colaborativos han desbloqueado nuevos casos de uso

Los sectores de la automoción y la electrónica han sido los primeros en adoptar tecnologías de fabricación avanzadas, que se colocaban fácilmente en líneas de producción estáticas y bien organizadas. Con la aparición de robots colaborativos más pequeños y baratos, diseñados para compartir el espacio de trabajo con los humanos, la automatización ha sido adoptada por un abanico mucho más amplio de industrias, como la farmacéutica, la alimentaria y la logística.

Los robots son cada vez más inteligentes y ofrecen más posibilidades de uso

Los avances en inteligencia artificial, visión artificial y tecnología de sensores están haciendo más inteligentes a los robots y abriendo nuevas posibilidades de uso. Vimos demostraciones de robots con diversas combinaciones de sensores y otros accesorios de hardware capaces de realizar tareas más sofisticadas. Incluso vimos varios ejemplos en los que un robot manejaba máquinas herramienta antiguas no automatizadas. Una empresa estimó que alrededor de la mitad de las máquinas herramienta que se venden hoy en día en Japón se manejan con un robot, en comparación con alrededor del 20% en 2018.

La Internet industrial de los objetos impulsa el conocimiento de los datos y la eficiencia

Fanuc demostró su sistema FIELD, que es una plataforma de Internet de las Cosas (IoT) que permite a los usuarios conectar máquinas de producción de diferentes fabricantes y generaciones, permitiendo la recopilación y el análisis de datos a lo largo de todo el proceso de producción. Esto ayuda con el mantenimiento predictivo, disminuyendo el tiempo de inactividad del equipo y mejorando la eficiencia operativa. En todo el mundo, Fanuc cuenta ya con más de 30 000 robots conectados y que utilizan su sistema Zero Downtime, que supervisa el estado mecánico, del proceso y del sistema, lo que equivale al 4 % de su base instalada, por lo que tiene mucho margen para crecer.

La impresión 3D y la fabricación aditiva aún no están listas para la producción en masa

La gama de aplicaciones que vimos fue bastante decepcionante y sugiere que la fabricación aditiva sigue siendo más adecuada para pequeñas series de producción que para formar parte de un sistema de producción en masa.

Hace tiempo que pensamos que la fabricación inteligente, con fábricas más eficientes e inteligentes, es el futuro de la industria manufacturera, y recibimos una visión exhaustiva de las tecnologías de componentes que lo están haciendo posible. En contraste con el pesimismo de los mercados financieros, el ambiente desde el terreno era boyante. Las empresas no son ajenas a la desaceleración macroeconómica, pero creen que se puede gestionar el impacto de la ralentización. Las carteras de pedidos son elevadas, ya que la escasez de mano de obra y los altos precios de la energía impulsan la necesidad de invertir en eficiencia. Esta dinámica, unida a factores como el cambio a los vehículos eléctricos, los cuellos de botella en la cadena de suministro expuestos por Covid y las tensiones geopolíticas, que han puesto de relieve la necesidad de replantearse y reconfigurar las huellas de la producción mundial, se han combinado para crear un ciclo de capex que está algo alejado de las tendencias normales de producción económicamente sensibles.

Outlook

Mark Hawtin

Parece una especie de disco rayado al llegar a la sección de perspectivas de este último boletín. La renta variable de duración ha sido duramente castigada por sus características de alto crecimiento y, a menudo, de pérdidas. Este castigo no ha disminuido a medida que las valoraciones parecen alcanzar niveles baratos y aún más baratos. Gran parte de esto puede atribuirse a las tendencias macroeconómicas en juego, en las que la incertidumbre sobre la senda de la inflación y los tipos de interés siguió siendo muy poco clara a lo largo del año. La venta de duración de renta variable se convirtió en una opción macroeconómica al margen de los fundamentales, por lo que, en nuestra opinión, el año terminó con una valoración muy atractiva de muchos valores.

Tenemos la firme convicción de que la pieza de valoración del rompecabezas permanece intacta y que las empresas disruptivas correctamente elegidas crecerán a través de cualquier desaceleración o recesión. En la sección anterior sobre disrupción - valoración frente a fundamentales, puede verse que, al menos por ahora, ocho de cada 10 empresas de software han recibido revisiones positivas de sus beneficios. Esperamos que esto siga siendo así, ya que las empresas son capaces de autogestionar cualquier debilitamiento de la demanda a corto plazo recortando costes tras años de excesos fáciles.

Las aguas se enturbian, creemos, por la fortuna de los ganadores de la plataforma: las empresas dominantes que prevalecieron y crecieron durante los últimos 10-15 años. Su enorme tamaño las ha hecho económicamente sensibles en muchos casos. Las ventas combinadas de Apple, Microsoft, Google, Meta, Amazon y Tesla ascendieron a 1,538 billones de dólares en 2022. A finales de 2021, el consenso de analistas de Bloomberg preveía unas ventas para ese grupo de 1,776 billones de dólares, lo que suponía un aumento del 15%. A finales de 2022, esa previsión había caído, con lo que se espera que los ingresos crezcan sólo un 7% en 2023. Para una parte tan importante del universo de crecimiento por capitalización bursátil, esto es significativo y pone de relieve las preocupaciones de los inversores. De hecho, es bastante razonable creer que esta expectativa puede caer aún más. Pero eso no viene al caso. Estos son los ganadores del último cambio generacional: el cambio a la economía de plataformas. Los próximos 10 años girarán en torno a Digital 4.0: la conectividad de todo y los beneficios derivados para las empresas tradicionales de los sectores sanitario, industrial, del transporte y financiero; en este sentido, las empresas más disruptivas deberían crecer durante la recesión, de forma similar a lo que hicieron Salesforce y Amazon en la última (2008/09).

Goldman Sachs estima que, entrando en 2023, los beneficios del S&P aumentarán un 3% para todo el año[6]. Se trata del nivel más bajo de expectativas registrado y es la mitad del siguiente peor año, 2009, donde el crecimiento esperado de los beneficios a principios de 2009 era del +6%. En resumen, el pesimismo es grande y las preocupaciones profundas. Seguimos creyendo que estamos cerca de tocar fondo para los activos de duración. El momento exacto es difícil de predecir, pero un posible catalizador podría ser un acontecimiento de reajuste en torno a los beneficios del cuarto trimestre y el ciclo de orientaciones para 2023, desde finales de enero hasta finales del primer trimestre. Seguimos atentos a cualquier señal clara para aprovechar las atractivas valoraciones.

[6]Fuente: US Stocks are Forecast to Have Less Pain but No Gain in 2023 (goldmansachs.com)

Para más información, visite GAM.com

Información jurídica importante:

La información contenida en este documento se facilita únicamente a efectos informativos y no constituye asesoramiento en materia de inversión. Las opiniones y valoraciones contenidas en este documento pueden cambiar y reflejan el punto de vista de GAM en el entorno económico actual. No se aceptará ninguna responsabilidad por la exactitud e integridad de la información. Los resultados pasados no son un indicador fiable de las tendencias actuales o futuras. Los instrumentos financieros mencionados se proporcionan únicamente con fines ilustrativos y no se considerarán una oferta directa, una recomendación de inversión o un asesoramiento de inversión. La referencia a un valor no constituye una recomendación de compra o venta de dicho valor. Los valores enumerados y los ejemplos proporcionados se seleccionaron del universo de valores cubiertos por los gestores de cartera para ayudar al lector a comprender mejor los temas presentados. Los valores mencionados en este material no forman parte necesariamente de ninguna cartera ni representan recomendación alguna de los gestores de cartera. No se garantiza que las previsiones se cumplan.

2609 16/01/2023

GAM Investments