

US EQUITIES

EL ARTE DE HACER MÁS CON MENOS

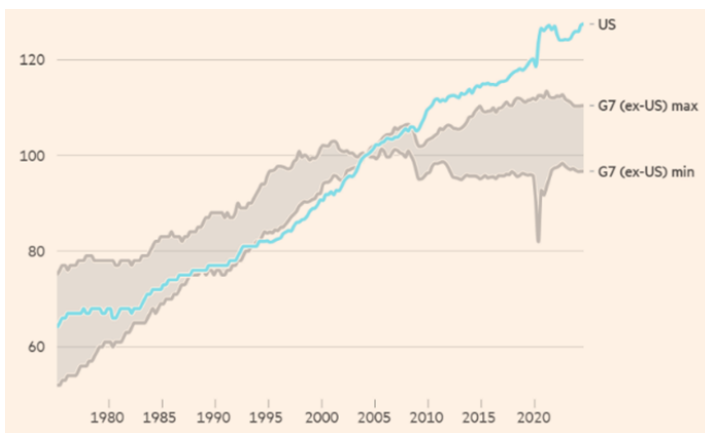
Por: El equipo de renta variable estadounidense de Comgest



¿Qué distingue a EE.UU. como el mercado bursátil más fuerte del mundo? Si bien muchos atribuyen su éxito al liderazgo tecnológico, las avanzadas instalaciones de investigación y sus abundantes recursos naturales, en Comgest creemos que el verdadero motor del crecimiento de EE.UU. es su productividad laboral. Nuestra estrategia de renta variable estadounidense busca aprovechar esta eficiencia, centrándose en empresas capaces de hacer más con menos recursos.

En la última década, el mercado bursátil estadounidense ha superado constantemente a sus homólogos internacionales. Desde 2014, el índice S&P 500, que reúne a las principales empresas de gran capitalización de EE. UU., ha generado una rentabilidad anualizada del 12,5%, superando ampliamente el 4,4% del índice MSCI World ex USA. Solo en el último año, el S&P 500 ha subido un 24,5%, marcando la cuarta vez desde 2019 que el índice logra ganancias superiores al 20%. Desde nuestra perspectiva, este rendimiento excepcional se debe a una combinación de factores, entre ellos el espíritu emprendedor del país, su avanzada infraestructura de investigación, su sistema educativo de primer nivel, el respeto por el estado de derecho y sus abundantes recursos naturales.

Figura 1. Productividad laboral de EE. UU. en comparación con el resto del G7 - Producción por hora trabajada, rebasado (100 = feb. 2004)



Fuente : Financial Times, Ocse, LSEG, statistiche nazionali, a Diciembre 2024.

En nuestra opinión, un factor crítico pero a menudo subestimado detrás del rendimiento superior de EE. UU. es su tasa de productividad laboral. Entre 1995 y 2019, la productividad por hora trabajada en EE. UU. aumentó un 50%, lo que equivale a un crecimiento anual del 2,1%.¹ En comparación, la productividad laboral de la eurozona creció solo un 28% en el mismo período, con una tasa anual del 1%. Tras la pandemia de COVID-19, EE. UU. ha ampliado aún más su ventaja en productividad laboral sobre el resto de los países del G7 (ver figura 1).² Entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2024, la productividad laboral en EE. UU. aumentó un 6,7%, frente a solo un 0,9% en la Unión Europea.³ En un contexto de descenso

¹ Da Silva et al. "Labour Productivity Growth in the Euro Area and the United States: Short and Long-Term Developments." European Central Bank, 23-Sept-2024.

² The G7 is an informal group of the world's most advanced economies, including Canada, France, Germany, Italy, Japan, the United Kingdom and the United States.

³ Da Silva et al. "Labour Productivity Growth in the Euro Area and the United States: Short and Long-Term Developments." European Central Bank, 23-Sept-2024.

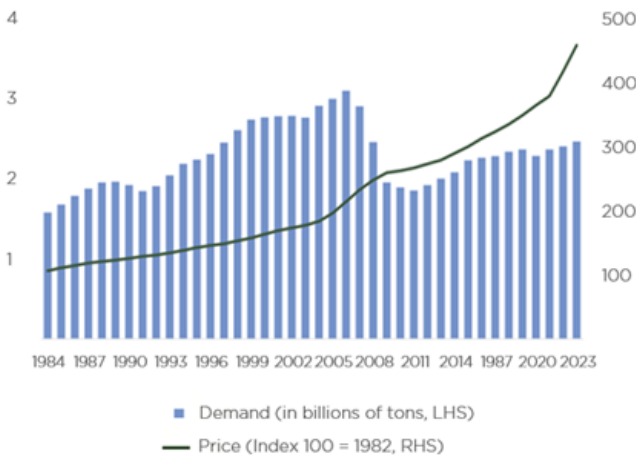
de las tasas de natalidad y del crecimiento poblacional, consideramos que la productividad laboral estadounidense es una señal clave de resiliencia económica, lo que refuerza nuestra convicción de que la economía de EE. UU. sigue teniendo un gran potencial de crecimiento.

En Comgest, mantenemos nuestro enfoque firme en encontrar empresas con fundamentos sólidos y ventajas competitivas duraderas, que creemos capaces de ofrecer rendimientos consistentes a largo plazo para nuestros clientes.

El posible regreso de Donald Trump a la Casa Blanca, con promesas de recortes fiscales y desregulación, junto con el auge de la inteligencia artificial (IA), ha impulsado el optimismo de los inversores sobre la posibilidad de un repunte prolongado del mercado estadounidense en 2025.⁴ Sin embargo, sostenemos que las decisiones de inversión no deben estar condicionadas ni por el discurso político ni por el rendimiento de sectores específicos como la IA. Desde la construcción hasta la cirugía robótica y la sanidad animal, el extenso mercado estadounidense ofrece innumerables oportunidades de crecimiento, más allá de las grandes tecnológicas conocidas como las "Magnificent Seven".⁵

BUILDING TOMORROW'S AMERICA TODAY

Figura 2. El poder de fijación de precios inigualable de Vulcan Materials



Fuente: Informe de resultados del tercer trimestre de 2024 de Vulcan Materials Company, Comgest, a fecha del 30-Oct-2024. La seguridad mencionada aquí puede no estar en la cartera en el momento en que reciba esta presentación. La seguridad discutida se proporciona únicamente con fines informativos, está sujeta a cambios y no constituye una recomendación para comprar o vender la seguridad. Cualquier pronóstico, proyección u objetivo proporcionado es solo indicativo y no está garantizado de ninguna manera.

Después de generaciones de abandono y deterioro, la red de infraestructuras de EE. UU., que incluye carreteras, ferrocarriles, aeropuertos y puentes, está sometida a una enorme presión y se encuentra rezagada respecto a otros países industrializados. En 2021, la Sociedad Americana de Ingenieros Civiles otorgó a EE. UU. una calificación de "C menos" en infraestructuras, citando el mal estado de las carreteras, una infraestructura aérea deficiente y una red eléctrica envejecida.⁶ Uno de cada tres puentes necesita ser reemplazado o reparado, y el 20% de todas las llegadas y salidas en aeropuertos sufren retrasos debido a la saturación de las instalaciones.⁷

Ante estos desafíos, se ha intensificado la inversión y el apoyo bipartidista para revitalizar las infraestructuras del país. Al mismo tiempo, los patrones de migración,⁸ tanto internacional como interna, probablemente ejercerán aún más presión sobre la ya obsoleta red de infraestructuras de EE. UU. Entre 2023 y 2024, la población del país creció cerca de un 1,0 %, registrando el mayor crecimiento demográfico desde 2001, impulsado por un fuerte aumento de la migración neta internacional. Los estados del sur y el oeste de EE. UU., como Florida, Texas, Nevada y Utah, se encuentran entre los de mayor crecimiento del país.⁸

Creemos que estos desafíos representan oportunidades para los inversores a largo plazo, especialmente para las empresas de la industria de la construcción. En nuestra opinión, **Vulcan Materials Company**, el mayor productor de agregados de construcción (materiales como arena, grava y piedra triturada utilizados en proyectos de construcción),

⁴ FT Editorial Board. "Will US markets keep rising under Trump?" *Financial Times*, 7-Ene-2025.

⁵ Includes Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA, and Tesla.

⁶ "ASCE's Infrastructure Report Card Gives U.S. 'C-' Grade, Says Investment Gap Trillion, Bold Action Needed." ASCE American Society of Civil Engineers, 3-Mar-2021.

⁷ "ARTBA Bridge Report." ARTBA, 20-Ago-2024.

⁸ "NET International Migration Drives Highest U.S. Population Growth in Decades." US Census Bureau, 20-Dic-2024.

está bien posicionada para aprovechar estas crecientes necesidades de infraestructura. Fundada en 1909 en Birmingham, Alabama, la empresa controla varias rutas de transporte indispensables por barcaza, tren y autobús.⁹ Vulcan Materials tiene una notable presencia en el Sur y Oeste de Estados Unidos, incluyendo 35 de las ciudades de más rápido crecimiento en el país.¹⁰ Con el auge de la inteligencia artificial, Vulcan Materials también ha estado involucrada en la construcción de centros de datos y fábricas. Además, la empresa ha capitalizado el reshoring (el regreso de la fabricación a las costas nacionales), junto con el crecimiento de soluciones de energía renovable.¹¹

LA TECNOLOGÍA ECHA UNA MANO A LOS MÉDICOS

Con un número creciente de personas en todo el mundo viviendo más tiempo, ha habido un aumento en las operaciones médicas. Entre 2018 y 2023, las operaciones y cirugías médicas aumentaron año tras año en un 22% (como se muestra en la figura 3).¹² Intuitive Surgical fabrica

Figura 3. El poder de precios inigualable de Intuitive Surgical

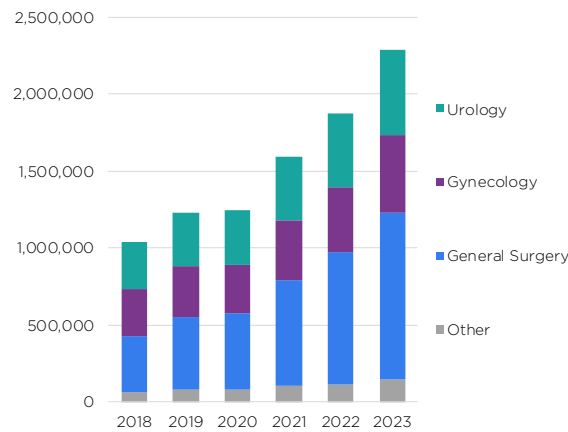
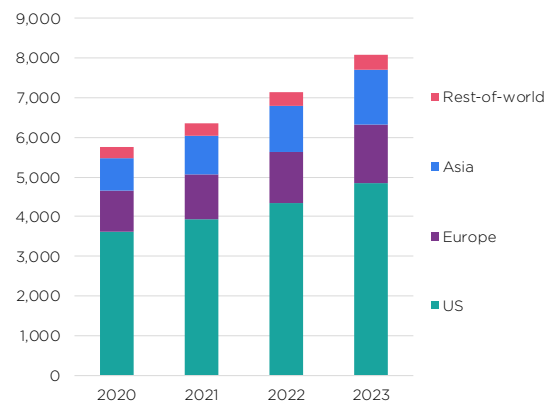


Figura 4. Total de robots instalados de Intuitive Surgical



Fuente : [Intuitive Investor Presentation](#), October 2024.

herramientas capaces de ayudar a los médicos en las cirugías y ofrece a los pacientes la posibilidad de realizar operaciones desde la comodidad de sus hogares. Los robots de la empresa, incluido el sistema quirúrgico Da Vinci, ofrecen a los pacientes cirugías mínimamente invasivas, lo que conlleva menos complicaciones quirúrgicas y tiempos de recuperación más rápidos.¹³

Basado en nuestro proceso de inversión, creemos que Intuitive Surgical posee las características que se alinean con nuestro enfoque de Crecimiento de Calidad, así como el tipo de “mejoradores de productividad” que buscamos al construir nuestra cartera de Acciones de EE. UU. en Comgest. Desde nuestra perspectiva, las herramientas de la empresa presentan una solución beneficiosa para los hospitales, los pacientes y el sistema de salud en general. Además de proporcionar mayor comodidad y recuperación para los pacientes, creemos que las herramientas de Intuitive Surgical pueden liberar camas en los hospitales y asegurar ahorros de costos para los sistemas de salud al permitir cirugías en casa.

La población envejecida del mundo sugiere una futura disminución en el número de médicos, enfermeras y profesionales médicos cualificados. La Asociación de Colegios Médicos Americanos (AAMC) proyecta una escasez de hasta 86,000 médicos en EE. UU. para 2036.¹⁴

Actualmente, el 20% de la fuerza laboral de médicos clínicos en EE. UU. tiene más de 65 años, la edad típica de jubilación, y el 22% se acerca a la jubilación, con edades entre 55 y 64 años. Desde nuestra perspectiva, los productos de Intuitive Surgical pueden ayudar a los sistemas de salud a maximizar la productividad de menos médicos y abordar la disminución en la oferta de profesionales médicos cualificados.

⁹ “[About Vulcan](#)” Vulcan Materials. 13-Ene-2025.

¹⁰ “[Enhance Our Core, Expand Our Reach - 2023 Annual Report](#),” Vulcan Materials Company. 13-Ene-2025.

¹¹ “[Vulcan and Stellantis in Joint Project to Develop Geothermal Renewable Energy to Supply Mulhouse Plant in France](#),” Stellantis, 31-May-2023.

¹² [Intuitive Investor Presentation Q3 2024](#)

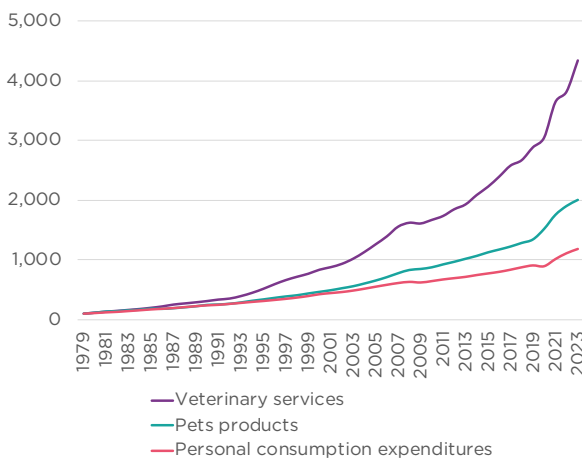
¹³ [Intuitive da Vinci](#)

¹⁴ “[New AAMC Report Shows Continuing Projected Physician Shortage](#),” Association of American Medical Colleges, 21-Mar-2024.

Desde 2020, la base instalada de robots de la empresa ha aumentado un 14% anualmente, lo que indica que los médicos están adoptando cada vez más la cirugía asistida por robots (como se muestra en la figura 4).¹⁵ Además, la empresa ha demostrado un crecimiento constante en los ingresos provenientes de arrendamientos operativos, servicios y ventas de accesorios, con un 83% de los ingresos siendo recurrentes en 2023.¹⁵ Como inversores de crecimiento de calidad a largo plazo, valoramos la visibilidad y consistencia de este crecimiento de ingresos a lo largo del tiempo.

REVOLUCIONANDO LA SALUD ANIMAL

Figura 5. Crecimiento más rápido en el gasto relacionado con los animales desde 1979 (100 = 1979)



Fuente : Zoetis, Comgest a 30-Nov-2024.

Mientras las tasas de matrimonio y natalidad están disminuyendo a nivel global,¹⁶ ha habido un aumento en la tenencia de mascotas. En EE. UU., el 66% de los estadounidenses poseía al menos una mascota en 2023, un incremento con respecto al 56% en 1988.¹⁷ Más de 90 millones de hogares (46%) en la Unión Europea tienen una mascota.¹⁸ Mientras tanto, en China, se espera que el número de mascotas duplique el número de niños pequeños para 2030.¹⁹ Muchos "padres de mascotas" consideran a sus animales como si fueran hijos y están dispuestos a gastar significativamente en comida, accesorios y servicios veterinarios para sus "bebés peludos" (como se muestra en la figura 5).²⁰

Zoetis, el mayor productor mundial de medicamentos para mascotas y ganado, está mejorando los resultados de salud animal. Al igual que otras compañías farmacéuticas, Zoetis ha aprovechado la investigación y el desarrollo para producir medicamentos destinados a tratar enfermedades y condiciones médicas en animales. El enfoque de la empresa hacia la innovación ha dado lugar a una amplia variedad de

avances médicos en el tratamiento del dolor, el cáncer, las enfermedades cardíacas y otras condiciones que amenazan la vida.²¹ Además de su I+D, creemos que la compañía posee profundas ventajas comerciales y de fabricación sobre sus competidores en esta industria.

A lo largo de los años, Zoetis ha establecido relaciones duraderas con veterinarios, agricultores y otros proveedores clave de medicamentos para la salud animal en todo el mundo. La empresa recibe información valiosa de estos proveedores, lo que resulta fundamental para el desarrollo de la próxima generación de tratamientos médicos veterinarios.

En el ámbito de la fabricación, Zoetis controla toda su cadena de suministro, con instalaciones en Estados Unidos, Europa y Asia, lo que, en nuestra opinión, actúa como un escudo frente a la incertidumbre macroeconómica.

NUESTRO PERIODO DE INVERSIÓN FAVORITO ES PARA SIEMPRE

Como inversores a largo plazo, seguimos el principio de que la paciencia es clave para la creación de valor. Aunque sectores como infraestructura,

¹⁵ [Intuitive Investor Presentation Q3 2024](#)

¹⁶ "The Lancet: Dramatic Declines in Global Fertility Rates Set to Transform Global Population Patterns by 2100." Institute for Health Metrics and Evaluation, 20-Mar-2024.

¹⁷ "Pet Population Continues to Increase While Pet Spending Declines." American Veterinary Medical Association, 10-Oct-2024.

¹⁸ "New FEDIAF Facts & Figures Highlights the Growth of European Pet Ownership." FEDIAF, 22-Jun-2022.

¹⁹ Ying Shan, Lee. "China Will Have Nearly Twice as Many Pets as Young Children by 2030, Goldman Sachs Says." CNBC, 9-Aug-2024.

²⁰ Baker, Linda. "Are We Loving Our Pets to Death?" The New York Times, 22-Jun-2024.

²¹ "Zoetis Animal Health Research & Development." Zoetis. 29-Ene-2025.

sanidad y salud animal pueden carecer del atractivo mediático de la inteligencia artificial, creemos que ofrecen sólidas oportunidades de crecimiento a largo plazo. Nuestra estrategia de inversión, basada en investigación bottom-up, busca compañías con ventajas competitivas duraderas y crecimiento sostenible de beneficios. En lugar de limitarnos a sectores o tendencias específicas, nos enfocamos en la resiliencia, eficiencia y potencial de crecimiento de las empresas a lo largo del tiempo.

Los ciclos económicos van y vienen, pero seguimos confiando en que ciertas características del mercado estadounidense, como la productividad laboral, se mantendrán a largo plazo. El enfoque de inversión de Comgest se basa en un horizonte de inversión a largo plazo: nuestro objetivo es mantener nuestras inversiones indefinidamente, con la expectativa de que demuestren un crecimiento constante. Desde esta perspectiva, creemos que compañías como Vulcan Materials, Intuitive Surgical y Zoetis poseen los sólidos fundamentos, ventajas competitivas y resiliencia necesarios para mantenerse a la vanguardia, sin importar las condiciones del mercado.

PRINCIPALES RIESGOS

- Invertir conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital invertido.
- El valor de las inversiones y los ingresos generados pueden disminuir, así como aumentar.
- Los cambios en los tipos de cambio pueden afectar negativamente tanto al valor de la inversión como al nivel de ingresos recibidos.
- Las carteras de Comgest invierten en un número limitado de valores, lo que puede implicar mayores riesgos en comparación con aquellas que mantienen una diversificación más amplia.

INFORMACIÓN IMPORTANTE - SOLO PARA INVERSORES PROFESIONALES

Uso exclusivo para inversores profesionales.

Este documento ha sido preparado exclusivamente para inversores profesionales/cualificados y solo puede ser utilizado por dichos inversores.

No constituye asesoramiento en inversiones

Este comentario tiene fines exclusivamente informativos y no constituye asesoramiento en inversiones. No debe considerarse una solicitud de compra ni una oferta de venta de ningún valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, estrategias, situación fiscal o horizonte de inversión de ningún inversor en particular. Su contenido es incompleto sin la presentación oral proporcionada por los representantes de Comgest.

No constituye una recomendación de inversión

Cualquier referencia a empresas específicas no debe interpretarse como una recomendación de compra o venta de ningún valor o inversión en particular. Las compañías mencionadas no representan todas las inversiones pasadas y no debe asumirse que las inversiones discutidas han sido o serán rentables, ni que futuras recomendaciones o decisiones de inversión generarán beneficios.

Comgest no proporciona asesoramiento fiscal o legal a sus clientes, por lo que se recomienda encarecidamente que todos los inversores consulten con sus propios asesores fiscales o legales antes de tomar cualquier decisión de inversión.

No constituye un informe de inversión

La información contenida en este documento no es "investigación de inversión" y se clasifica como "Comunicación de Marketing" de acuerdo con MiFID II. Esto significa que:

- No ha sido preparada conforme a requisitos legales diseñados para promover la independencia de la investigación de inversión.
- No está sujeta a ninguna prohibición sobre operar antes de la difusión de dicha investigación de inversión.

Aviso sobre rendimiento

El rendimiento pasado no es un indicador fiable de resultados futuros. Las declaraciones, datos o previsiones a futuro pueden no materializarse.

Este documento contiene ciertas proyecciones, opiniones y estimaciones basadas en suposiciones y juicios de Comgest y la estrategia respectiva con respecto a factores económicos, competitivos y de mercado, así como decisiones empresariales futuras, difíciles o imposibles de predecir con precisión y, en muchos casos, fuera del control de Comgest.

Otros eventos que no se han considerado en estas estimaciones pueden afectar significativamente los rendimientos o el desempeño de cualquier estrategia gestionada por Comgest. Debido a la incertidumbre inherente a estas proyecciones, no se debe confiar excesivamente en ellas ni interpretarlas como una garantía de que la estrategia alcanzará sus objetivos.

Aviso sobre marcas e índices

Los nombres de productos, compañías y logotipos mencionados en este documento son marcas registradas o propiedad de sus respectivos dueños.

El valor del índice TOPIX y las marcas TOPIX están sujetas a derechos de propiedad de JPX Market Innovation & Research, Inc. y sus filiales (denominadas colectivamente como JPX), quienes poseen todos los derechos y conocimientos relacionados con el cálculo, publicación y uso del índice TOPIX.

S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJI). S&P es una marca registrada de S&P Global (S&P) y Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). Estas marcas han sido licenciadas para su uso por SPDJI y sublicenciadas para ciertos propósitos por Comgest.

El fondo de Comgest no está patrocinado, avalado, vendido ni promovido por SPDJI, Dow Jones ni S&P, sus respectivas filiales, y ninguna de estas entidades hace declaraciones sobre la conveniencia de invertir en el fondo ni asume ninguna responsabilidad por errores, omisiones o interrupciones en el índice.

Los datos de MSCI solo pueden utilizarse para uso interno, no pueden reproducirse ni redistribuirse en ninguna forma ni utilizarse como base para productos financieros o índices. MSCI no proporciona asesoramiento en inversiones ni hace recomendaciones sobre inversiones.

La información de MSCI se proporciona "tal cual" y el usuario asume todo el riesgo derivado de su uso. MSCI y sus afiliados rechazan todas las garantías en relación con la información, incluyendo precisión, integridad, originalidad y puntualidad. MSCI no será responsable por ningún daño, ya sea directo, indirecto, especial, incidental o consecuencial.

Sujeto a cambios sin previo aviso

Todas las opiniones y estimaciones reflejan nuestro juicio a la fecha de este comentario y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las posiciones de la cartera mencionadas pueden no estar en cartera en el momento de recibir esta publicación y pueden cambiar sin previo aviso.

Restricciones sobre el uso de la información

Este comentario y la información contenida en él no pueden reproducirse, republicarse, distribuirse, transmitirse, mostrarse ni explotarse de ninguna manera por terceros sin el consentimiento previo por escrito de Comgest.

Limitación de responsabilidad

Cierta información contenida en este comentario ha sido obtenida de fuentes que se consideran fiables, pero no se garantiza su exactitud. Comgest no asume ninguna responsabilidad por la precisión o integridad de la información proporcionada.

Entidad legal y regulaciones

Comgest S.A. es una gestora de carteras regulada por la Autorité des Marchés Financiers, con sede en 17, square Edouard VII, 75009 París.

Comgest Asset Management International Limited es una firma de inversión regulada por el Banco Central de Irlanda y registrada como Asesor de Inversiones ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) con sede en 46 St. Stephen's Green, Dublín 2, Irlanda.

Comgest Far East Limited está regulada por la Hong Kong Securities and Futures Commission.

Comgest Asset Management Japan Ltd. está regulada por la Financial Services Agency of Japan y registrada con Kanto Local Finance Bureau (No. Kinsho1696).

Comgest US L.L.C. está registrada como Asesor de Inversiones ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

Comgest Singapore Pte. Ltd. es una gestora de fondos con licencia y asesora financiera exenta (para inversores institucionales y acreditados), regulada por la Monetary Authority of Singapore.

Los profesionales de inversión mencionados en este documento son empleados de Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

Disposiciones específicas por región**Para Reino Unido:**

Este comentario no ha sido aprobado bajo la sección 21 del Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) y se comunica únicamente a inversores profesionales conforme al artículo 19(5) de la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (FPO).

Para Hong Kong:

Este anuncio no ha sido revisado por la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

Para Singapur:

Este anuncio no ha sido revisado por la Monetary Authority of Singapore.

Para Australia:

Comgest Far East Limited está regulada por la Securities and Futures Commission bajo las leyes de Hong Kong, que difieren de las leyes australianas.

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la Monetary Authority of Singapore, bajo las leyes de Singapur, que difieren de las australianas. Este comentario está dirigido únicamente a "clientes mayoristas" y no está destinado a inversores minoristas.



AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDON	TOKYO
BRUSSELS	MILAN	VIENNA
DUBLIN	PARIS	
DUSSELDORF	SINGAPORE	