

GROWTH INVESTING WHEN YIELDS ARE HIGH

CON PABLO AYUSO

RESPONSABLE DEL SECTOR INDUSTRIAL Y
FINTECHS EUROPEAS EN SANTANDER AM



15 DE FEBRERO DE 2024

RESUMEN DEL EVENTO

España, y Europa en general, son territorio *Value*. Quizás por el hecho, de que la industria de inversión y gestión de activos comenzó a desarrollarse en los grandes ciclos *Value* de los 80' y 90' del siglo pasado, o a que la composición de los activos que nos rodean encaja mejor bajo un enfoque *Value*.

Comprar un activo implica tener exposición a sus beneficios o "cash flow" futuros. Este precio (o múltiplo) de entrada en el activo, está condicionado por el **binomio coste de capital y tasa de crecimiento de los beneficios futuros**.

Con todo, los sesgos condicionan nuestras tomas de decisiones, y nuestro entendimiento de la inversión *Growth* suele limitarse a observar con recelo un alto múltiplo de entrada. En verdad, los conceptos de *Growth* y *Value* son dos caras de la misma moneda, **dos estrategias o estilos diferenciados pero no *assets classes* diferentes**. De hecho, desde al menos 1980, comparten una relación positiva en la dirección de sus retornos.

Si para el *Growth investing*, el foco está en capitalizar el crecimiento compuesto de futuros beneficios, la apreciación del capital es por tanto la principal fuente de retornos. Para conseguir esto, se necesita exposición a activos de alto crecimiento, que generalmente reinvierten sus beneficios y, por ende, el retorno vía dividendos no suele ser relevante. Errores en la estimación de la tasa de crecimiento de esos beneficios futuros pueden llevar a lo que conocemos como "**trampa de crecimiento**".

Por el contrario, para la inversión en valor ("**Value investing**") el foco está en arbitrar precios en activos aparentemente infravalorados. Esta estrategia se asocia a bajos múltiplos de valoración que, en teoría, convergerán a expensas de un catalizador, como una mejora de la economía o cambios en la gestión estratégica del activo.

No todos los activos equity con riesgo de duración son *Growth*. Pero si **toda estrategia *Growth* tiene por definición,** riesgo de duración ante cambios en las tasas de descuento. Ya que, para cualquier activo, cuando más alto y sostenido en el tiempo sea el crecimiento de los beneficios, mayor será el riesgo de duración. Así una bajada de tipos de interés hará que el múltiplo a pagar sea exponencialmente mayor, y viceversa. Como es lógico, el error en la estimación de beneficios futuros es fatal. Lo cual nos lleva a entender mejor, el hecho de que **los retornos de las estrategias *growth* son dispersos, y en general concentrados en pocos activos.**

En definitiva, es la interrelación entre expectativas de crecimiento y la tasa de descuento (o coste de capital), lo que hará que los retornos de las estrategias *growth* o *value*, sean mayores en relativo.

Ante la reciente subida de tipos de interés, la más vertical en décadas, seguimos siendo testigos de cómo unos pocos activos de crecimiento siguen liderando en términos de retorno absolutos y relativos. Es por ello, buen momento para actualizar nuestro acercamiento a esta estrategia, que requiere de largos periodos de inversión y sostenibilidad de las tasas de crecimiento, para que el *compounding* haga su trabajo.