

NEWSLETTER

Peter Seilern-Aspang

LA DIFERENCIA ENTRE GROWTH Y QUALITY GROWTH



Peter Seilern-Aspang

Chairman

pseilern@seilernfunds.com

“Lo que ha quedado patente durante el periodo analizado es que el sentimiento de mercado no solo se ha vuelto en contra de los valores growth, sino también de los negocios quality growth, sin diferenciar entre ambos.”

A los inversores les gusta etiquetar los estilos de inversión. Les ayuda a asociar un determinado estilo con un entorno de mercado concreto. Cuando los inversores institucionales se dedican a asignar activos a diferentes estilos de inversión para aprovechar los cambios de humor del mercado, normalmente se plantean sobreponderar el estilo orientado al valor, o value, reduciendo su exposición al estilo orientado al crecimiento, o growth, que se suele considerar la alternativa. Los cambios periódicos en el sentimiento del mercado animan a estos asset allocators institucionales o privados —que no temen recortar y hacer cambios— a modificar sus carteras. Cuando la economía experimente crecimiento cíclico, estos inversores aprovecharán el avance de las cotizaciones de los denominados negocios value.

En este comentario no me propongo ahondar en las características microeconómicas de lo que constituye una inversión value, de las que hay decenas de miles en los mercados de valores mundiales. Pero el brusco y pronunciado movimiento sufrido durante el mes de enero representa un claro ejemplo de cambio de sentimiento del mercado. Conocido como «rotación del growth al value», el cambio ha respondido a la expectativa, generalizada e inequívoca, de que la inflación no es en absoluto transitoria, ha venido para quedarse y obligará a los bancos centrales a endurecer sus políticas monetarias y subir sus tipos de interés a lo largo del próximo año (o dos). Ese ha sido el sentimiento dominante mientras las acciones de estilo growth que tan bien se habían comportado estos dos últimos años sufrían masivas recogidas de beneficios y era objeto de una fuerte presión vendedora.

Sin embargo, lo que ha quedado patente durante el periodo analizado es que el sentimiento de mercado no solo se ha vuelto en contra de los valores growth, sino también de los negocios quality growth, sin diferenciar entre ambos. A la vista de la diferencia fundamental entre estas dos clases de activo (pese a que, inexplicablemente, el quality growth no cuenta aún con su propia denominación como clase de activo), merece la pena plantearse en qué momento los mercados financieros verán más allá de la actual oleada vendedora y empezarán a separar el trigo (quality growth) de la paja (growth a secas).

Otro factor que también ha contribuido a esta rotación ha sido la mejora del sentimiento económico que han impulsado dos importantes cambios de percepción: el primero, que la era del dinero barato generado por la Reserva Federal —considerado el principal banco central del mundo— toca a su fin y el segundo, que el final de la pandemia está cerca y los patrones de consumo recuperarán la normalidad.

La perspectiva de unos precios de las materias primas extremadamente altos, el alza de los tipos de interés de la deuda soberana y el empujamiento de la curva de tipos provocó lo que suele ocurrir durante las primeras fases de un escenario de aumento del coste del dinero. Como resultado, las acciones value cíclicas, típicamente lideradas por bancos y energéticas, han superado a las acciones growth y quality growth en las semanas iniciales de 2022 (aunque este movimiento ha perdido fuerza tras las presentaciones de resultados de las primeras). Como ya he mencionado, la rotación se vio ayudada además por la reorganización de las carteras que suelen llevar a cabo los inversores por estas fechas.

En momentos como este, los inversores harán bien en reflexionar sobre la diferencia entre growth y quality growth y por qué es importante.

La diferencia es fundamental y de vital importancia para los inversores que deseen menos riesgo, pero que esperen obtener rentabilidades superiores a largo plazo. Los típicos valores growth que han sido abandonados de forma masiva por los inversores son grandes y muy conocidos. Hablamos básicamente de empresas de consumo estadounidenses cuyos negocios han crecido de forma explosiva en los últimos años y, especialmente, a raíz del covid. Zoom, Peloton y Netflix son tres ejemplos brutales de cómo ha reaccionado el mercado a un posible cambio de comportamiento de los consumidores ante la perspectiva de que la pandemia esté llegando a su fin.

Sin embargo, si repasamos las diez reglas de oro de la inversión quality growth, pocas pueden aplicarse a este tipo de acciones growth. Pensemos, por ejemplo, en la rentabilidad de las acciones growth (a menudo, inexistente). Entre los valores growth en general, son requisitos indispensables para una cartera quality growth contar con una larga trayectoria de calidad y de crecimiento ininterrumpidos (lo que no suele ser muy frecuente). También son cruciales unas rentabilidades constantes, altas y crecientes, así como un aumento de la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) que sirva para financiar una expansión rápida y duradera, al igual que unos márgenes de explotación robustos y duraderos y la ausencia de deuda neta en su balance.

NEWSLETTER

Peter Seilern-Aspang

LA DIFERENCIA ENTRE GROWTH Y QUALITY

GROWTH

“En el mundo de las finanzas, la duración de una empresa viene determinada por cuándo se estima que tocarán techo sus flujos de caja libre futuros.”

Hay otras reglas, pero esta última resulta crítica en un momento en el que los tipos de interés y los rendimientos de los bonos tienen más probabilidades de subir que de bajar o quedarse estancados en el próximo par de años. El aumento de los tipos de interés reducirá los márgenes de explotación de las empresas endeudadas, al elevar los requisitos para el servicio de la deuda. Los bancos centrales han abandonado sus intentos por convencer a los observadores del mercado de que la inflación mundial es transitoria. En consecuencia, los inversores más sagaces deberían entender por qué las compañías que usan flujos de caja generados internamente para hacer crecer su negocio merecen ser tratadas de forma diferente de aquellas que dependen de financiación externa o de emisiones de capital.

Pero hay más diferencias importantes entre una compañía growth y otra quality growth. Por ejemplo, las cuentas de la segunda serán claras, consistentes y transparentes y el negocio se caracterizará por su robusto gobierno corporativo, su consideración por todos los grupos de interés y unas estructuras de remuneración que incentivan el compromiso con el crecimiento orgánico a largo plazo y el retorno de la inversión. Pocas empresas growth cumplen con todas estas características. Es decir, lo importante no es su tasa de crecimiento, sino su incapacidad para satisfacer los otros criterios.

Otro atributo primordial es la larga duración característica de los activos quality growth. En el mundo de las finanzas, la duración de una empresa viene determinada por cuándo se estima que tocarán techo sus flujos de caja libre futuros. Los flujos de caja libre de una empresa media serán crecientes durante los primeros años de vida (si es que logra sobrevivir). Cuando sus ventajas competitivas iniciales empiezan a deteriorarse, los flujos de caja libre se reducen a medida que van surgiendo nuevos competidores que desafían su posición de liderazgo en el mercado. En el caso de las auténticas compañías quality growth, sus flujos de caja libre siguen creciendo durante mucho más tiempo de lo que espera el mercado, gracias a que presentan unas características sobresalientes. Como explicó Marco Lo Blanco el mes pasado ([Subestimar El Futuro](#)), la ley de los rendimientos decrecientes afecta en menor medida a los negocios quality growth que, por el contrario, se benefician de la ley de los rendimientos crecientes y, por lo tanto, del paso del tiempo. Este aspecto resulta aún más obvio en la economía basada en el conocimiento en la que vivimos. Como consecuencia, la rentabilidad adicional generada por una compañía quality growth tocará techo mucho más tarde que en el caso de la compañía media, lo que incrementa su auténtico valor a largo plazo, que el inversor medio suele subestimar e infravalorar.

“si las actuales presiones inflacionarias pueden atribuirse, en parte, al aumento de los costes laborales y de la energía, la estabilidad de los márgenes de explotación será un atributo clave.”

En el caso de los bonos gubernamentales y corporativos, el nivel y la dirección de los tipos de interés influyen en la duración de sus flujos de caja. El aumento de los tipos de interés provoca un recorte de la duración (y, por lo tanto, una caída del precio de los bonos) por el descuento presente de los flujos de caja futuros. Si los negocios quality growth también son activos con duraciones largas y, en ocasiones, se los ha llegado a denominar «bonos de crecimiento» por la fiabilidad de sus flujos de caja, ¿no correrán la misma suerte? Es una pregunta lógica que requiere una respuesta diferente.

En un entorno de subidas de tipos, las compañías más endeudadas podrían acabar desapareciendo si sus flujos de caja resultan insuficientes para repagar la deuda. Esta situación, por definición, no supone un riesgo para una empresa quality growth. Al contrario, si la empresa prácticamente no acumula deuda neta, el aumento del coste de empréstito no influirá en sus beneficios.

Lo mismo pasa, casualmente, con los costes laborales. Cuando un negocio es poco intensivo en mano de obra, como es el caso de muchas de las compañías del universo quality growth, el aumento de los costes laborales no le perjudicará. Y lo mismo ocurre con el aumento de los precios de las materias primas, que suele ser un factor minoritario de su base de costes, dada la posición que ostentan los negocios quality growth de hoy día en la economía moderna, basada en el conocimiento. Todo esto les permite preservar o, incluso, mejorar sus márgenes. Por eso, si las actuales presiones inflacionarias pueden atribuirse, en parte, al aumento de los costes laborales y de la energía, la estabilidad de los márgenes de explotación será un atributo clave.

NEWSLETTER

Peter Seilern-Aspang

LA DIFERENCIA ENTRE GROWTH Y QUALITY GROWTH

El impacto para una compañía quality growth del aumento de los tipos de interés dependerá de a qué respondan las subidas. Si se deben a un robusto crecimiento económico, podrían resentirse temporalmente. Pero si se deben a otros factores, es posible que no se vean perjudicadas. Por ejemplo, si la negociación colectiva o el aumento del precio del petróleo provocado por una interrupción del suministro empujan la inflación al alza, otro tipo de empresas se verán más afectadas que las compañías quality growth, que son capaces de mejorar su posición competitiva. Si la causa del aumento de los tipos de interés es una crisis financiera, las compañías quality growth también deberían ser capaces de resistir. Si responde a la preocupación por los abultados déficits gubernamentales, eso tampoco tendría por qué ser algo negativo para estas empresas.

Mientras que a los inversores growth tradicionales les suele interesar principalmente el crecimiento en y por sí mismo, a menudo con una perspectiva relativamente cortoplacista pero respaldada por el fuerte avance de la cotización e, incluso, con ausencia total de rentabilidad, los inversores quality growth exigen garantías de la fuente, los medios y la sostenibilidad a largo plazo de ese crecimiento.

Muchos inversores se afanan por marcar casillas, repetir consignas y esconderse en la seguridad de las etiquetas. Puede que, a largo plazo, generen rentabilidades medias, pero al menos podrán usar la sabiduría convencional como excusa. Aunque no lo sepan, las carteras de estos inversores estarán expuestas a un mayor riesgo y generarán unas rentabilidades inferiores a las que podrían haber conseguido concentrándose en la viabilidad a largo plazo del negocio subyacente y en la solidez de cada una de las cotizadas que forman parte de su cartera en vez de obsesionarse con las cotizaciones y con cómo evolucionarán en los próximos días o semanas. El tiempo está de parte del inversor quality growth.

En conclusión, esa es la esencia de la inversión quality growth.

P. Seilern-Aspang,
31 de Enero de 2022

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Seilern International AG (SIAG) es una empresa de gestión y distribución de fondos. SIAG es una sociedad registrada en Liechtenstein (número de registro: FL-0002.664.830-7). Domicilio social: Austrasse 9, Vaduz 9490, Liechtenstein, con un número de referencia de empresa CBI: C21670. Seilern Investment Management Ltd (SIM), registrada en Inglaterra y Gales (con el número de sociedad 02962937) (LEI: 21380062OLOC8IXGOQ78) en Burdett House, 15-16 Buckingham Street, Londres, WC2N 6DU, es la gestora de inversiones y asesora de SIAG. SIAG está regulada por la Autoridad de Mercados Financieros de Liechtenstein y SIM está regulada por la Financial Conduct Authority.

Esta comunicación de marketing tiene fines únicamente informativos y no constituye una oferta ni una invitación para invertir en ningún fondo, título valor, instrumento financiero o producto. Todas las proyecciones, opiniones, objetivos, estrategias, perspectivas o estimaciones y expectativas u otros comentarios no históricos incluidos o expresados en este documento se basan únicamente en proyecciones actuales, opiniones o estimaciones y expectativas, y se consideran «declaraciones prospectivas». Las declaraciones prospectivas están sujetas a riesgos e incertidumbres que pueden hacer que los resultados concretos en el futuro no coincidan con las expectativas. Las perspectivas, proyecciones, opiniones o estimaciones y expectativas expresadas en este documento reflejan el mejor criterio de SIM y SIAG a la fecha en que se publicó esta comunicación y pueden sufrir cambios. No se aceptará responsabilidad alguna por modificar, rectificar o actualizar cualquier información o proyecciones, opiniones o estimaciones y expectativas incluidas aquí. A su vez, estas opiniones no tienen por objeto predecir ni garantizar el rendimiento futuro de ningún título valor, clase de activo o estrategia de inversión en particular o mercados en general, ni pretenden predecir el rendimiento futuro de ninguna cuenta, cartera o fondo administrado por SIM. Los consejeros de SIAG y SIM podrán tener participaciones directas o indirectas en los fondos que gestionen o asesoren.