

FLASH NOTE



PERSPECTIVAS SOBRE LOS RIESGOS Y OPORTUNIDADES TRÁS LA RECIENTE VOLATILIDAD

PAMELA HEGARTY

Gestora principal – Tecnología disruptiva, ESG

INTRODUCCIÓN

El sector de la alta tecnología ha registrado en los últimos seis meses una brusca corrección y una elevada volatilidad. Como muestra de ello, el índice compuesto NASDAQ, con gran presencia de compañías de crecimiento y empresas tecnológicas, ha caído un 29% entre el 19 de noviembre de 2021 y el 12 de mayo de 2022.

Pensamos que es el momento adecuado para reconsiderar las perspectivas de la inversión temática en tecnología disruptiva. Aunque somos conscientes de los factores de riesgo, seguimos confiando en las perspectivas a largo plazo que ofrece este tema de crecimiento, ya que vemos numerosas oportunidades de inversión en las compañías que están liderando la transformación digital y beneficiándose de ella.

En el presente artículo, repasamos los factores de riesgo, las oportunidades y las áreas principales de debate, y también analizamos en detalle el potencial de los semiconductores como una tecnología vital para la transformación digital.

FACTORES DE RIESGO

Tras la reciente corrección y volatilidad de los mercados, las empresas de tecnología y crecimiento continúan enfrentándose a ciertos riesgos importantes.

Se ha producido una notable rotación del segmento de crecimiento al de valor, impulsada en gran medida por el aumento de la inflación y la subida de los tipos de interés. Esta rotación podría continuar. Muchas empresas de alto crecimiento con un gran volumen de inversión en productos y capacidad de ventas son activos de mayor duración que proyectan sus flujos de caja hacia periodos futuros en mayor medida que las compañías de crecimiento más estable o las empresas de valor. Estas empresas han registrado recientemente una notable contracción de sus ratios precio-beneficio.

El riesgo de recesión va aumentando a medida que la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales endurecen las condiciones financieras para combatir la inflación. Por otro lado, el conflicto entre Rusia y Ucrania y las sanciones contra Rusia están provocando importantes dificultades en términos macroeconómicos. Los aranceles, las medidas que se han puesto en marcha en respuesta a la pandemia de COVID-19, la escasez de semiconductores y los cuellos de botella están impulsando la tensiones que registran las cadenas de suministro.

Por último, en el sector de las grandes tecnológicas, existen riesgos relacionados con la normativa de protección de la competencia y otras formas de regulación.

TENDENCIAS POSITIVAS

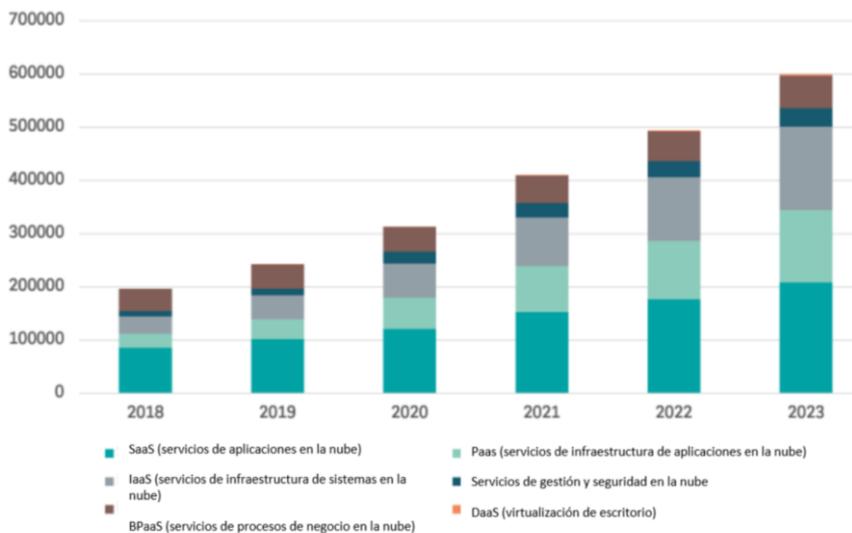
A pesar de estos factores de riesgo, vemos muchos motivos para el optimismo. Confiamos en varios temas de crecimiento a largo plazo que están impulsando la transformación digital de la economía. En nuestra opinión, las empresas seguirán invirtiendo si consideran que dicha transformación digital es necesaria para seguir siendo competitivas.

Por ejemplo, la adopción de la computación en la nube continúa acelerándose. En abril de 2022, la consultora tecnológica Gartner revisó al alza su previsión de ingresos para los servicios en la nube, situando dicha cifra en 500.000 millones de dólares para el presente año natural, un 37% más que el nivel previsto en noviembre de 2020.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor
sostenible para un
mundo en evolución

Previsión de servicios de nube pública (en millones de dólares)

Fuente: Gartner, abril de 2022

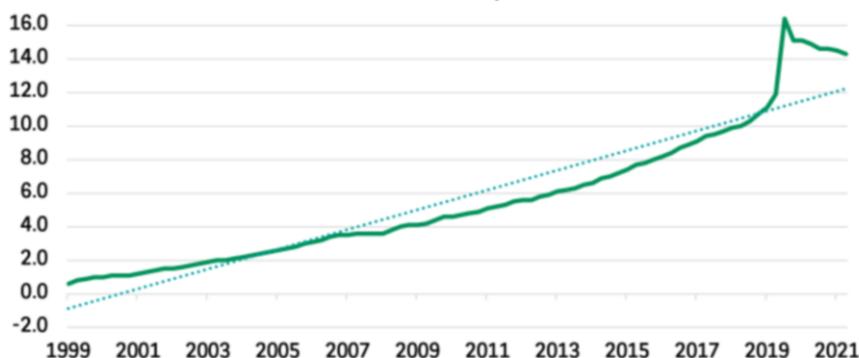
Vemos también un aumento de la adopción de la inteligencia artificial, que se está convirtiendo en una tecnología fundacional con una gran proliferación de aplicaciones, así como de la automatización, el internet de las cosas (incluido el procesamiento de datos lo más cerca posible de su fuente para reducir los retrasos minimizando el tiempo de comunicación entre los «clientes» y los servidores) y la tecnología financiera.

Las tendencias de tecnología disruptiva están permitiendo la creación de nuevos productos, servicios y modelos de negocio. Están aumentando la eficiencia de las operaciones. En resumen, están transformando nuestra forma de vivir y trabajar.

PRINCIPALES DEBATES

Uno de los principales debates en el sector tecnológico se refiere a la cuestión de hasta qué punto es sostenible el aumento de la demanda que se ha registrado en los dos primeros años de la pandemia. Por ejemplo, el crecimiento del comercio electrónico está volviendo a los niveles que tenía antes de la pandemia a medida que se van recuperando las experiencias y las compras presenciales.

El crecimiento del comercio electrónico se normaliza: ventas minoristas de comercio electrónico como porcentaje de las ventas totales, en %, datos trimestrales, con ajuste estacional.



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis, mayo de 2022

Las tasas de crecimiento de algunas empresas, como la compañía de clases virtuales de *fitness* Peloton o la empresa de videoconferencias Zoom, están cayendo tras el auge que registraron como consecuencia de las medidas de confinamiento. No obstante, el gasto en tecnología está resistiendo bien, ya que las empresas continúan apostando por la transformación digital e invirtiendo en ciertas prioridades como la ciberseguridad y la adopción de la nube.

Gartner prevé que el crecimiento del gasto en tecnología caiga del 9% interanual registrado en 2021 al 4% este año, lo que continúa siendo un nivel aceptable. En este sentido, el *software* de empresa basado en la nube debería avanzar a un ritmo dos veces superior al del mercado en general.

Otra de las cuestiones que se está debatiendo es si las valoraciones se han comprimido ya lo suficiente. Se trata de algo difícil de determinar, ya que las valoraciones son subjetivas y se ven afectadas por las condiciones macroeconómicas, entre las que se incluyen las estimaciones de la tasa libre de riesgo. No obstante, encontramos valoraciones atractivas entre las empresas que analizamos.

Nuestra principal metodología de valoración es el análisis del flujo de caja descontado. En nuestra opinión, aquellas compañías que lideran la transformación digital o se benefician de ella y de los temas de crecimiento a largo plazo relacionados con dicha transformación generarán un fuerte crecimiento de los ingresos, los beneficios y el flujo de caja libre durante un largo horizonte de inversión.

También evaluamos las valoraciones en relación con los datos históricos y los de las empresas de la competencia. Por ejemplo, el sector del *software* ha registrado una fuerte corrección. Si analizamos el ratio que mide el valor de la empresa en relación con las ventas previstas para los próximos 12 meses, el sector cotiza actualmente con un ratio de 7,0, un 60% por debajo del máximo de 17,3 alcanzado hace unos trimestres. Este nivel es considerablemente inferior a la media a cinco años, pero sigue superando a la media que se registró entre los años 2014 y 2018,

La mayor parte de la compresión de las valoraciones se ha registrado en el segmento de mayor crecimiento, donde los múltiplos se situaban en 38,5 a principios de 2021 y han caído un 72% hasta el 10,6, según los datos que ofrece Morgan Stanley para aquellas compañías que prevén un crecimiento anual de los ingresos superior al 30%.

De hecho, aunque la corrección ha sido menos acusada en el segmento de menor crecimiento (empresas con una previsión de crecimiento anual de las ventas del 15% o inferior), este cotiza actualmente con un ratio de 4,4, un 20% por debajo de la media a 5 años y en línea con la media registrada entre los años 2014 y 2018[1].

El sector del software se sitúa por debajo de la media a cinco años.



EN CONTRA DEL CONSENSO DEL MERCADO: EL SUPERCICLO DE LOS SEMICONDUCTORES

Muchos inversores temen una próxima corrección de los inventarios en el segmento de los semiconductores. No obstante, estamos convencidos de que los factores impulsores de crecimiento a largo plazo son tan sólidos que las posibles correcciones que registren los inventarios serían de corta duración y no afectarían de forma simultánea a todos los segmentos del sector. Nos sentimos cómodos con nuestra sobreponderación en el sector, ya que deseamos mantener nuestra exposición a las tendencias positivas a largo plazo.

En la actualidad, la demanda de semiconductores supera ampliamente la oferta, a pesar de los indicios de ralentización de las ventas de *smartphones* y ordenadores personales. En relación con este desequilibrio entre la oferta y la demanda de semiconductores, destacan los siguientes datos:

- El equipo directivo de Global Foundries señala que, a principios de este año, la demanda superaba la capacidad en un 25%.
- En la comunicación de resultados del pasado mes de abril, el director general de Taiwan Semiconductor señaló que la capacidad de producción podría seguir siendo escasa en 2022. La compañía trabaja activamente para aumentar la capacidad en 2023 y años posteriores, y apunta a un aumento estructural de la demanda a largo plazo de tecnología 5G y aplicaciones de computación de alto rendimiento.
- El director general de ASM Lithography se reunió con un directivo de un conglomerado industrial, que le comentó la posibilidad de comprar lavadoras para reutilizar los semiconductores de los equipos que venden.

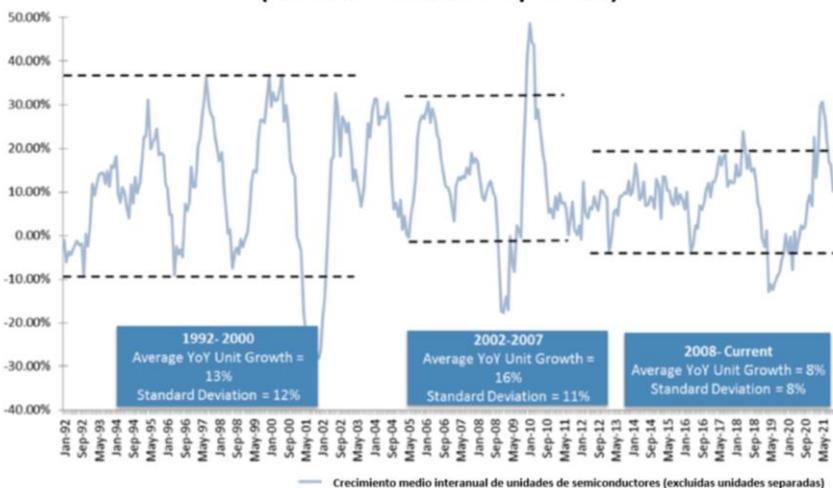
[1] Morgan Stanley, Keith Weiss, 15 de mayo de 2022 – ‘Valuation Views 5-15-2022: Bouncing Along the Bottom’

Con un desequilibrio tan acusado entre la oferta y la demanda, el sector podría ser capaz de absorber una leve recesión sin que se produjera un exceso de oferta.

En nuestra opinión, los factores que impulsan el aumento de la demanda de semiconductores son las tendencias de crecimiento estructural a largo plazo que subyacen a la transformación digital. Los semiconductores son una tecnología fundacional para la nube, la inteligencia artificial, la automatización y el internet de las cosas. A lo largo del desarrollo de la industria de los semiconductores, sus mercados finales se han ampliado de los ordenadores centrales a los ordenadores personales, a los *smartphones* y, ahora, a las aplicaciones diversificadas de la industria, la automoción y la computación de alto rendimiento.

Esta diversificación de aplicaciones contribuye a reducir la volatilidad de la demanda en el sector, ya que ninguno de los mercados finales tiene carácter dominante. Los datos de la organización World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) y de JPMorgan señalan que la desviación estándar (una medida de volatilidad) de la tasa de crecimiento anual de las unidades de semiconductores ha mejorado del 12% en la década de 1990 al 8% actual.

Crecimiento medio interanual de unidades de semiconductores (excluidas unidades separadas)



Fuente: estimaciones de WSTS y JP Morgan. La media y la desviación estándar correspondientes al periodo desde 2008 a la actualidad no incluye el impacto de la crisis financiera y su recuperación 4T08-4T10.

En lo que respecta a la oferta, la estructura del sector de los semiconductores ha mejorado enormemente en los últimos veinte años. La llegada y el éxito del modelo de negocio de las fundiciones ha permitido la aparición de las empresas de diseño sin fundiciones propias[2] y ha concentrado la fabricación en un número más reducido de compañías. El suministro de chips de memoria también se ha consolidado en varios fabricantes. Todo ello ha favorecido la toma de decisiones de capacidad más estratégicas y un menor riesgo de exceso de oferta estructural. La creciente intensidad de capital y la complejidad de la tecnología son obstáculos importantes para las nuevas empresas.

De cara al futuro, vemos un gran potencial de sólido crecimiento en el sector de los semiconductores, liderado por el segmento de la automoción y las aplicaciones de computación de alto rendimiento.

En el sector del automóvil, el contenido de semiconductores por unidad en dólares ha aumentado de forma espectacular: en 2013 se situaba algo por encima de 300 dólares y en 2021 casi alcanzó los 700. Esta tendencia va a continuar, ya que el contenido medio de chips en los vehículos eléctricos o híbridos ha superado los 900 dólares, y en los vehículos de alta gama podría llegar a los 1.200[3].

En lo que respecta a la computación de alto rendimiento, las unidades centrales de procesamiento (CPU) han ido aumentando de tamaño desde el año 2015, para equilibrar el rendimiento con el consumo de energía. Esto hace que haya menos chips por placa de silicio, lo que hace que la demanda de placas u obleas aumente más rápidamente que la demanda de unidades. Por lo tanto, las empresas que ofrecen servicios de fundición, ciertos tipos de bienes de equipo para semiconductores y materiales especializados tienen la oportunidad de superar al mercado.

RESUMEN

Los inversores en tecnología y crecimiento se han enfrentado en los últimos meses a un entorno de mercado complicado, debido a las dificultades macroeconómicas.

Sin embargo, la transformación digital de la economía va a seguir su curso, lo que nos lleva a seguir confiando en los impulsores de crecimiento a largo plazo que subyacen a esta tendencia. Las valoraciones parecen más atractivas tras la reciente corrección y mantenemos un firme compromiso con nuestra filosofía de inversión.

[2] El término en inglés es fabless, y hace referencia a las empresas que diseñan y comercializan el hardware, pero subcontratan la fabricación de ese hardware a un socio externo. Este término se utiliza habitualmente en relación con los diseñadores de chips avanzados, que poseen la propiedad intelectual de los chips que venden.

[3] Estimaciones de Gartner, IHS y JP Morgan, 16 de diciembre de 2021

Pam Hegarty, CFA

Gestora principal. Tecnología disruptiva, ESG, BNP Paribas Asset Management

Pam es la gestora principal de la estrategia de tecnología disruptiva y se encarga de orientar las inversiones del equipo en los sectores de la tecnología, los servicios de comunicaciones y los suministros públicos. Se incorporó a la compañía en 2016. Antes de incorporarse a BNP Paribas Asset Management, Pam trabajó como gestora y analista de renta variable en Boston Common Asset Management, State Street Global Advisors y Baring Asset Management. Comenzó su trayectoria profesional en Janus Capital Group como analista senior, donde se encargaba del análisis de empresas especializadas en el sector tecnológico.

Pam se licenció *cum laude* en Matemáticas Aplicadas por la Universidad de Harvard y realizó un MBA con mención especial en la Johnson School of Management de la Universidad de Cornell.

Cuenta con la certificación CFA y es miembro del CFA Institute. Tiene su oficina en Boston.



AVISO LEGAL

Este documento ha sido emitido por BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, USA, Inc., miembro de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, la marca de los servicios de gestión de activos del grupo BNP Paribas. Este documento incluye información obtenida de otras sociedades de gestión de inversiones dentro de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, se elabora únicamente con fines informativos y no constituye:

1. Una oferta de venta o una invitación de compra, y no debe tenerse en cuenta o constituir, en ningún caso, la base de ningún tipo de contrato o compromiso.
2. Una recomendación de inversión. Las opiniones recogidas en este documento constituyen el criterio de su autor en el momento especificado y podrían variar sin previo aviso.

Dichas opiniones no deben ser consideradas como fidedignas ni sustituyen el criterio del destinatario, y no pretenden ser la única base de evaluación de ninguna inversión. El contenido de este documento se basa en fuentes de información que se consideran fiables, pero no se ofrece ninguna garantía o declaración, explícita o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, USA, en la medida permitida por la ley, declina toda responsabilidad por cualquier omisión, error o inexactitud en la información o por cualquier acción realizada en base a la misma, así como por cualquier inexactitud en la información contenida en el documento que haya sido proporcionada por terceros o procedente de ellos. Las rentabilidades obtenidas en el pasado no constituyen indicación alguna de rentabilidades futuras.

Se prohíbe la copia, distribución o transmisión, directa o indirecta, de este documento sin el consentimiento expreso de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, USA. Se recomienda a los inversores consultar con sus propios asesores jurídicos o fiscales cualquier aspecto legal, fiscal, domiciliario o contable que sea aplicable en su caso antes de invertir en los instrumentos financieros con el fin de poder tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y las consecuencias de su inversión, en caso de estar autorizados a realizarla. Los distintos tipos de inversiones, si se incluyen en este documento, entrañan distintos grados de riesgo, por lo que no puede garantizarse que una determinada inversión será adecuada, conveniente o rentable para la cartera de un inversor. Dado que existen riesgos económicos y de mercado, no se puede ofrecer la garantía de que los instrumentos financieros alcanzarán sus objetivos de inversión. El comportamiento de los instrumentos financieros puede variar considerablemente en función de los objetivos o de las estrategias de inversión empleadas, así como de las condiciones económicas y de mercado, especialmente los tipos de interés. Las distintas estrategias aplicadas a los instrumentos financieros pueden tener un efecto significativo en los resultados presentados en este documento. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT USA, Inc. está registrada en la Comisión del Mercado de Valores estadounidense como asesor de inversiones en virtud de la *Investment Advisers Act* de 1940 y sus posteriores enmiendas.

BNP Paribas Asset Management trata de integrar las cuestiones medioambientales, sociales y de buen gobierno (ESG) en todos nuestros fondos con el fin de mitigar determinados riesgos financieros a corto, medio y largo plazo, identificar mejores inversiones a largo plazo y fomentar un comportamiento empresarial más responsable. Nunca subordinaremos los intereses de nuestros clientes a objetivos no relacionados. Algunos emisores y sectores quedan excluidos de nuestras carteras de gestión activa como consecuencia de nuestra opinión sobre su perfil de riesgo y su rendimiento en materia de cuestiones ESG. En consecuencia, podemos dejar pasar ciertas oportunidades relacionadas con dichos emisores o sectores. Ante las importantes deficiencias que presentan los distintos regímenes de divulgación de información en todo el mundo, es posible que debamos recurrir a la información que ofrecen los emisores de forma voluntaria, que no suele estar auditada. Por lo tanto, es posible que no tengamos acceso sistemático a información completa, precisa o comparable sobre el rendimiento ESG de nuestras posiciones. Consulte el documento de oferta correspondiente para obtener más información sobre la estrategia ESG concreta que aplica cada una de las estrategias de inversión, ya que es posible que una estrategia determinada no cuente con directrices específicas en materia de ESG, y las inversiones no se limitan a valores compatibles con las cuestiones ESG. Toda la información a la que hace referencia el presente documento se encuentra disponible en www.bnpparibas-am.com

