

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

2T 2023

Redactado por James Macpherson

2023 ha resultado ser un entorno incómodo para los inversores. A principios de año se esperaba que la inflación se invirtiera, pero la solidez del empleo lo ha impedido. A continuación, la crisis de los bancos regionales estadounidenses hizo que las expectativas de tipos de interés dieran marcha atrás. Desde entonces, la persistente fortaleza de la economía, las fuertes presiones inflacionistas y el breve pánico suscitado por el techo de la deuda estadounidense han obligado a los tipos de interés a volver a subir. Tras las brutales pérdidas de los bonos el año pasado, el resultado a mediados de año es sólo una pequeña recuperación. Esta incertidumbre ha mermado de confianza a los mercados de renta variable, provocando una divergencia extrema de resultados entre los valores tecnológicos de gran capitalización y todo lo demás. El mejor ejemplo de esta divergencia es Estados Unidos, donde el Dow ha registrado un rendimiento del 3,8% en lo que va de año, mientras que el índice tecnológico de gran capitalización, el Nasdaq 100, ha ganado un 38,7%. El rendimiento del S&P500, del 15,9%, se debió casi exclusivamente a siete valores: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta y Facebook. La mayoría de estos valores son beneficiarios de la IA (Inteligencia Artificial), y el resto del mercado apenas se ha movido. Así pues, la historia del año ha sido que los nerviosos inversores, inseguros de la dirección de la inflación, los tipos de interés y el crecimiento, se han agrupado en el único ámbito que ha ofrecido certidumbre, empujando los precios de las acciones de estas empresas a un nivel que parece ampliado. Ha sido un entorno difícil para una estrategia diversificada.

Esta tensión en los mercados ha sido provocada por la inflación y la consiguiente subida de los tipos de interés. Tras más de una década de tipos de interés cercanos a cero, cuando la Reserva Federal los subió 500 puntos básicos en catorce meses, tenía que haber algunas bajas. Las empresas más especulativas, que necesitan frecuentes ampliaciones de capital para seguir adelante, están en serios apuros. Pero la restricción de la liquidez está ejerciendo presión sobre prestatarios mucho mayores. La lira turca ha caído un 40% este año debido a la preocupación por las políticas económicas de su gobierno, y el mercado de bonos del Reino Unido se ha debilitado al tener menos éxito en la contención de la inflación. La crisis bancaria regional de Estados Unidos es otro ejemplo. A pesar de una montaña de legislación destinada a prevenir los problemas financieros, EE.UU. ha sufrido 3 de las 4 mayores quiebras bancarias de su historia. Esto plantea la cuestión de si el nivel de tipos de interés necesario para controlar la inflación es más alto de lo que puede soportar la arquitectura financiera de EE.UU. y otros países derrochadores. La Reserva Federal ha dicho que está decidida a reducir la inflación hasta su objetivo del 2%, pero esto puede resultar demasiado doloroso. Si se rompen demasiadas cosas, puede que se vean obligados a dejar que la inflación se sitúe en un nivel más alto. La crisis bancaria en curso, la caída del sector inmobiliario comercial y la continua preocupación por la recesión dificultan aún más las decisiones de la Reserva Federal.

El interés por la Inteligencia Artificial (IA) ha dominado la actualidad bursátil este año. La IA utiliza potentes ordenadores para analizar y predecir datos de forma eficiente, y está alcanzando un nivel en el que puede igualar la capacidad humana en algunas áreas. Las máquinas de IA ya son capaces de aprobar el examen de acceso a la abogacía en

Estados Unidos y de escribir código para ingenieros de software. Y lo que es más alarmante, un experimentado piloto militar estadounidense perdió un combate simulado contra un competidor controlado por inteligencia artificial. Todo lo relacionado con la economía, la sanidad y la guerra puede verse afectado por la IA. Los ordenadores podrán detectar el cáncer años antes de que se formen los tumores y ayudar a resolver los problemas de la pobreza y el calentamiento global. Igualmente, podrán romper todas las formas de encriptación, revelando todos los secretos militares y civiles. A corto plazo, la mejor aplicación de la IA puede ser su capacidad para reducir los errores en la economía. Los minoristas pueden utilizar la IA combinada con RFID (una etiqueta inalámbrica) para gestionar su inventario con una precisión milimétrica. Al saber exactamente dónde están sus existencias y cuándo se venden, pueden gestionar sus cadenas de suministro y su inventario de forma más eficiente. Avery Dennison ha afirmado que esta eficiencia puede reducir los costes laborales hasta en un 50% en la cadena de suministro minorista de alimentos. El mismo proceso puede aplicarse a ámbitos como las piezas de automóvil, los paquetes y el correo, la mercancía general, la ropa, los productos de cuidado personal, el equipaje de las aerolíneas, etc. La repentina omnipresencia de la IA ha cogido por sorpresa a los gobiernos, y la regulación tendrá que ponerse al día. En la actualidad, la IA está menos regulada que preparar un sándwich en una cafetería. Sin embargo, como la IA está empezando a amenazar a los empleos de cuello blanco, ya que esta cohorte tiene más peso político que los trabajadores de cuello azul, el rechazo será feroz.

A pesar del rendimiento superior de la tecnología este año, es probable que continúe la rotación desde los valores tecnológicos y de crecimiento hacia los valores cíclicos y de uso intensivo de activos. Los valores de calidad han disfrutado de una década de rentabilidad espectacular, pero gran parte de la razón es que empezaron con valoraciones bajas. En 2010, el rendimiento del flujo de caja libre de un valor típico de crecimiento de calidad era de alrededor del 6-7%, mientras que ahora se aproxima al 3%. El crecimiento de sus beneficios durante el periodo ha sido constante pero, en la mayoría de los casos, no espectacular. Algunos ejemplos ilustran este punto. Oriental Land, la empresa japonesa que explota la franquicia Disney en Japón, apenas ha registrado crecimiento de beneficios en los últimos cinco años y, sin embargo, su ratio PE se ha duplicado hasta superar las 100 veces. Los beneficios de Amazon se han duplicado en los últimos cinco años, pero su ratio PE se ha disparado hasta 130 veces. Nvidia, que está en el centro del entusiasmo por la IA y disfruta de un fuerte crecimiento de los beneficios, multiplica por 200 sus beneficios y tiene una valoración de mercado de 25 veces las ventas. Para una empresa madura, cualquier valor superior a 10 veces las ventas suele indicar que la empresa está entrando en un territorio extremadamente sobrevalorado. Lo que esto demuestra es que, a pesar de sus excelentes negocios fundamentales, muchos valores de gran difusión están muy caros, incluso en relación con su propia historia. También hay razones para pensar que la rentabilidad de las empresas de TI puede ser menor en el futuro. La última década ha sido testigo de una enorme inversión en innovación y tecnología, que ha dejado al mundo inundado de juegos en línea, servicios de streaming de vídeo y aplicaciones de reparto de comida. Esta inversión fue posible gracias a la baja inflación y al bajo coste del capital. Ahora, la

prioridad de la inversión se centra en las industrias de gran consumo de activos, como la defensa, las energías renovables y la reubicación de las cadenas de suministro en los mercados nacionales occidentales. La pandemia de Covid y la guerra de Ucrania pusieron de manifiesto la fragilidad de depender de rivales estratégicos para suministros vitales y, en consecuencia, se dará prioridad a la seguridad de la cadena de suministro sobre el coste de producción. Esto dará un impulso a la demanda en industrias que han sufrido una escasez de inversiones durante años. Las empresas de estos sectores tienen calificaciones bajas y perspectivas de crecimiento decentes, y si sus beneficios empiezan a repuntar, los inversores deberían empezar a rotar de nuevo hacia ellos. Esta rotación puede incluir la reducción de la exposición a EE.UU. El mercado de valores estadounidense ha sido, con diferencia, el que mejor se ha comportado en los últimos quince años, gracias al mayor crecimiento del PIB, los tipos de interés más altos y el mejor comportamiento de la bolsa. Con la excepción de la manía de la IA, ahora es menos obvio que EE.UU. sea excepcional en estos aspectos, y tiene una crisis bancaria. El resto del mundo está acortando distancias. Dado que EE.UU. representa el 70% del Índice Mundial, si los inversores reasignaran el 5% a otros lugares, eso supondría que billones de dólares irían a parar a otros mercados.

Dados los bajos valores de partida de algunos sectores, la revalorización podría ser espectacular. Los valores energéticos y de materias primas han obtenido malos resultados en los últimos doce meses. La demanda de petróleo ha aumentado con la reapertura de China, mientras que la oferta se ha visto restringida por la OPEP, y la producción puede estar alcanzando su máximo en EE.UU., y los inventarios han caído a niveles bajos. Si la demanda se mantiene firme, el precio del petróleo se verá presionado al alza durante la segunda mitad del año. Las perspectivas para otras materias primas son sólidas debido a la transición a la energía verde, que requiere grandes cantidades de materiales críticos como el cobre y el litio. Asimismo, el sector sanitario presenta unas perspectivas sólidas basadas en el envejecimiento demográfico mundial y la fuerte innovación en nuevos medicamentos. El mercado japonés se está comportando bien, alentado por múltiples iniciativas del gobierno y la bolsa. Esto ha generado un cambio en el comportamiento de las empresas, que se ven sometidas a una fuerte presión para aumentar su rentabilidad. Además, la inflación más alta registrada en Japón en los últimos cuarenta años da a las empresas japonesas poder de fijación de precios en el mercado nacional. El recorte de costes que las empresas emprendieron para sobrevivir a la deflación significa que el crecimiento de los ingresos se traducirá directamente en un aumento de los beneficios. Los mercados emergentes han soportado una década de resultados irregulares. Selectivamente hay mucho valor, sobre todo en Hong Kong y los mercados de la ASEAN, donde muchas empresas cotizan con rentabilidades por dividendo superiores a sus ratios PE, la definición de valor.

La inflación, la recesión y la reapertura de China han perjudicado a los inversores este año. Como reacción a estas incertidumbres, los inversores se han agolpado en un puñado de valores, que son negocios magníficos, pero que ahora exhiben valoraciones muy ricas. En ausencia de una profunda recesión, es evidente que hay más valor en otras partes del mercado. Puede que pase algún tiempo antes de que este valor se

materialice, pero los inversores deberían empezar a mirar más allá del estrecho campo en el que están apiñados.

Los resultados pasados no implican resultados futuros. Las opiniones, estrategias e instrumentos financieros que se describen en el presente documento pueden no ser convenientes para todos los inversores. Las opiniones expresadas son sólo las del momento en la(s) fecha(s) que aparece(n) en este material. Las referencias a índices de mercado o compuestos, índices de referencia u otras medidas de resultados relativos de los mercados durante un período específico sólo se proveen a título informativo. NS Partners no garantiza ni es responsable de la exactitud o la integridad de las informaciones (datos financieros de mercado, precios de bolsa, resultados de investigación u otros instrumentos financieros) que se mencionan en este documento. El presente documento no constituye una oferta ni solicitud a ninguna persona ni jurisdicción donde tal oferta o solicitud no esté autorizada ni a ninguna persona a quien sería ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Toda referencia en este documento a instrumentos específicos o a emisores sólo tiene una finalidad ilustrativa y no debe ser interpretada como una recomendación para la compra o venta de dicho instrumento. Las referencias en este documento a fondos de inversión se aplican a fondos que no han sido registrados por la Finma y que por lo tanto no pueden ser distribuidos en o desde suiza excepto a ciertas categorías de inversores. Algunas de las empresas del grupo NS Partners o sus clientes pueden tener posiciones en los instrumentos financieros de alguno de los emisores mencionados en este documento, o ser asesor de uno de ellos. Hay información adicional disponible a solicitud.

© Grupo NS Partners