
25 años y muchos más: European Smaller Companies

Renta variable europea | Julio de 2023



Francis Ellison

Gestor de Carteras de Clientes, Renta Variable Europea

- **Las pequeñas compañías suelen enmarcarse en el estilo de inversión de «crecimiento», en lugar de «valor», un rasgo distintivo de la clase de activos con respecto a las grandes capitalizaciones.**
- **Europa ha quedado a la zaga de Estados Unidos durante varios años, con un crecimiento económico y de los beneficios más lento, aunque ha comenzado a tomar la delantera.**
- **Gracias a nuestra experiencia durante más de dos décadas, nos hemos convertido en uno de los principales gestores de pequeña capitalización del mercado (en términos de activos gestionados).**

Nos enorgullece el renombre que ha alcanzado Columbia Threadneedle Investments en el ámbito de la inversión en pequeñas compañías. En Europa, el European Smaller Companies Fund, nuestra estrategia más antigua, celebró su 25.º aniversario este año con un resultado envidiable: una rentabilidad de más del 2.450% durante dos décadas y media, una cifra que supera con creces la rentabilidad del índice de referencia del 650% (gráfico 1)¹. En vista de esta ilustre trayectoria, consideramos que nos hallamos en buena posición para responder a algunas preguntas sobre el entorno actual.

¿Por qué invertir en pequeñas compañías?

Las pequeñas compañías suelen enmarcarse en el estilo de inversión de «crecimiento», en lugar de «valor», un rasgo distintivo de la clase de activos con respecto a las grandes capitalizaciones. Esto se debe a que resulta más sencillo duplicar los beneficios cuando una compañía gana 1 millón de EUR que cuando gana 1.000 millones de EUR. En términos de estilo, los índices de pequeña capitalización presentan una mayor correlación con los índices

¹ Fuente: Columbia Threadneedle Investments y Factset, a 31 de marzo de 2023. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

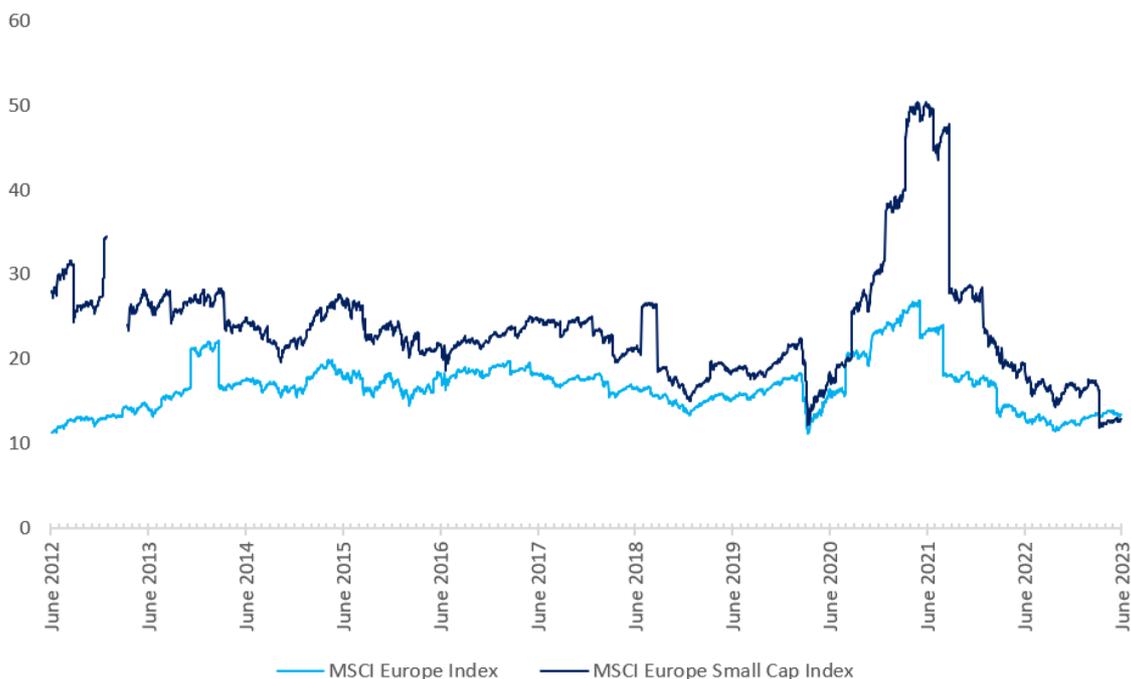
de crecimiento que con los índices de valor, con ponderaciones más abultadas en tecnología y tecnología médica que en sectores de valor tradicionales, como la energía, los servicios públicos y la banca.

Como inversores, nos interesa que los títulos de crecimiento sigan registrando mayores rentabilidades: a largo plazo, los precios de las acciones suelen replicar la evolución de los beneficios e ingresos, por lo que unos sólidos beneficios vienen acompañados de unos precios de las acciones más elevados. A corto plazo, esto no siempre es así. Si los títulos de crecimiento resultan sobrevalorados —es decir, si el mercado los valora a un múltiplo PER excesivo—, podrían sufrir una cierta corrección. Esto ocurrió en 2022 cuando los inversores rotaron del estilo crecimiento al estilo valor, lo que provocó un brusco reajuste de las valoraciones de las compañías de crecimiento y de las pequeñas compañías en particular.

Esto se debió principalmente a las subidas de los tipos de interés que se acometieron para contener la inflación. Las presiones inflacionarias procedieron de los cuellos de botella en las cadenas de suministro y, de manera más importante, de los efectos del conflicto en Ucrania (a saber, encarecimiento de la energía y escasez de productos alimentarios esenciales). Pese al impacto subyacente en términos operativos y de resultados, las compañías de crecimiento, por lo general, pueden trasladar estos costes a los clientes.

Ahora bien, el impacto de valoración fue un factor crucial en la rentabilidad de mercado. El aumento de los tipos de interés afecta especialmente a las compañías que utilizan modelos de flujos de caja descontados para valorar las rentabilidades a largo plazo, ya que la valoración será menor si el tipo de descuento es más elevado. De hecho, el mercado se ve forzado a adoptar una mentalidad cortoplacista, al no poder asignar elevadas valoraciones a modelos de negocios sostenibles a largo plazo con beneficios repetibles y predecibles. El siguiente gráfico ilustra la caída de las valoraciones de las compañías europeas de pequeña capitalización en comparación con las grandes capitalizaciones europeas.

Gráfico 1: en términos de PER absoluto y relativo, las pequeñas capitalizaciones europeas



vuelven a ser baratas

Fuente: Bloomberg, junio de 2023

¿Por qué invertir en Europa?

Europa ha quedado a la zaga de Estados Unidos durante varios años, con un crecimiento económico y de los beneficios más lento. El Viejo Continente ha mostrado sensibilidad tanto al ciclo económico como a influencias externas perjudiciales, como las cambiantes condiciones comerciales a escala mundial, la desglobalización, la pandemia de coronavirus y los consiguientes confinamientos y la guerra en Ucrania. Ahora bien, la región ha comenzado a despuntar, con rentabilidades superiores a las estadounidenses en 2022 y un buen arranque de año en 2023. Parte de esa sensibilidad podría suponer una ventaja; por ejemplo, durante la fase de reapertura de China, sus consumidores podrían adquirir más bienes de consumo europeos.

A muchos les preocupa que el mundo sea ahora un lugar diferente. Ucrania y otros asuntos aportaron una indeseada dosis de inflación, así como un endurecimiento de las políticas monetarias. Entonces, ¿cómo se comporta Europa en este contexto? La reacción inicial fue negativa. Ucrania es un país cercano en términos geográficos, y Europa, con un suministro energético insuficiente, tuvo que desvincularse de la energía rusa, un proceso que trajo consigo más costes y presiones inflacionarias que en cualquier otra parte del mundo.

Europa ha atravesado una crisis del coste de la vida, y las compañías europeas de elevado consumo de energía se han visto sometidas a presión, sobre todo aquellas con un limitado poder de fijación de precios, puesto que no pueden repercutir los costes adicionales y sufren una contracción de los márgenes, y aquellas cuyos ingresos o beneficios presentan un carácter cíclico. No obstante, el proceso de desvinculación casi ha llegado a su fin y ha sido todo un éxito. La tendencia de los precios del gas y del petróleo se ha invertido. Si se produjera otro

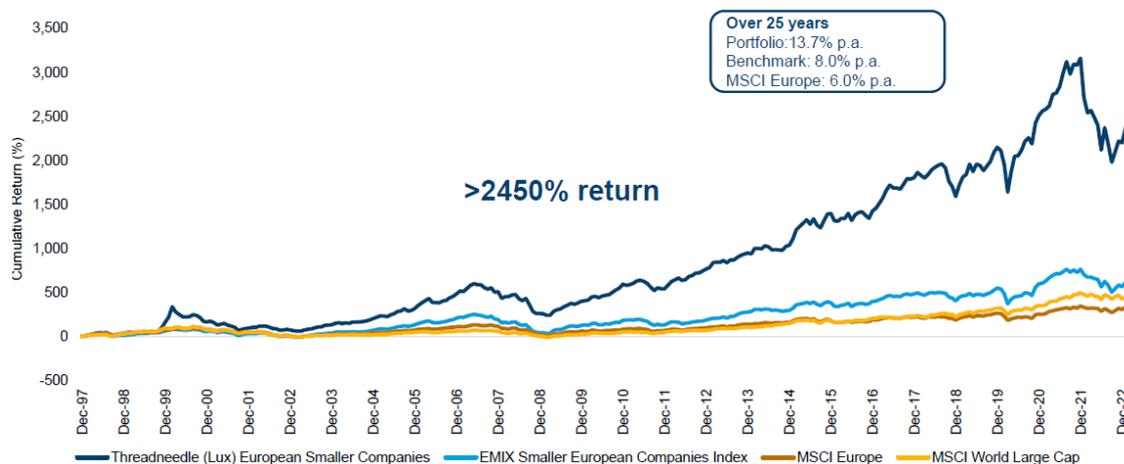
episodio inflacionario, probablemente se deberá al crecimiento de los salarios, y es el mercado laboral de Estados Unidos el que se halla tensionado, y no el de Europa. Así pues, la Reserva Federal podría afrontar mayores presiones que el Banco Central Europeo (BCE).

¿Por qué elegir Columbia Threadneedle para invertir en pequeñas compañías europeas?

Después de más de dos décadas aportando resultados satisfactorios para nuestros clientes y adoptando un enfoque constante y especializado, nos hemos convertido en uno de los principales gestores de pequeña capitalización del mercado (en términos de activos gestionados). Ahora bien, no podemos negar que las tendencias de estilo en el mercado el año pasado fueron poco favorables. En nuestra opinión, esto ofrece a los inversores a largo plazo un excelente punto de entrada: nuestra cartera y las compañías en las que invertimos son muchísimo más baratas que hace 18 meses. El problema al que nos enfrentamos fue que los movimientos en los tipos de interés hicieron mella en las valoraciones, y cuanto más elevadas eran las valoraciones, más duro fue el golpe. Por lo tanto, nuestras carteras (con valoraciones más caras que el índice, y bien merecidas puesto que invertimos en las mejores compañías) se depreciaron más que el índice.

Presentamos un sesgo hacia la calidad, y apostamos por las mejores compañías de Europa. ¿Por qué debería funcionar este enfoque en el contexto actual? En un entorno de inflación al alza, resulta esencial disponer de poder de fijación de precios. En un entorno de tipos de interés al alza, resulta crucial contar con balances más saneados y unos beneficios capaces de absorber los costes por intereses. En un mundo más respetuoso del medioambiente, se necesitan productos y servicios más «verdes». Por lo tanto, los factores clave de nuestro análisis nunca han sido tan pertinentes. Apostamos por compañías bien financiadas y seguras. Nuestras credenciales ecológicas proceden de sólidas calificaciones de fondos de MSCI y una reducida huella de carbono —y algunos de nuestros fondos, como el Threadneedle (Lux) European Smaller Companies Fund, se clasifican como productos artículo 8 del Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (para inversores de la EU)—.

Gráfico 2: Rentabilidad de la estrategia European Smaller Companies batiendo a los principales índices



Fuente: Columbia Threadneedle Investments y Factset, a 31 de marzo de 2023. La cifra superior a 2.450% hace referencia a la rentabilidad acumulada desde el lanzamiento; los datos a 25 años están anualizados. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. Todos los datos se muestran de manera geométrica y en EUR. Las rentabilidades de los fondos, brutas de gastos, representan tasas de rentabilidad ponderadas en el tiempo netas de comisiones, costes de transacción e impuestos no recuperables sobre dividendos, intereses y plusvalías utilizando los últimos precios cotizados de las inversiones o los precios de venta. Los flujos de caja se calculan al final del día y excluyen los gastos de entrada y de salida. Las rentabilidades del índice incluyen las plusvalías y presuponen la reinversión de los ingresos. El índice no incluye comisiones o gastos, y los inversores no pueden invertir directamente en él. La rentabilidad de su inversión puede variar como consecuencia de las fluctuaciones de los tipos de cambio si sus inversiones se realizan en una moneda distinta de la utilizada para calcular la rentabilidad pasada. Las cifras hacen referencia a una cuenta representativa. Con fines meramente ilustrativos. No debe interpretarse como una oferta o una invitación de compraventa. Fecha de lanzamiento: 10 de noviembre de 1997.

¿Qué depara el futuro?

En 2022, los títulos de estilo valor experimentaron un repunte en detrimento de los títulos de estilo crecimiento, si bien esta tendencia se ha invertido parcialmente en 2023. El índice MSCI Small Cap registró una rentabilidad total del -23,3% en el periodo de seis meses hasta junio de 2022, lo que contrasta con el -13,4% del índice MSCI Europe². El principal sector en terreno positivo en ambos índices fue la energía, donde la representación de las grandes capitalizaciones duplica la de las pequeñas capitalizaciones. Este periodo de seis meses se reveló como el peor para nuestro fondo en términos de rentabilidad relativa.

No obstante, el problema guarda una relación más estrecha con las metodologías de valoración. En el futuro inmediato, nuestras perspectivas resultan más halagüeñas. En primer lugar, es posible que el impacto de las subidas de tipos de interés sea una corrección puntual de las valoraciones, gran parte de la cual ya ha tenido lugar. Nos estamos acostumbrando a la idea de que el dinero gratis, por muy agradable que haya sido, no era sostenible, aunque esto no significa necesariamente que los tipos de interés se mantendrán en cotas elevadísimas en el futuro. A largo plazo, los niveles de valoración siguen la estela de los beneficios, y los títulos de crecimiento (que, por definición, muestran una expansión de los beneficios más rápida) han atravesado dificultades porque el valor ligado a esos crecientes beneficios se ha visto afectado.

Existe tal vez otro motivo para el optimismo, al menos en términos relativos. Muchos observadores consideran que una recesión global está a la vuelta de la esquina, un escenario

² Factset, junio de 2023

que corroboran nuestras perspectivas y nuestros análisis macroeconómicos. En un entorno recesivo, los modelos de negocios más cíclicos, menos estables y más arriesgados seguramente se verán perjudicados de forma desproporcionada. Los modelos de crecimiento, caracterizados por unas rentabilidades más sostenibles y una menor exposición al ciclo económico, probablemente lograrán capear mejor la tormenta y, en consecuencia, sus beneficios podrían catapultar las valoraciones.

Por lo tanto, las perspectivas de los títulos de crecimiento podrían gozar de un renovado atractivo, lo que a su vez beneficiará a las pequeñas empresas, dada su mayor orientación al estilo crecimiento que sus homólogas de gran capitalización. Nuestro enfoque es posiblemente más excesivo que el del índice. En efecto, debido al uso intensivo del modelo de las cinco fuerzas de Porter y nuestro énfasis en el poder de fijación de precios, en los «fosos económicos» (o ventajas competitivas) y en los modelos de negocios de elevada calidad, nuestra orientación hacia los títulos de crecimiento es incluso más pronunciada que la del índice de pequeña capitalización. Aunque esto se ha traducido —lamentablemente, aunque no de forma inesperada— en rentabilidades relativas decepcionantes en 2022, una inversión de esta tendencia, propiciada por el final de la rotación hacia el estilo valor y la constatación de que una recesión plantea riesgos para unos modelos de negocios frágiles, podría revelarse beneficiosa para nuestra estrategia.

Podríamos aducir argumentos similares acerca del reciente repunte de la inflación y sus repercusiones en el mercado. El aumento de la inflación ha provocado perturbaciones a corto plazo, y ha afectado tanto a las economías como a los modelos de negocios. Además, es una de las causas principales del incremento de los tipos de interés. Una inflación al alza incidirá de forma más negativa en los títulos de estilo valor que en los títulos de crecimiento, y más concretamente en el tipo de títulos de crecimiento en los que invertimos.

Nuestro enfoque a largo plazo con respecto al poder de fijación de precios y sus ventajas resulta aún más pertinente en el actual entorno macroeconómico. Las compañías con tales características pueden trasladar cualquier aumento de los costes ligados a las materias primas y la producción a sus clientes sin apenas efectos negativos. Los títulos de estilo valor que no puedan trasladar los mayores costes a sus clientes (a través de un aumento de los precios) sufrirán una contracción de los márgenes, al tiempo que se resienten de los mayores tipos de interés.

Por último, el mercado de pequeña capitalización ya ha atravesado periodos similares, y se ha recuperado. En 2013, el repunte de los títulos de estilo valor se vio propiciado por la promesa del BCE de «hacer lo que haga falta» para proteger el euro. En 2016, el repunte de los títulos de estilo valor se vio alentado por el Brexit y la expectativa de que la inesperada victoria de Donald Trump reactivara la economía. En ambas ocasiones el repunte fue perdiendo fuelle y nuestra rentabilidad relativa volvió a encauzarse.

En esta ocasión, la rotación se ha revelado más virulenta, aunque la probabilidad de una recesión —que aliente un renovado interés en los modelos de negocios de elevada calidad— sugiere que no durará mucho tiempo. En el primer trimestre ya observamos un cierto retorno hacia la calidad, y logramos recuperar parte del terreno perdido.

Threadneedle Europe ex UK Small Cap Composite

GIPS Report

Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC

Reporting Currency: USD

Statement of Performance Results

Calendar Year	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)	Composite 3-Yr St Dev (%)	Index 3-Yr St Dev (%)	Internal Dispersion (%)	Number of Portfolios	Total Composite Assets (mil.)	Total Firm Assets (bil.)
2022	-33.98	-34.55	-26.40	26.03	26.52	N.A.	≤ 5	1,847.9	114.86
2021	16.00	15.03	14.33	20.13	22.26	N.A.	≤ 5	3,217.0	161.32
2020	26.50	25.87	22.68	21.17	22.95	N.A.	≤ 5	3,004.3	149.82
2019	30.73	30.09	25.47	13.87	13.30	N.A.	≤ 5	2,762.0	140.52
2018	-15.44	-15.87	-17.79	14.10	14.51	N.A.	≤ 5	2,447.4	121.83
2017	42.23	41.54	34.97	13.11	13.50	N.A.	≤ 5	3,049.1	147.49
2016	-1.25	-1.74	3.38	13.88	14.64	N.A.	≤ 5	1,868.5	130.04
2015	18.33	17.75	10.80	12.12	14.53	N.A.	≤ 5	2,051.8	141.34
2014	-4.75	-5.22	-7.63	13.19	17.36	N.A.	≤ 5	1,622.5	148.22
2013	26.58	25.96	40.07	16.49	21.84	N.A.	≤ 5	2,268.8	147.97

Annualised Trailing Performance as of 31 December 2022

Period	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)
1 Year	-33.98	-34.55	-26.40
5 Years	1.38	0.73	1.27
10 Years	7.93	7.32	7.85
Inception	10.14	9.56	6.98

Inception Date: 31 December 1999

1. Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC, en adelante «la Firma», manifiesta su adhesión a las normas internacionales de medición y presentación Global Investment Performance Standards (GIPS®) y ha elaborado y presentado este informe con arreglo a dichas normas. Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC ha sido objeto de controles independientes por Ernst & Young LLP respecto de los periodos comprendidos entre el 1 de enero de 2000 y el 31 de diciembre de 2021. Los informes del examen de control se pueden obtener previa solicitud. Una firma que manifieste su adhesión a las normas GIPS debe establecer políticas y procedimientos para ajustarse a todas las exigencias aplicables de las normas GIPS. El examen de control proporciona garantías de que las políticas y procedimientos de la firma en relación con el mantenimiento del agregado y de los fondos colectivos, así como con el cálculo, la presentación y la distribución de la rentabilidad, se han diseñado de conformidad con las normas GIPS y se han aplicado a escala de toda la organización. El examen de control no proporciona garantía sobre la exactitud de ningún informe específico de rentabilidad. GIPS® es una marca registrada del CFA Institute. El CFA Institute no avala ni promociona esta organización, ni garantiza la exactitud o calidad del contenido que se halla en este documento.

2. La «Firma» se define como la suma de todas las carteras gestionadas por Columbia Threadneedle Investments EMEA APAC (hasta el 1 de enero de 2021, la denominación de la firma era Threadneedle Asset Management) lo que incluye a Threadneedle Asset Management Limited, (TAML), Threadneedle International Limited, (TINTL), Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, (TIS) y Threadneedle Management Luxembourg S.A. (TMLSA), pero excluye las carteras inmobiliarias que invierten directamente. La definición de la firma se amplió en 2015 para incluir las carteras gestionadas por las afiliadas de Threadneedle Asset Management en Singapur recién constituidas en aquella fecha. TAML y TINTL están autorizadas y reguladas en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Asimismo, TINTL está registrada como asesora de inversiones ante la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de EE. UU. y como asesora de operaciones de *commodities* ante la Comisión de Negociación de Futuros sobre Materias Primas (CFTC) de EE. UU. TIS está regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore). TMLSA está autorizada y regulada en Luxemburgo por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). El 1 de julio de 2020, Threadneedle Asset Management Malaysia Sdn. Bhd (TAMM) fue excluida de la firma. Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle. A partir del 30 de marzo de 2015, el grupo de compañías de Columbia y Threadneedle, que comprende varias firmas independientes y diferenciadas que cumplen las normas GIPS, comenzaron a utilizar la marca mundial Columbia Threadneedle Investments.

3. La estrategia invierte en acciones de compañías domiciliadas en Europa Continental o que desarrollen una parte importante de sus actividades en esta región. Por lo general, las compañías en las que invierte la estrategia no se incluirán (en el momento de la adquisición) en el grupo de las 300 compañías más grandes de Europa (medidas en función de la capitalización de mercado de flotación libre). Se podrá recurrir a los instrumentos derivados con fines de gestión eficaz de la cartera y gestión de los tipos de cambio. El uso principal de los derivados no tendrá como finalidad crear una posición de inversión sumamente apalancada. El agregado se creó el 30 de junio de 2006.

4. Las rentabilidades brutas de comisiones representan tasas de rentabilidad ponderadas en el tiempo con flujos de caja al final del día. Las rentabilidades reflejan la reinversión de los dividendos y otros beneficios, y se muestran netas de comisiones y otros costes de transacción. Las rentabilidades del agregado se calculan empleando las ponderaciones de cartera subyacentes al inicio del periodo y rentabilidades mensuales. Las rentabilidades periódicas están ligadas geoméricamente para generar rentabilidades de periodos más largos. Las rentabilidades netas de

comisiones se calculan deduciendo de la rentabilidad bruta mensual la comisión representativa. Antes del 30 de septiembre de 2022, las rentabilidades brutas se calculaban empleando valoraciones globales diarias al cierre autorizadas, con flujos de caja al inicio del día, y se presentaban antes de comisiones de gestión y de depósito pero una vez deducidos los gastos de negociación. Las políticas empleadas para valorar las inversiones, calcular la rentabilidad y preparar presentaciones de informes GIPS, junto con la lista de descripciones del agregado, la lista de descripciones para los fondos colectivos con distribución limitada, y la lista de fondos colectivos con distribución amplia, se pueden obtener previa solicitud.

5. La dispersión de las rentabilidades anuales se mide por la desviación típica con ponderación equivalente de las rentabilidades de las carteras representadas dentro del agregado durante todo el año. La dispersión solo se muestra en los casos en los que existan seis o más carteras durante todo el periodo al que se refiere la información. La desviación típica no se presentará a menos que se disponga de datos de rentabilidad mensual en relación con 36 meses.

6. La desviación típica *ex-post* anualizada de tres años mide la variabilidad registrada por las rentabilidades del agregado y del índice de referencia (brutas de comisiones) durante el anterior periodo de 36 meses.

7. La siguiente estructura de comisiones constituye la actual estructura de comisiones representativa para clientes institucionales que buscan servicios de gestión en la estrategia designada: 0,85% en los primeros 50 millones de GBP; 0,75% en los siguientes 100 millones de GBP; 0,65% en los siguientes 350 millones de GBP; 0,6% a partir de esa última cifra. La información sobre la rentabilidad bruta de comisiones no refleja la deducción de las comisiones de gestión. La siguiente declaración demuestra, con un ejemplo hipotético, el efecto compuesto que tienen las comisiones en la rentabilidad de la inversión: Si la rentabilidad anual de una cartera es del 10% en un periodo de 5 años y la comisión anual de gestión es de 85 puntos básicos, la rentabilidad bruta total a 5 años sería del 61,1% y la rentabilidad a 5 años neta de comisiones sería del 54,3%.

8. El índice de referencia para este agregado se modificó al EMIX Smaller European Companies Ex UK a partir del 3 de octubre (el SSB Europe Extended en GBP antes de esa fecha), ya que ese índice refleja mejor el enfoque de inversión de la estrategia. La serie del índice EMIX Smaller European abarca las compañías de menor tamaño de los países desarrollados de Europa (excl. el Reino Unido). Las compañías se seleccionan en función de su tamaño y liquidez, con el fin de garantizar que las pequeñas empresas no son menos líquidas que, como mínimo, las grandes capitalizaciones de menor liquidez. Las rentabilidades del índice reflejan la reinversión de los dividendos y otros beneficios y no se incluyen en el informe del examen de control independiente.

9. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros y existe el riesgo de pérdida de valor. No existe garantía alguna de que se logre el objetivo de inversión o se alcancen las expectativas de rentabilidad. Cuando se comparen estos resultados con los publicados por otras entidades de asesoramiento de inversiones, otros vehículos de inversión e índices no gestionados, se debe tener en cuenta que podrían existir diferencias como consecuencia de los métodos de cálculo aplicados.

10. Antes del 31 de marzo de 2022, el agregado se denominaba Threadneedle Europe ex UK Eq Small Co Composite. El cambio solo afectaba al nombre.



Aviso legal

INFORMACIÓN IMPORTANTE. DIRIGIDO EXCLUSIVAMENTE A INVERSORES PROFESIONALES (no debe entregarse a terceros ni emplearse con ellos). Con fines publicitarios.

Su capital está sujeto a riesgos. Este material no debe considerarse una oferta, invitación, asesoramiento o recomendación de inversión. Esta comunicación es válida en la fecha de publicación y puede sufrir cambios sin previo aviso. La información obtenida de fuentes externas se considera fiable, si bien no puede garantizarse su precisión o integridad. Los parámetros de inversión reales son acordados y expuestos en el folleto o contrato formal de gestión de inversión. Este documento incluye estrategias gestionadas por Threadneedle Asset Management Limited (TAML), entidad autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA).

TAML presta servicios de subasesoramiento a Threadneedle Management Luxembourg S.A en relación con cuentas discretionales gestionadas. Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A., sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo).

Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.

columbiathreadneedle.com

07.23 | 5759194