
Pequeñas y medianas compañías europeas

Febrero de 2024



Francis Ellison

Gestor de Carteras de Clientes, Renta Variable Europea

- **La subida de los tipos de interés ha socavado la cotización de las compañías más pequeñas en expansión. Ahora bien, dichos tipos de interés no han repercutido necesariamente en la rentabilidad operativa de estas compañías**
- **La inflación cede terreno, los tipos de interés marcan máximos y los beneficios empresariales experimentan un crecimiento, lo que torna atractivas las valoraciones de los títulos de pequeña capitalización**
- **Esto apuntala el resurgimiento de las rentabilidades superiores en aquellas compañías que demuestran calidad y crecimiento**

Los tipos de interés y el coste del capital desempeñan un papel clave en la rentabilidad de las compañías más pequeñas en expansión. Muchos inversores adquieren compañías más pequeñas por el crecimiento y no por el valor. Hay varios motivos que sustentan este razonamiento, entre los que cabe incluir los siguientes:

- Los riesgos de invertir en un modelo de menor crecimiento a una valoración barata resultan más elevados en el caso de las compañías más pequeñas
- Los balances son más vulnerables
- Los modelos de negocio están más centrados y menos diversificados
- La liquidez representa un desafío, de ahí que los inversores puedan opinar que la venta de acciones resulta cara o complicada de materializar cuando surgen malas noticias

Esto implica que es más seguro poner el foco en la calidad y el crecimiento, y comprar modelos de negocio de confianza que presentan beneficios sostenibles y recurrentes y, en última instancia, un sólido crecimiento. La contrapartida es que estas compañías exhiben valoraciones más altas.

Estos factores revisten importancia siempre, aunque se tornan más relevantes con los tipos altos y cuando se deteriora el entorno económico.

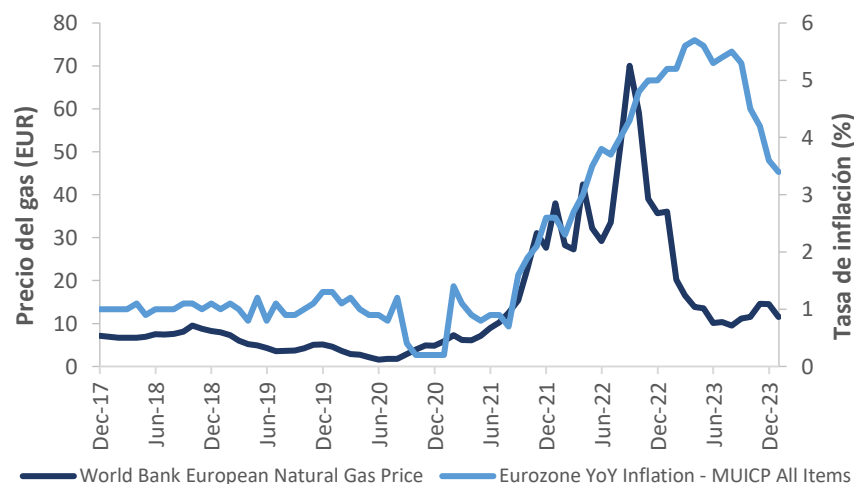
Las compañías de crecimiento se suelen valorar por medio de modelos de flujos de caja descontados (DCF, por sus siglas en inglés), en que las hipótesis sobre tipos de interés constituyen una variable indispensable de la ecuación. Explicado de forma sencilla, un modelo DCF valora el flujo futuro de beneficios en efectivo, al descontar el valor de los beneficios posteriores usando los tipos de interés. La subida de los tipos de interés trae consigo una caída de los beneficios futuros por debajo de los que se cosechan en la actualidad. Un flujo de rentabilidades a largo plazo que antes presentaba una excelente valoración vale menos si se descuenta a un tipo más alto.

En los últimos dos años se han presenciado repuntes en los tipos de interés que han venido impulsados por la inflación. A medida que se fueron relajando las restricciones por la pandemia de la COVID-19 y la demanda repuntaba, las cadenas de suministros se vieron sometidas a presión, lo que agravó las presiones inflacionistas. Esto se vio exacerbado por la guerra de Ucrania, puesto que los precios del petróleo y el gas se dispararon y las naciones occidentales buscaron la independencia energética de Rusia. La larga temporada de baja inflación y bajos tipos llegó a su fin. Las cadenas de suministro se han ajustado desde entonces, si bien hay que sumar unas nuevas amenazas al prolongado pulso con Rusia: el conflicto en Israel y Gaza, que se extiende a los ataques en el mar Rojo, y nuevos problemas con Irán y sus aliados, además de las tensiones entre China y Taiwán. Vemos una tendencia contraria a la globalización (relocalización hacia el ámbito nacional o cerca de él), y hacia un mayor estímulo gubernamental.

En un principio, los bancos centrales subestimaron el problema de la inflación y tuvieron que emprender una rápida subida de tipos con el fin de reflejar los nuevos riesgos. Ahora, pese a la incertidumbre en el ámbito geopolítico, la tendencia hacia la subida de tipos parece haber terminado.

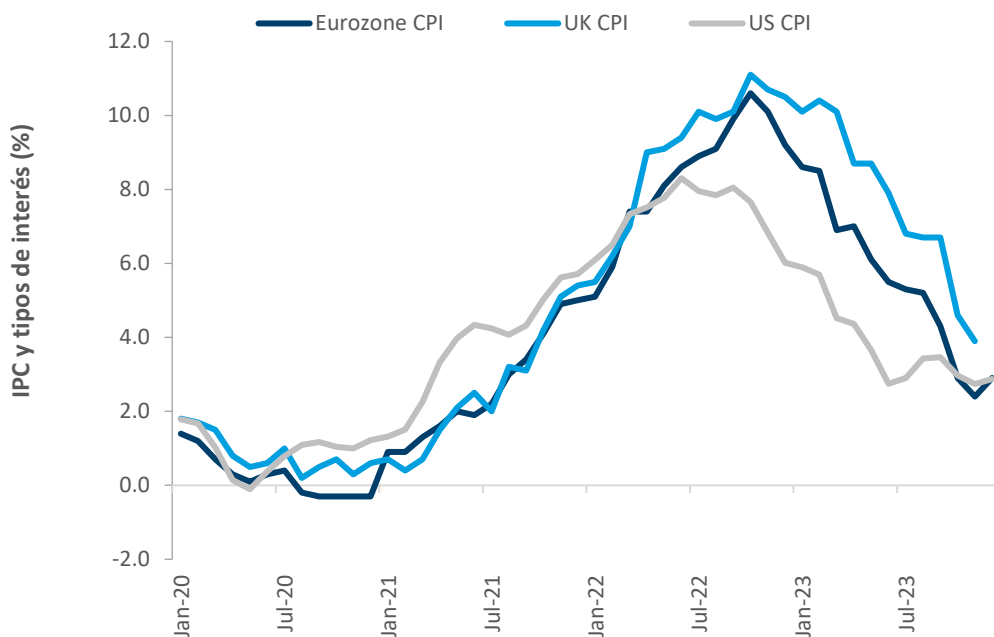
En Europa, los precios del gas natural catapultaron al alza la inflación en mayor medida que en Estados Unidos. El reciente abaratamiento del gas debería conllevar un retroceso de la inflación en Europa (gráficos 1 y 2) y un repunte de los tipos.

Gráfico 1: Los precios del gas en el Viejo Continente han marcado máximos y la inflación ahora retrocede



Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023

Gráfico 2: La inflación en Europa ahora retrocede



Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023

El PIB en la zona euro se estancó a lo largo de 2023. El aumento de la inflación y de los tipos de interés constituyó una de las principales causas, ya que afectó a la inversión de capital y a la confianza de los consumidores. La elevada inflación se tradujo en una mayor mengua de la renta disponible, mientras que la subida de los tipos de interés elevó los costes de las hipotecas y los alquileres. Por consiguiente, los consumidores y las empresas se apretaron los cinturones. Si los tipos de interés han tocado techo, aunque esta austeridad no revierta con rapidez, podríamos haber llegado al punto más bajo.

Aunque suene contrario a la lógica, un menor crecimiento resulta propicio para los valores de crecimiento, siempre y cuando la compañía pueda seguir expandiéndose y contrarreste la tendencia a la desaceleración de la economía en general. Esto puede ser difícil de lograr, pero, si se materializa, la compañía cotizará con una prima, en primer lugar, porque su crecimiento es más raro y, en segundo lugar, porque puede que el debilitamiento del crecimiento económico provoque una bajada de los tipos de interés, lo que espolearía las valoraciones sobre la base del modelo DCF. Si podemos encontrar compañías que resistan tipos de interés más altos —es decir, en las que el impacto se haya producido únicamente en las valoraciones y no en el negocio subyacente—, son buenas inversiones, y el revés generado se ha traducido en una interesante oportunidad de compra.

La rentabilidad de las compañías más pequeñas frente a las grandes

A lo largo de los tres últimos años, las compañías más pequeñas se han comportado peor que las de gran capitalización (gráfico 3). Sufrieron una mayor presión debido a su orientación al crecimiento, así como a una menor representación en los sectores que se beneficiaron del

cambio de entorno: los valores petroleros (beneficiados por la subida de los precios) y los bancos (mayores márgenes de intereses). La fragilidad en los mercados repercute en mayor medida en las cotizaciones de las compañías más pequeñas si se comparan con las compañías de mayor calado, dado que los encargados de la asignación de activos pasaron a infraponderar una clase de activos percibida como más arriesgada o volátil. Si los precios del petróleo, la inflación y los tipos de interés han tocado techo, es muy posible que esta tormenta perfecta haya amainado.

Gráfico 3: Rentabilidades acumuladas de los índices MSCI Large Cap y MSCI Small Cap

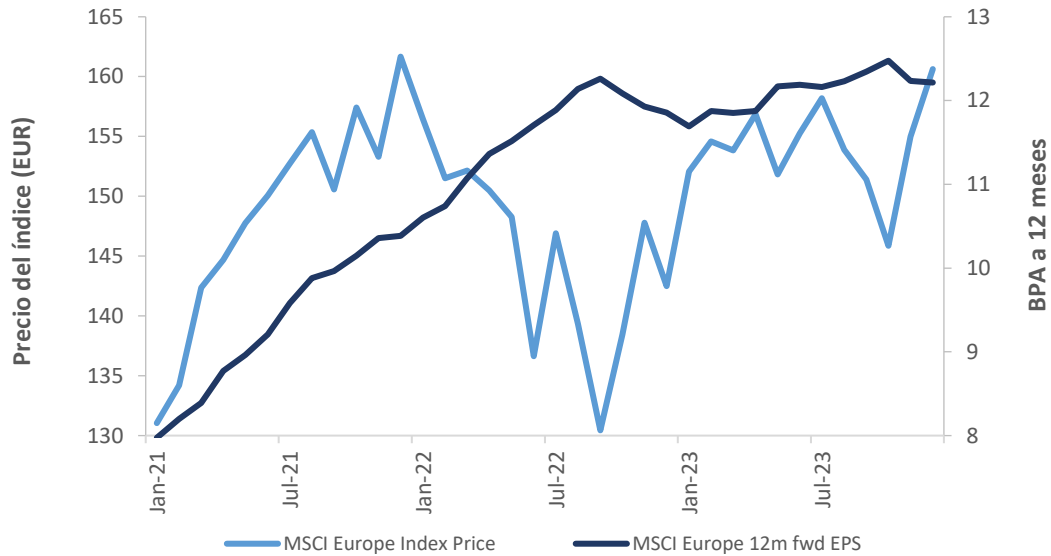


Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023

Valoraciones

A pesar del débil contexto económico y de la volatilidad geopolítica, las revisiones de los beneficios por acción de la zona euro resultaron positivas hasta 2023 (gráfico 4). Ahora Europa presenta unas atractivas valoraciones, en particular si se compara con Estados Unidos. Las compañías más pequeñas sacarán partido de esta situación tanto como sus homólogas de mayor magnitud.

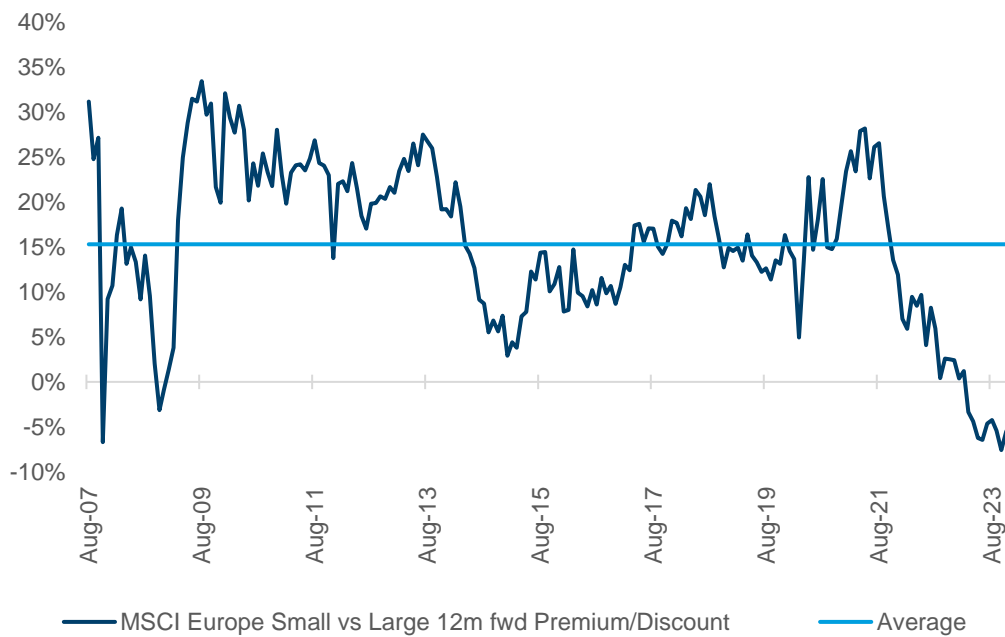
Gráfico 4: Los beneficios europeos siguen siendo objeto de revisiones al alza



Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023

Dado que los resultados se han quedado a la zaga de los valores de gran capitalización, las compañías más pequeñas de Europa parecen más interesantes en términos de valoración relativa que en cualquier otro momento desde la crisis financiera mundial (gráfico 5).

Gráfico 5: Los valores de pequeña capitalización en Europa cotizan con descuento por primera vez desde la crisis financiera mundial

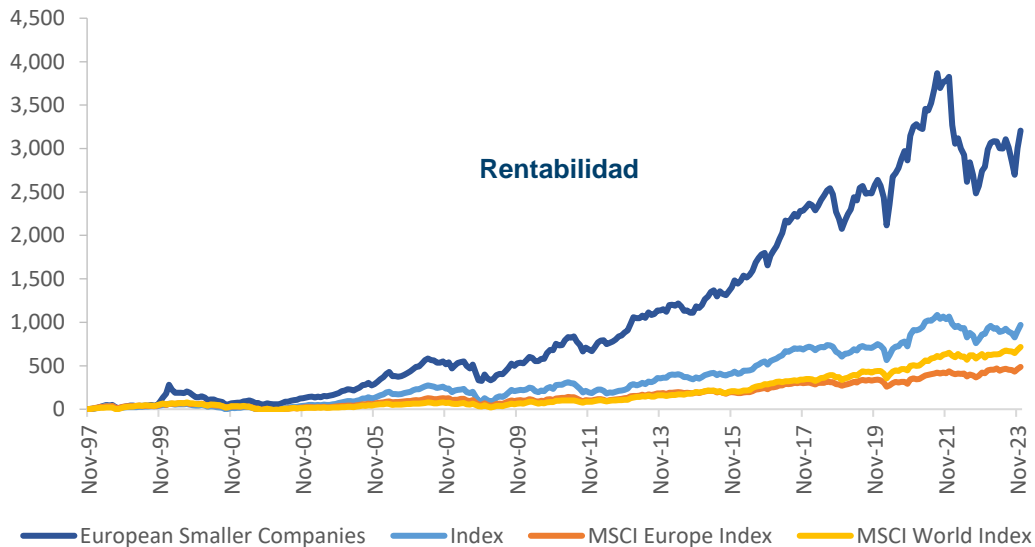


Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023

Rentabilidad de Columbia Threadneedle Investments

Nuestro equipo dedicado a las compañías más pequeñas atesora un envidiable historial a largo plazo. La rentabilidad de nuestra estrategia relativa a las compañías más pequeñas de Europa, que conmemoró su vigésimo quinto aniversario en 2022, se ilustra en el gráfico 6.

Gráfico 6: Rentabilidad superior a largo plazo de la estrategia relativa a las compañías de Europa más pequeñas



Fuente: Columbia Threadneedle Investments y Factset, a 31 de diciembre de 2023. La rentabilidad acumulada desde el lanzamiento supera el 3.200%. 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.

Como comentado, 2022 representó una tormenta perfecta a la que nuestras carteras no fueron inmunes. Si bien muchas de nuestras compañías cosecharon el éxito desde un punto de vista operativo, aunque las valoraciones se vieron castigadas. Nuestra estrategia de aprovechar los puntos fuertes de las compañías más pequeñas, comprando compañías con modelos de negocio sostenibles y predecibles que generan rentabilidades elevadas y crecientes, resultó más perjudicada que el índice.

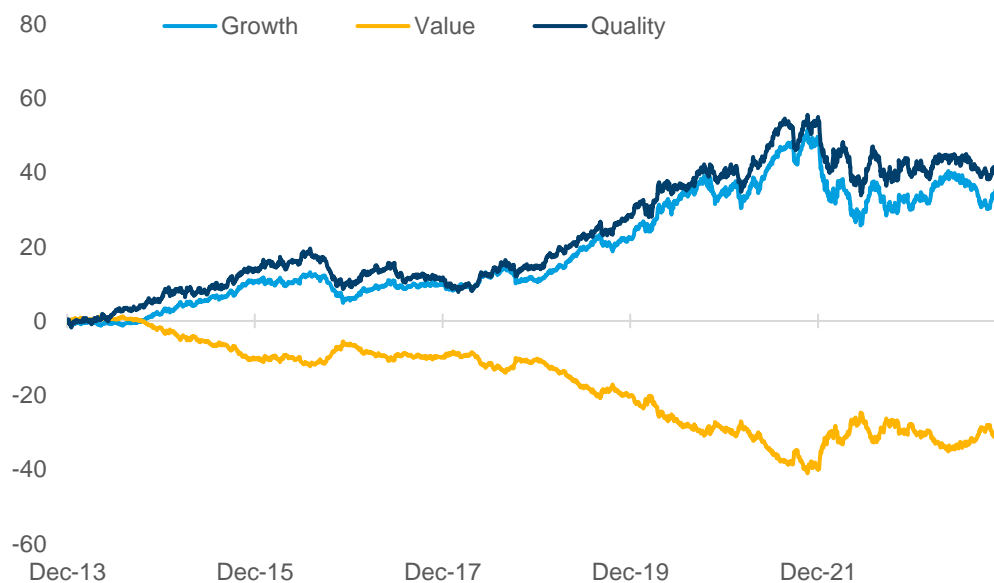
Ahora bien, somos de la opinión de que la tormenta se ha terminado. El entorno macroeconómico podría retornar a tendencias previas (al menos en parte), el crecimiento podría volver a justificar unas valoraciones superiores y las compañías de gran calidad podrían recuperar su estatus de primera fila.

No hemos permanecido inactivos ante un entorno de mercado cambiante. Nuestro proceso siempre se ha mostrado flexible, y se ha nutrido de cada uno de sus miembros y del equipo. En estos instantes, somos aún más rigurosos a la hora de reevaluar las compañías en que las malas noticias pudiesen haber desencadenado caídas en las cotizaciones. Trabajamos con compañeros del departamento de gran capitalización que disponen de un conocimiento detallado de los sectores y las compañías de Europa continental. También trabajamos con nuestro equipo de renta variable del Reino Unido, líder en el sector, que nos ayuda a identificar a los mejores de ese mercado. Trabajamos así mismo codo con codo con un equipo interno de especialistas que llevan a cabo estudios punteros sobre los sectores más importantes del mercado a nivel global.

Perspectivas

Seguimos haciendo hincapié en las firmas de mayor calidad en expansión que pueden prosperar en cualquier coyuntura macroeconómica. El aumento de los tipos de interés y, por tanto, de las tasas de descuento, nos obliga a ser cada vez más críticos con las valoraciones de estos valores.

Gráfico 7: La calidad se comporta mejor que el crecimiento y el valor a más largo plazo



Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023. Rentabilidad de los precios de los índices de estilo MSCI Europe normalizada frente al índice MSCI Europe.

Seguimos siendo cautelosamente optimistas; las valoraciones revisten atractivo tanto en términos absolutos como relativos, y la calidad vuelve gozar del favor de los inversores: la

caída de la inflación y el máximo de los tipos de interés beneficiarán a nuestras carteras de pequeña capitalización.

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.)
2023	21.06	20.05	17.55	23.57	21.68	N.A.	≤ 5	1,937.5	122.45
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

Annualized Trailing Performance as of December 31, 2023

Period	Gross-of-fees Return (%)	Net-of-fees Return (%)	Index Return (%)
1 Year	21.06	20.05	17.55
5 Years	8.92	8.15	8.77
10 Years	7.45	6.81	5.98
Inception	10.58	9.98	7.40

Inception Date: December 31, 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 2022. 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 se calculan netas de retenciones fiscales no recuperables sobre dividendos, intereses y plusvalías y se muestran antes de las comisiones de gestión y depositario, pero después de deducir los gastos de negociación. 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 rentabilidades se presentaron brutas de retenciones fiscales en origen. 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 es el MSCI Europe ex UK Small Cap. Antes del 30 de julio de 2023 era el EMIX Smaller European Companies Ex UK, cambio que se produjo cuando EMIX desmanteló sus índices. El índice MSCI Europe ex UK Small Cap refleja la evolución de los valores de pequeña capitalización de 14 mercados desarrollados (MD) en Europa. Con 732 componentes, el índice cubre cerca del 14% de la capitalización bursátil ajustada por libre flotación de los mercados desarrollados europeos, con la excepción del Reino Unido. 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.

**Información importante**

**Exclusivamente para uso de clientes profesionales y/o tipos de inversores equivalentes en su jurisdicción (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos).
Con fines publicitarios.**

Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Invertir implica un riesgo, entre los que cabe incluir el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos. El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto, o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. La inversión internacional conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables. Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad. La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A., sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, y/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., entidad regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

Este documento lo podrá facilitar una empresa afiliada que también forme parte del grupo de sociedades Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited en el Reino Unido; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

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

columbiathreadneedle.com

02.24 | CTEA6412018.1