

Flossbach von Storch

OWNERSHIP

Perspectivas de un accionista a largo plazo



**La calidad tiene un precio
en todo el mundo**

Europa y Estados Unidos:
una comparación más allá
de los datos superficiales

#2

2/2025

Estimados lectores:

Las acciones de las empresas estadounidenses volvieron a rendir bastante más que las europeas en 2024 –por séptima vez consecutiva–, impulsadas por un espectacular auge del sector tecnológico.

Esto suscita un debate que sigue el mismo patrón año tras año: las acciones estadounidenses obtienen una mayor rentabilidad mientras que, por otro lado, las europeas tienen unas valoraciones más bajas.

Lógicamente, esto hace reflexionar a algunos inversores, ya que, al fin y al cabo, las diferencias pronunciadas de rentabilidad y valoración pueden indicar riesgos por un lado y oportunidades por otro.

Entonces, ¿en qué deberíamos fijarnos? ¿Basta con prestar atención a los índices o, más concretamente, a su valoración o la evolución que ha registrado su cotización? Somos escépticos. Al igual que el índice general de renta variable estadounidense S&P 500 no refleja la amplitud de la economía estadounidense, el índice general de renta variable STOXX Europe 600 no puede ser un reflejo completo de las oportunidades y riesgos de Europa. Son dos índices de composición muy diferente, ni más ni menos.

En nuestra opinión, esto no ayuda a los inversores a decidir dónde es mejor invertir. Al fin y al cabo, alguien que se base exclusivamente en los índices compara simplemente peras con manzanas. Como ocurre con todas las decisiones de compra en la vida, merece la pena hacer un examen más detallado para juzgar si algo es realmente barato con respecto a otra cosa. Y esto solo se puede valorar si también se tiene en cuenta la calidad. Estos juicios no pueden hacerse si nos quedamos en la superficie.

Nosotros encontramos oportunidades de compra para nuestras carteras tanto en EE. UU. como en Europa. Porque invertimos en las empresas. En el siguiente texto mostramos nuestro análisis sobre estas regiones económicas a modo de ejemplo, comparando manzanas con manzanas y peras con peras.

Les deseamos una buena lectura.

La calidad tiene un precio en todo el mundo

Europa y Estados Unidos: una comparación más allá de los datos superficiales

Kubilay Yalcin

— | —

A nivel de los índices

El mercado estadounidense destaca desde hace décadas

En 2024, los índices estadounidenses se comportaron significativamente mejor que sus homólogos europeos. Esto no es de extrañar, dado el dominio estadounidense en el sector tecnológico, que se ve impulsado por numerosas tendencias de crecimiento secular y que logró de nuevo un crecimiento importante de los beneficios.

Como resultado, en diciembre de 2024, ocho empresas tecnológicas de EE. UU. representaban más del 25% del índice MSCI World, que se supone que refleja la rentabilidad de casi 1.400 valores de todo el mundo.

El año pasado no fue en absoluto un caso aislado. El hecho es que tanto las diferencias de rentabilidad como de valoración entre los índices de EE. UU. y Europa existen desde hace décadas.

Un inversor que hubiera invertido en el S&P 500 hace 20 años habría obtenido una rentabilidad total (dividendos incluidos) de un impresionante 538%. En comparación, su homólogo europeo, el STOXX Europe 600, ha generado una rentabilidad total de «solo» el 167%, una diferencia considerable de unos 371 puntos porcentuales.

Diferencias de rentabilidad como
de valoración entre los índices de EE. UU. y Europa
existen desde hace décadas

Gráfico 1

La bolsa estadounidense lleva la delantera

Rentabilidad en dólares (dividendos incluidos; variación porcentual respecto al 01/01/2005)



Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025
La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Gráfico 2

Stoxx 600 frente al S&P 500: evolución de las valoraciones bursátiles

Ratio precio-beneficios (PER) basado en los beneficios previstos en los próximos 12 meses



Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025
Las previsiones de beneficios se basan en unas hipótesis determinadas. Los resultados reales podrán divergir considerablemente de los aquí mostrados.
La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

— || —

A nivel de las empresas

Las diferencias suelen ser insignificantes, siempre que la comparación sea correcta

Suponiendo que los modelos de negocio de dos empresas de ambos continentes sean en gran medida idénticos, cabe preguntarse qué diferencias existen entre las empresas europeas y las estadounidenses.

Inicialmente, las condiciones locales desempeñan un papel fundamental: los mercados de venta, el acceso al capital, la disponibilidad de mano de obra cualificada y el marco jurídico y normativo. Estos factores tienen especialmente influencia cuando las empresas operan principalmente en sus mercados locales. Sin embargo, a medida que las empresas crecen de tamaño y, en consecuencia, a menudo se expanden internacionalmente, las condiciones regionales pierden importancia. Las empresas sacan partido de las oportunidades mundiales, pero también están expuestas a riesgos de todo el mundo.

Un ejemplo del sector tecnológico: **Oracle frente a SAP**

Algunas empresas estadounidenses generan una gran proporción de sus ventas fuera de EE. UU. y, por lo tanto, se ven influidas por muchos más factores que las condiciones económicas y jurídicas de ese país. Por ejemplo, Oracle, competidor directo de la alemana SAP. La actividad principal de ambas es el software y los servicios en la nube para empresas. El porcentaje de ventas de Oracle fuera de su mercado nacional, EE. UU., es del 45%. SAP, por su parte, genera una gran proporción de su cifra de negocios en EE. UU. (un 33%).

Gráfico 3

Oracle frente a SAP

Rentabilidad en dólares (dividendos incluidos; indexado al 1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

Por tanto, la ubicación de una empresa no parece tan decisiva como se pensaría de entrada. Lo importante, en cambio, son los factores globales que impulsan el valor y cómo las empresas pueden estructurar sus modelos de negocio para beneficiarse de estas tendencias. Las buenas cualidades de muchas empresas tecnológicas –entre ellas, un mercado en crecimiento impulsado por las tendencias de digitalización, unos modelos de negocio escalables con unos costes de capital relativamente reducidos y unos márgenes elevados– no son exclusivas de las empresas estadounidenses. Es mucho más decisivo que las empresas puedan servir con éxito a estos mercados con los productos y servicios adecuados.

Y SAP lo ha demostrado de forma impresionante: un vistazo a su valoración (ratio PER) y a la evolución de su cotización demuestra que SAP no tiene nada que envidiar a su competidor estadounidense.

Un ejemplo del sector de asistencia sanitaria: Roche frente a Johnson & Johnson

Lo mismo puede decirse, aunque en circunstancias diferentes, del sector sanitario. Incluso en un contexto de crecimiento mu-

cho mayor de otras alternativas, las acciones de empresas farmacéuticas como la suiza Roche y la estadounidense Johnson & Johnson han registrado en los últimos tiempos una rentabilidad similar, bastante inferior a la del mercado en general.

Aunque esto por sí solo no prueba que las dos empresas sean directamente comparables, las similitudes fundamentales son evidentes: ambas operan en el mismo sector y venden sus soluciones médicas en todo el mundo. Además, Roche lleva a cabo una parte importante de sus actividades de investigación en EE. UU., lo que significa que la empresa no está limitada únicamente al mercado suizo para acceder a los mejores talentos.

En este contexto, no es de extrañar que Roche no tenga un descuento de valoración significativo en comparación con Johnson & Johnson. Por tanto, las diferencias que podrían derivarse del país de origen de una empresa suelen ser menos importantes en la práctica de lo que cabría esperar.

Gráfico 4

Johnson & Johnson frente a Roche

Rentabilidad en dólares (dividendos incluidos; indexado al 1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

**Un ejemplo del sector del automóvil:
 Mercedes-Benz frente a Ford**

Lógicamente, las empresas que dependen de la producción local están más expuestas a su ubicación que las empresas con una orientación mundial. Los fabricantes alemanes de automóviles, como Mercedes, producen tradicionalmente una parte de su flota en Alemania y, por tanto, están expuestos, entre otras cosas, a los costes de la energía más elevados en este país que algunos competidores en otros lugares de producción. En el caso de Mercedes, la elección de Alemania como lugar de producción se basa en su experiencia histórica en la construcción de vehículos de lujo. Esta herencia sigue caracterizando a la empresa hoy en día y ofrece una clara diferenciación. La situación es similar para algunos fabricantes de artículos de lujo que fabrican tradicionalmente sus productos en Francia o Italia.

No obstante, los límites entre dependencia regional y mundial también son difusos en este caso.

Por un lado, numerosos fabricantes europeos de automóviles tienen centros de producción en el extranjero. Además de sus fábricas en Alemania, Mercedes tiene plantas en EE. UU., China, Sudáfrica y Hungría. Esto significa que la empresa está sujeta

a las estructuras de costes locales y a las fluctuaciones de las monedas de estos países. Sin embargo, dado que EE. UU., por ejemplo, es un mercado de ventas importante para el fabricante, esto reduce su exposición a los riesgos de cambio y también lo protege contra los posibles aranceles impuestos por el gobierno de Trump.

Sin embargo, lo decisivo es que las empresas que operan a escala mundial, dondequiera que esté su sede, están sujetas a las mismas tendencias y retos globales. Un fabricante de coches estadounidense se enfrenta a los mismos retos que una empresa alemana: la electrificación, la creciente competencia asiática y los cambios en los patrones de consumo. Los mercados de suministro tienen una influencia similar. La crisis de los semiconductores en 2021 y 2022 afectó por igual a los fabricantes de automóviles de todo el mundo.

Si observamos la evolución de las cotizaciones bursátiles y la valoración de los grandes fabricantes tradicionales a ambos lados del Atlántico, se ven unos grandes paralelismos. A pesar de todas las diferencias entre la estadounidense Ford y la alemana Mercedes-Benz, por ejemplo, en este caso no se observa un descuento de valoración europeo, ni una diferencia significativa en la rentabilidad de las dos acciones en los últimos años.

Gráfico 5

Ford frente a Mercedes-Benz

Rentabilidad en dólares (dividendos incluidos; indexado al 1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025

La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.

– III –

Ventajas y desventajas estructurales de EE. UU. como lugar de negocios **Una perspectiva sectorial**

Ya hemos hablado del llamado excepcionalismo estadounidense en varias publicaciones. Un análisis detallado iría más allá del alcance de este artículo. No obstante, es fundamental comprender dónde radican las principales diferencias entre EE. UU. y Europa y por qué son importantes para el seguimiento a nivel de los índices.

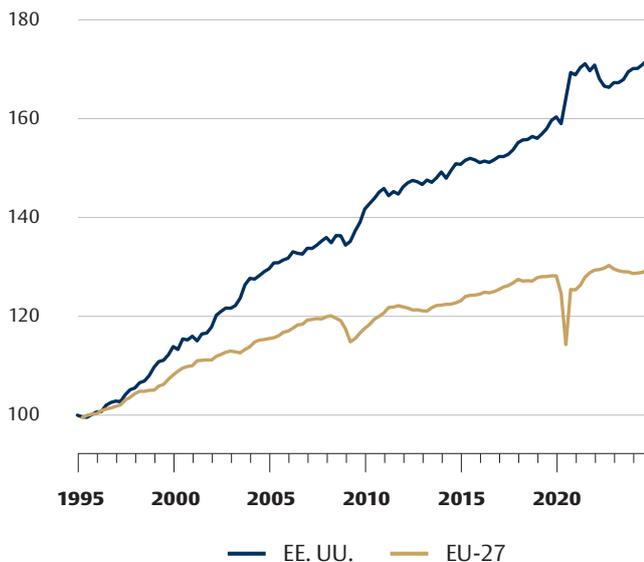
EE. UU.: productividad y alto crecimiento ...

En primer lugar, la productividad por hora de trabajo en EE. UU. es alrededor de un 17% superior a la de la UE. Además, la sema-

na laboral media en EE. UU. es un 4% más larga que en Europa (fuente: FvS Research Institute). Por otro lado, el crecimiento europeo se ve frenado por otros factores estructurales, como la demografía y la regulación. Sin embargo, estos puntos por sí solos no justifican la menor representación que tienen las compañías europeas al comparar ambos continentes, especialmente las grandes empresas de alto crecimiento, pero también las emergentes en rápida expansión.

Gráfico 6

Fuerte crecimiento de la productividad en EE. UU. Producción por trabajador (indexada a 1995 = 100)

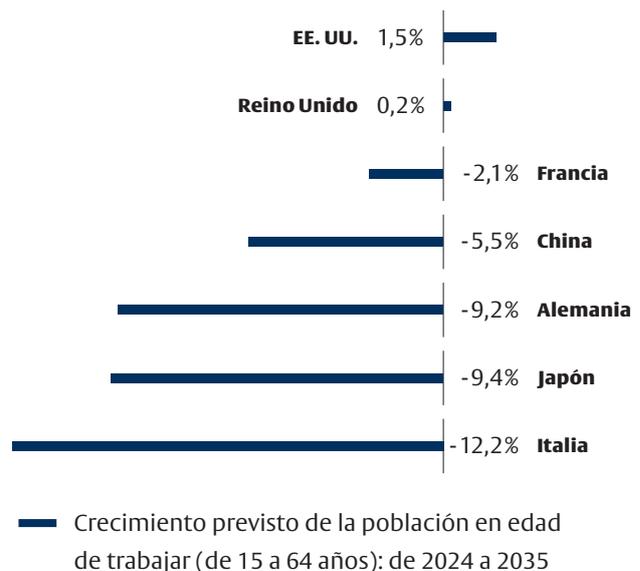


Fuente: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics,
 Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025

Gráfico 7

La evolución demográfica reduce la oferta de mano de obra

Muchas economías se enfrentan a un descenso de la población activa



Fuente: United Nations World Population Prospects 2022,
 Flossbach von Storch, a 23 de enero de 2025

Un factor decisivo es el entorno favorable a la creación de empresas que se ha desarrollado en EE. UU. durante décadas. La estrecha integración de proveedores de capital, universidades y redes sectoriales, así como una cultura que celebra el espíritu emprendedor, crean un entorno ideal para la aparición de modelos de negocio digitales. Sin embargo, no son solo las empresas jóvenes y del sector tecnológico de EE. UU. las que suelen llevar la delantera. Con escasas excepciones, hace décadas que las mayores empresas del mundo, de todos los sectores, tienen su sede en este país.

... con la mayoría de las mayores empresas del mundo

Hay muchas razones para ello, pero algunas ventajas de EE. UU. son de destacar. Es un gran mercado con una lengua común, un marco jurídico uniforme y unas necesidades de los clientes muy similares. Esto facilita que las mejores empresas sirvan a un amplio mercado y, por tanto, consigan economías de escala y poder de mercado. Empresas como AT&T, General Electric, ExxonMobil, IBM y Walmart son solo algunos ejemplos de esta dinámica. Estas economías de escala liberan fondos adicionales para la innovación y, no menos importante, permiten financiar un mayor crecimiento.

Esto ha demostrado ser una ventaja competitiva decisiva frente a las empresas europeas especialmente en el sector tecnológico. Amazon, por ejemplo, estuvo años optimizando sus procesos, estableciendo relaciones con vendedores, contratando personal cualificado y centrándose exclusivamente en el mercado estadounidense antes de expandirse a Europa. A ello se añade la disposición de los inversores estadounidenses a financiar el crecimiento durante períodos más largos, incluso sin beneficios iniciales (Amazon no obtuvo beneficios hasta 2003, nueve años después de su constitución y seis años después de su salida a bolsa).

Europa: fragmentada ...

Europa, por su parte, presenta un panorama competitivo muy fragmentado debido al gran número de países y mercados de este continente. Muchas empresas han surgido de antiguos monopolios estatales, como algunos proveedores de telecomunicaciones. La privatización de estos monopolios, junto con la intervención de los reguladores, fomentó la aparición de otros proveedores. Al mismo tiempo, sin embargo, se impidió una consolidación en todo el continente, lo que dio lugar a uno de los mercados de telecomunicaciones más competitivos del mundo. Esto, a su vez, se tradujo en una baja rentabilidad del capital, que dificultó considerablemente algunas inversiones en infraestructuras que se necesitaban con urgencia, como, por ejemplo, para conexiones rápidas a Internet.

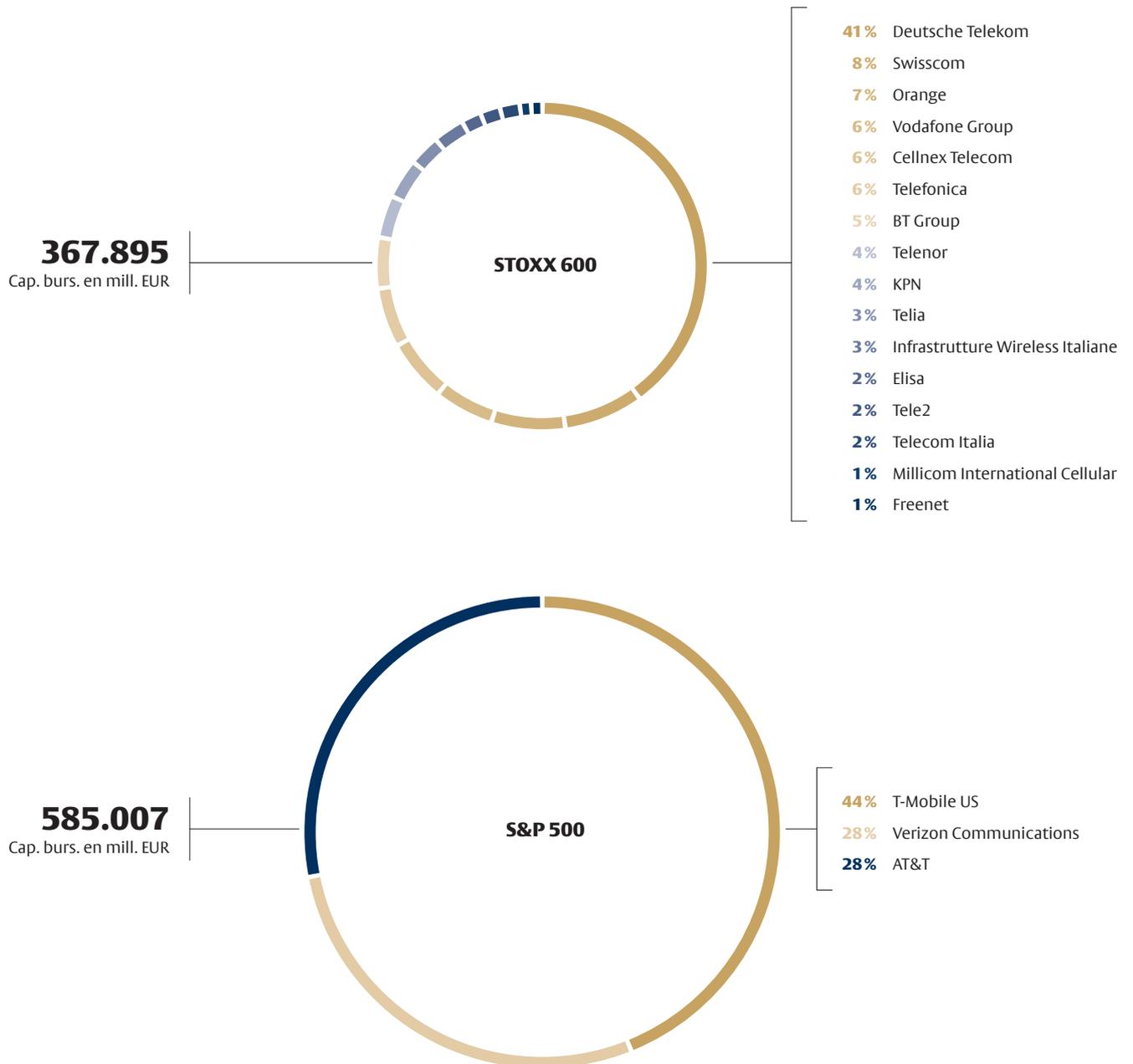
... con unos sectores a menudo muy competitivos y menos lucrativos

En EE. UU., en cambio, hay tres grandes proveedores de telecomunicaciones que cotizan en bolsa (AT&T, Verizon y T-Mobile USA), que son altamente rentables y, por tanto, tienen la capacidad de invertir en innovación y crecimiento y sacarle un rendimiento.

Las entidades financieras son otro ejemplo. Muchos bancos europeos, que históricamente surgieron como bancos regionales o estatales, luchan por un potencial limitado en un mercado ferozmente disputado. La baja rentabilidad de estas entidades reduce su competitividad global, lo que significa que a menudo se restringen a sus mercados regionales. Por eso no es de extrañar que los bancos más rentables y de mayor valor del mundo se encuentren en EE. UU.

En EE. UU., la estrecha colaboración entre inversores, universidades y redes sectoriales, así como una cultura que celebra el valor empresarial, crea un caldo de cultivo ideal para el desarrollo de modelos de negocio digitales.

Gráfico 8
Servicios de comunicación
Capitalización bursátil STOXX 600



Fuente: Bloomberg, Flossbach von Storch, a 31 de diciembre de 2024

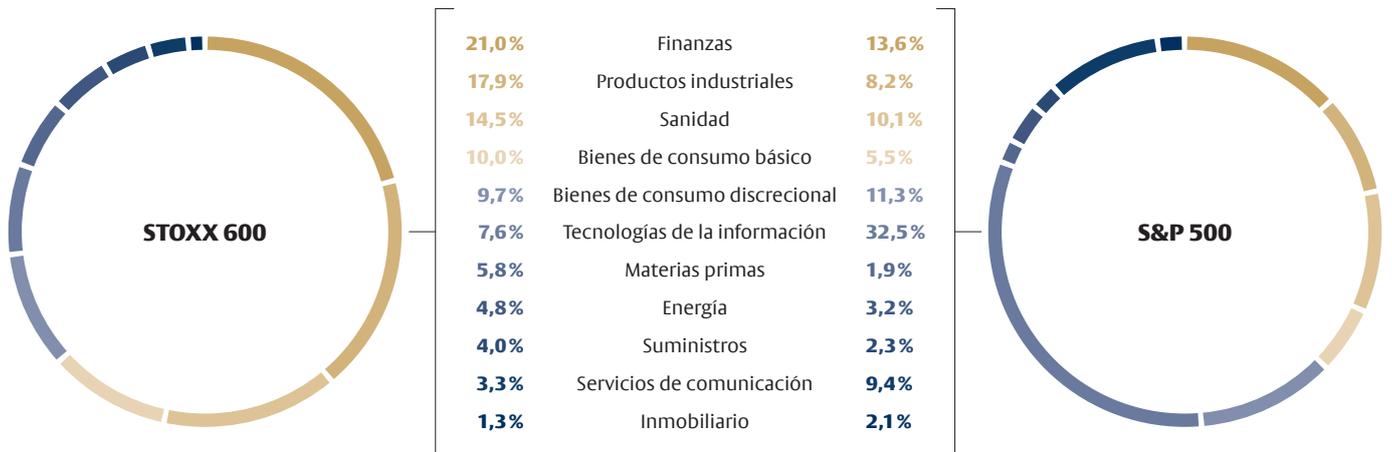
Conclusión

La evaluación de la empresa es más importante que la decisión sobre el índice

Si observamos el desglose sectorial de los dos principales índices, se aprecia inmediatamente que su composición es muy distinta. Por un lado, la proporción de sectores fundamentalmente más cíclicos, como las finanzas y los bienes industriales, es mucho mayor

en Europa. En cambio, el sector de las tecnologías de la información, que domina el S&P 500, tiene un pequeño peso en Europa. Las diferencias en los perfiles de crecimiento de estos sectores ya explican en gran parte la brecha de valoración de ambos índices.

Gráfico 9
Ponderación sectorial
 STOXX Europe 600 vs. S&P 500



Fuente: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, a 31 de diciembre de 2024

**Las previsiones de beneficios se basan en unas hipótesis determinadas. Los resultados reales podrán divergir considerablemente de los aquí mostrados.
 La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.**

En Europa, la proporción
 de sectores más cíclicos es claramente superior.

A ello se añaden los factores estructurales antes descritos, que favorecen el potencial de crecimiento de la economía estadounidense y la rentabilidad de numerosas empresas y sectores, como hemos mostrado con los ejemplos de las telecomunicaciones y la banca. Además, las empresas locales de EE. UU. tienen unas mejores perspectivas de crecimiento que las europeas. Ambos factores –una mayor rentabilidad y unas mejores perspectivas de crecimiento– justifican también las mayores valoraciones de las empresas estadounidenses en relación con sus beneficios actuales.

Los juicios generalizados no ayudan ...

A pesar de las desventajas estructurales de muchas empresas europeas, no se pueden hacer afirmaciones generalizadas sobre oportunidades o riesgos, ya que las observaciones anteriores no se aplican a las empresas europeas que operan a escala mundial con unos buenos modelos de negocio. Por tanto, es lógico que estas empresas generalmente no se valoren con un descuento respecto a sus equivalentes estadounidenses.

Por lo tanto, al plantearse la cuestión de «EE. UU. o Europa», es esencial analizar bien el modelo de negocio respectivo, como ocurre con todas las decisiones de inversión. Consideramos errónea la suposición de que las acciones de empresas europeas son generalmente más baratas que sus homólogas estadounidenses de la misma calidad. O, para decirlo más claramente: en EE. UU. también se pueden encontrar empresas de mayor riesgo con unas bajas valoraciones, mientras que las empresas europeas de alta calidad pueden presentar una valoración tan alta como las estadounidenses.

... depende de la empresa

Dicho de otra forma: hay que fijarse bien en la cesta de la compra para asegurarse de que realmente se está comparando manzanas con manzanas, y no peras con peras.

Hay que mirar bien en la cesta de la compra para asegurarse de que realmente se comparan manzanas con manzanas y no manzanas con peras.



Nuestro objetivo es beneficiarnos como socios del éxito sostenible de las buenas empresas. Estamos convencidos de que esto también se reflejará a largo plazo en la cotización de las acciones.

Nuestro equipo de especialistas en Renta Variable

(De izquierda: los gestores de fondos Ludwig Palm y Michael Altintzoglou, el director de cartera Kubilay Yalcin y el gestor de fondos Michael Illig.)

Con más de 16 años de experiencia profesional de media y más de 8 años de en la empresa, nos basamos en unos fundamentos sólidos.

INFORMACIONES LEGALES

Este documento contiene información comercial y no supone recomendación u oferta con el fin de suscribir participaciones. La información detallada en este documento y las opiniones expresadas en él reflejan las expectativas de Flossbach von Storch en el momento de la publicación y se pueden modificar en cualquier momento sin aviso previo. Las expectativas de desarrollo futuro expresadas en este documento reflejan la opinión y expectativas de Flossbach von Storch. El resultado real, sin embargo, puede desviarse considerablemente de las expectativas. Los datos se han recopilado con el mayor cuidado posible. Sin embargo, no podemos garantizar la absoluta exactitud e integridad de los datos. El valor de las inversiones puede fluctuar y los inversores pueden no recuperar la totalidad del importe invertido. La información y expectativas en este documento no suponen una recomendación o asesoramiento de inversión, ni pretenden ser un sustituto de asesoramiento adecuado sobre productos financieros. Las informaciones legales y fiscales en este documento no son un sustituto de asesoramiento profesional sobre temas fiscales o legales. La información contenida en este documento no está destinada a individuos a los que no se les permita acceder por motivos de nacionalidad, lugar de residencia u otros, en base a la legislación actual. Todos los contenidos en este documento están sujetos a la protección por derechos de propiedad intelectual e industrial (incluyendo marcas, patentes y otros derechos, entre ellos de propiedad intelectual e industrial) sin excepción ni restricciones en base a la legislación correspondiente y los derechos de propiedad de los legítimos titulares. En ningún caso se entenderá que se concede licencia o cesión alguna sobre el contenido. Todos los derechos sobre el contenido publicado y creado por Flossbach von Storch son de exclusiva propiedad de Flossbach von Storch y su reproducción o uso total o parcial no está permitida sin el consentimiento previo, expreso y por escrito por parte de Flossbach von Storch. **Las rentabilidades pasadas no son garantía de las rentabilidades futuras.** © 2025 Flossbach von Storch. Todos los derechos reservados.



Flossbach von Storch

Publicado por: Flossbach von Storch Invest S.A., 2 rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg, Teléfono 352.275.607-0, Fax +352.275.607-39, info@fvinvest.lu, www.fvinvest.lu
Junta directiva: Christoph Adamy, Markus Müller, Christian Schlosser Número IVA: LU25691460 Registro de comercio: Lussemburgo No B 171513
Autoridad supervisora competente: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Luxembourg, 283 Route d'Arlon, 1150 Luxembourg, Luxembourg

Contacto: Flossbach von Storch Invest S.A., Sucursal en España, Calle José Ortega y Gasset 7, 28006 Madrid, www.flossbachvonstorch.es