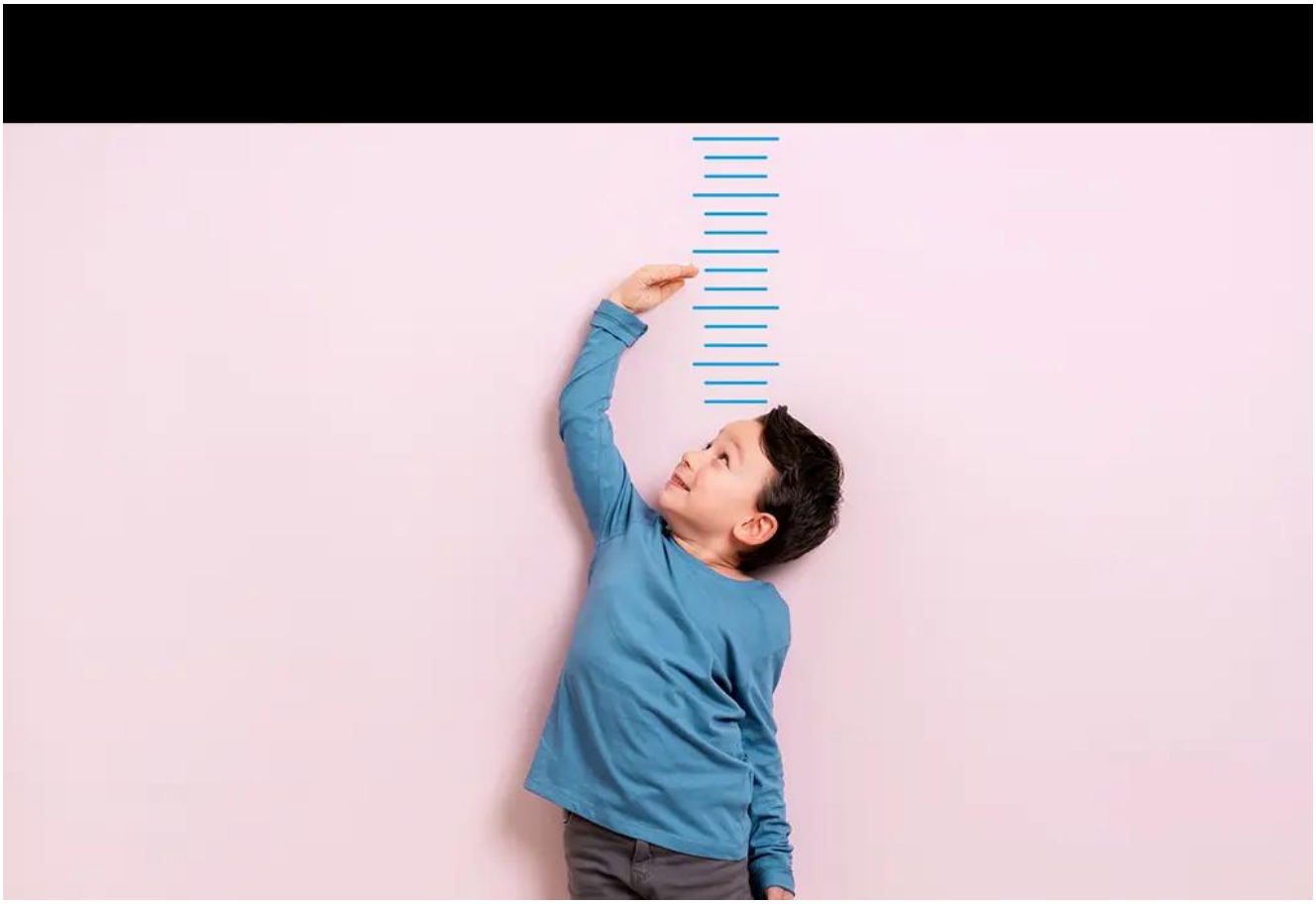
¡No se deje deslumbrar por el glamur del crecimiento!

Los casos de alto crecimiento siempre llaman la atención. Pero no tienen por qué traducirse en retornos interesantes.



11 de enero de 2013

Las perspectivas de crecimiento económico siempre han regalado los oídos de los inversores. Economías como las de Brasil, China o India han sido ensalzadas por su rápido crecimiento y

©IESE Business School

retornos que aparentemente no tenían límite. Del mismo modo, empresas con alto crecimiento como Facebook, Google o LinkedIn atraen a los inversores con expectativas similares.

En su artículo "Blinded by Growth" (Cegados por el crecimiento), publicado en el *Journal of Applied Corporate Finance*, el profesor del IESE Javier Estrada advierte que los inversores pueden equivocarse si confían excesivamente en el crecimiento.

Estrada examina el crecimiento en las economías y su efecto sobre el retorno de la inversión. A continuación hace lo mismo con el crecimiento de las empresas. Para terminar, analiza los beneficios relativos de invertir en empresas orientadas al crecimiento en lugar de hacerlo en compañías orientadas al valor, una comparación en la que las primeras salen mal paradas.

Crecimiento económico y retorno

Muchos inversores asumen que invertir en países de alto crecimiento, como China o India, garantiza un buen retorno. Pero los datos demuestran que se trata de una falacia.

En el análisis de tres periodos que abarcan 100, 42 y 23 años no se ha encontrado correlación alguna entre el crecimiento económico y el retorno de la inversión. ¿Por qué no se cumple la creencia popular? Estrada señala tres grandes razones.

- **La desproporcionada cuota de retorno de las multinacionales**. Con frecuencia, las empresas que más se benefician del crecimiento de un país son las multinacionales extranjeras. Compañías como Nike, Coca-Cola y Nokia obtienen una parte sustancial de sus beneficios de las ventas en economías de alto crecimiento, y son los accionistas de estas y otras multinacionales los que más se benefician del crecimiento.
- **La exposición de las grandes empresas locales a los mercados internacionales.** Las empresas de más peso en los índices bursátiles locales suelen vender sus productos y servicios en los mercados internacionales, lo que en cierta forma las aísla de los ciclos de negocio del país. Así, podría ser que los cambios que se producen en la economía local no tengan gran impacto en la rentabilidad de estas empresas.
- **La tendencia de los inversores a pagar demasiado por las expectativas de crecimiento**. El factor más determinante es tal vez el precio que los inversores pagan por el crecimiento. Su deseo de participar de la prosperidad del país puede hacerles pasar por alto el precio a pagar. Es decir, se encuentran tan cegados por la

©IESE Business School

posibilidad de crecimiento que están dispuestos a participar en él a cualquier precio.

Crecimiento de las empresas y retorno

Así como los inversores dan por hecho que las economías de alto crecimiento proporcionarán un excelente retorno, sucede lo mismo con las empresas que crecen rápidamente. Y una vez más, se trata de un error.

El éxito de una empresa puede traducirse en un retorno bajo para los inversores, mientras que un resultado más mediocre puede ir aparejado a retornos excepcionales.

Hemos estudiado el caso del rendimiento de Google desde principios de 2006 hasta el 30 de junio de 2010. El precio de la acción pasó de 414,90 a 445 dólares, lo que supone un aumento del 1,6% anual. Puesto que Google no paga dividendos, este es todo el retorno que se embolsaron los inversores.

No obstante, los beneficios de Google a lo largo del mismo periodo pasaron de 5,02 a 23,03 dólares por acción, con lo que aumentaron a un ritmo del 40,3% anual. Así, aunque las ganancias de Google crecían más de un 40% al año, el retorno que fue a parar al bolsillo de los inversores era un raquítico 1,6% anual.

¿Por qué? Aunque las ganancias de Google crecían a un ritmo muy elevado, el ratio precio-ganancia, es decir, la valoración, anulaba la mayor parte del impacto positivo del crecimiento de las ganancias sobre el retorno. En dos palabras, los inversores pagaron un precio demasiado alto por el crecimiento.

¿Empresas orientadas al crecimiento o al valor?

Las empresas orientadas al crecimiento suelen tener perspectivas de crecimiento alto. A menudo son "empresas glamurosas" por las que los inversores están dispuestos a pagar un precio elevado.

Por contra, las que se orientan al valor son empresas maduras con previsiones de crecimiento moderado, a veces poco llamativas y por las que los inversores no están dispuestos a pagar demasiado.

La evidencia muestra con claridad que, a largo plazo, el valor supera el crecimiento, un fenómeno bien conocido al que muchos se refieren como el "efecto del valor".

©IESE Business School

Por ejemplo, en Estados Unidos entre 1927 y 2011 el crecimiento y el valor generado para los inversores fue del 12,8 y el 9,5%, respectivamente. Además, estos retornos elevados no conllevaron una gran volatilidad en el valor de las inversiones.

Aunque Estrada reconoce que su estudio no analiza exhaustivamente el riesgo relativo de valor y crecimiento, los hallazgos muestran que una elevada revalorización no está indisolublemente asociada a una volatilidad alta, un mayor riesgo de déficit o una beta más alta.

Sin garantías

De todas formas, la inversión en empresas orientadas al valor no ofrece ninguna garantía, ya que puede haber riesgos ocultos o no cuantificables, añade Estrada. Por diversos motivos, decidirse a invertir en empresas poco valoradas es más fácil de decir que de hacer.

Invertir a la contra no es sencillo. Aportar fondos a empresas que el mercado rehúye, evitando las que el mercado adora, es un camino por el que pocos se aventuran. Por ejemplo, ¿cuánta gente se habría atrevido a invertir en servicios públicos, y no en Internet, entre 1997 y 1999?

Muchos inversores asumen que si el mercado paga grandes sumas por algunas empresas y bajas por otras es porque los demás saben algo que ellos ignoran.

Si bien a largo plazo el valor supera al crecimiento, Estrada reconoce que hay periodos en los que sucede lo contrario. Aun así, solo los inversores que mantienen su apuesta por el valor más allá de los vaivenes del mercado obtienen los mayores retornos.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School