
Europa vive un año de dos mitades, mientras EE. UU. camina por la cuerda floja de la inflación

Renta variable europea | Febrero de 2025



Paul Doyle

Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **En el primer semestre, los márgenes se verán sometidos a presión en Europa, aunque los obstáculos no deberían tardar en disiparse**
- **La Reserva Federal de EE. UU. aboga por una política de endurecimiento monetario en un momento en el que la curva muestra que los tipos largos aumentan más que los cortos («bear steepening»), mientras que los aranceles podrían acelerar el crecimiento y la inflación**
- **Las políticas europeas y estadounidenses podrían avanzar en direcciones opuestas. Las bajas valoraciones europeas podrían traducirse en una rentabilidad superior, a pesar del escaso crecimiento a corto plazo, los temores comerciales y la caída de los márgenes. Podría ser el momento de comprar**

Estados Unidos

A principios de 2023 y 2024, las expectativas de crecimiento del PIB real estadounidense eran del 0,3% y el 1,3%, respectivamente. El mercado bursátil se disparó al revisarse al alza las expectativas. 2025 ha supuesto el primer año desde 2022 en que el crecimiento previsto en EE. UU. supera el 2%. Pocos consideran posible una recesión.

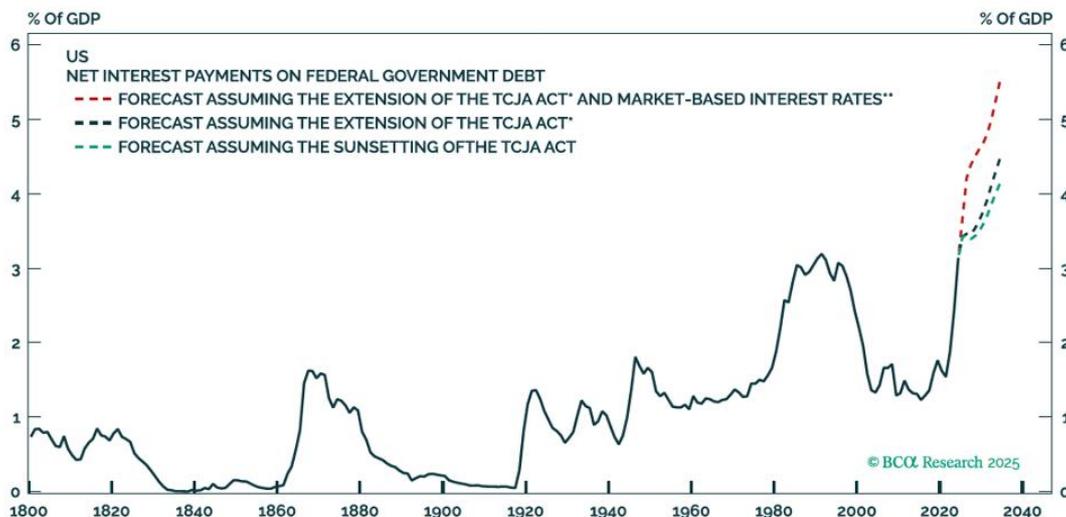
Los depósitos bancarios han vuelto a los niveles anteriores a la pandemia. Los fondos del mercado monetario han crecido, aunque suelen estar en manos de los bolsillos más acaudalados, por lo que los hogares tendrán que recortar el gasto si no quieren que los depósitos sigan cayendo. Los fondos del mercado monetario como porcentaje de la capitalización bursátil del S&P 500 son los más bajos desde 2000: puede que la liquidez sea elevada en términos absolutos, pero no en relación con el mercado bursátil.

A pesar de que se está rozando el pleno empleo, la morosidad de las tarjetas de crédito y de los préstamos para automóviles es la más alta desde 2011, cuando el desempleo duplicaba la tasa actual. El crédito al consumo está perdiendo fuelle. A pesar de las sólidas nóminas de diciembre, la tasa de las personas que encuentran empleo sigue cayendo; el número de parados que han perdido un empleo fijo ha aumentado un 50% desde antes de la pandemia y la duración media del desempleo se ha incrementado hasta las 11 semanas.

Mientras tanto, el mercado inmobiliario manifiesta debilidad porque los tipos hipotecarios rondan el 7%. Las viviendas en construcción cayeron un 15% en 2024, mientras que el inventario de propiedades terminadas se halla un 55% por encima del nivel anterior a la pandemia. Las viviendas terminadas superan a las iniciadas y la demanda revela flaqueza. Los precios de las acciones de los constructores de viviendas estadounidenses se desploman, lo que resulta perjudicial para el objetivo de la Reserva Federal de reducir la inflación y el propósito del presidente Trump de que el dólar se deprecie. El índice de precios al consumo (IPC) y la inflación de precios del productor (IPP) estadounidenses mostraron unos datos elevados en diciembre, aunque los costes de la vivienda —la fuente de inflación más persistente— han descendido. Las medidas de inflación preferidas por la Fed, el PCE (gasto en consumo personal) y el PCE subyacente, se encuentran por debajo de las expectativas. La inflación está bajando. Sin embargo, los mercados prevén recortes de tipos de solo 50 puntos básicos (p.b) en 2025, mientras que el rendimiento a 30 años subió 75 p.b. durante 2024 y los rendimientos a un año cedieron 63 p.b., lo que supone un movimiento de «bear steepening» (pendiente más pronunciada por el descenso de la rentabilidad a menor plazo). Desde 1960, esto solo ha ocurrido cuatro veces y siempre ha venido acompañado de graves crisis financieras.

En respuesta al fenómeno de «bear steepening», la Fed abogó por adoptar una política de endurecimiento monetario, lo que choca con los deseos de Trump. Las primas a plazo han subido y el mercado está señalando que la economía puede capear un entorno de tipos a largo plazo más altos; el «excepcionalismo estadounidense» podría explicarlo (EE. UU. puede asumir unos tipos más altos mientras que China y Europa, no). En un panorama en el que se roza el pleno empleo, Trump planea recortes fiscales, por lo que los inversores exigirán un precio por el riesgo de inflación. Sin embargo, el Tesoro emitió deuda por importe de 4,5 billones de dólares en 2024, a medida que la Fed reducía su balance, e incrementó la oferta para que los inversores la digirieran. El déficit público asciende ahora al 7% y el coste de esta deuda ha pasado del 1,3% del PIB en 2016 a más del 3% (gráfico 1). Si Trump prorroga los recortes fiscales que expiran de su primer mandato, los pagos de intereses aumentarán hasta el 6% del PIB en 10 años, lo que absorberá un tercio de los ingresos públicos.

Gráfico 1: La carga de la deuda aumentará con creces con los recortes fiscales



Fuente: US Congressional Budget Office/Office of Management and Budget/FMI/Bloomberg, enero de 2025

Antes de su investidura, Trump presionó para eliminar el techo de deuda de 2025 con el objeto de implementar recortes fiscales adicionales, aunque 38 congresistas republicanos votaron en contra. Por lo tanto, el techo de la deuda se mantiene y el Gobierno sigue contando con financiación. Aumentar el déficit alimentaría la inflación, y una crisis inflacionaria/fiscal no ayudará a los republicanos de la Cámara de Representantes para que salgan reelegidos en 2026. Cuando Trump fue elegido en 2016, el rendimiento de los bonos se situaba en el 1,5%; ahora es del 4,5%.

Otro problema es la fortaleza del dólar. Ha subido debido al excepcionalismo estadounidense y a los aranceles previstos. Sin embargo, entra en conflicto con el objetivo de Trump de hacer competitivo el sector manufacturero estadounidense. Resulta irónico que la euforia sobre el crecimiento de Estados Unidos lleve a que sea menos probable que suceda. El repunte de los rendimientos a largo plazo compensará cualquier recorte de los tipos a corto plazo. También hará menos probables los recortes fiscales al aumentar el coste del servicio de la deuda. Por tanto, los tipos estadounidenses tienen que bajar. Sin embargo, esta afirmación no puede darse por sentada, por lo que las grandes expectativas de crecimiento de EE. UU. resultan menos probables, a diferencia de lo que ocurrió en 2023 y 2024, cuando el crecimiento se aceleró y el mercado de renta variable rindió más del 20% cada año en un contexto de reducidas expectativas.

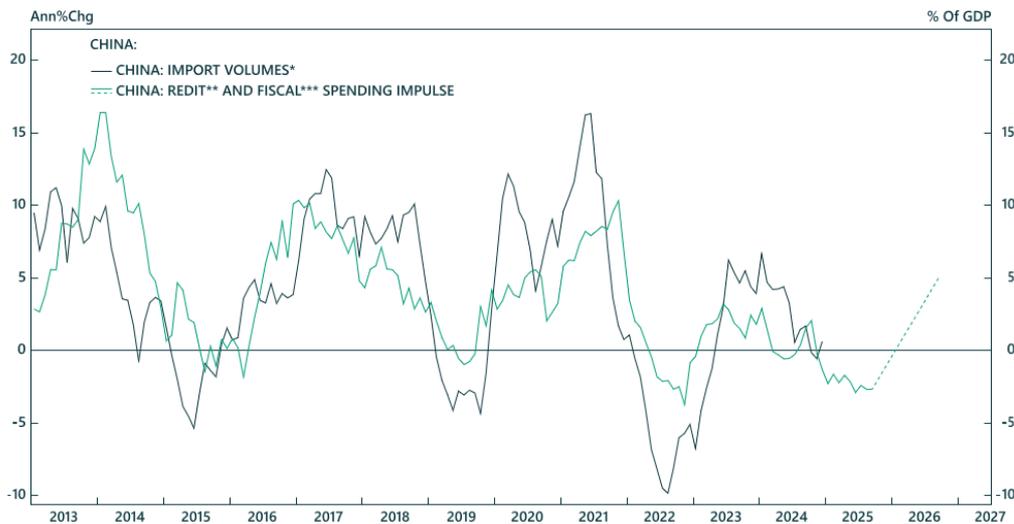
La imposición de aranceles severos en los primeros años de la Administración acelerará el crecimiento y la inflación, lo que conllevará un doloroso ajuste de las existencias. Los Gobiernos se han visto relegados al ostracismo en todo el mundo debido a la inflación, por lo que Trump no puede permitirse que esto suceda. Es posible que la inflación se sitúe por encima del objetivo, sin embargo, solo si se queda por debajo se restablecerán las expectativas. Dado que es improbable que una inflación descienda por debajo del 2%, las expectativas se incrementarán.

El Banco de Japón intentó, durante años, situar la inflación en el 2% y fracasó, pero puede que lo consiga ahora, lo que pondría fin a su política de tipos de interés cero (ZIRP, por sus siglas en inglés). Podría no parecer importante, si bien Japón ha constituido una gran fuente de liquidez mundial, ya que los nipones buscaban en el extranjero rendimientos decentes del efectivo, lo que repercutió en las valoraciones de otras clases de activos. El rendimiento de los beneficios (valoración) de la tecnología estadounidense se desprendió del rendimiento real de los bonos del mercado nacional en 2022 y se unió al equivalente negativo de Japón. A continuación, en agosto de 2024, conforme el yen se apreciaba, la tecnología estadounidense caía. Si Japón acaba por dar carpetazo a la ZIRP, el aumento de los rendimientos reales supondrá una disminución de la liquidez e incidirá en las valoraciones de las tecnológicas estadounidenses.

Europa

La economía del Viejo Continente no se recuperará en el primer semestre de 2025 debido a la debilidad de China. A pesar de que el Gobierno chino rebajó la presión de la política fiscal y monetaria, el impulso fiscal y crediticio de China se contrajo hasta el 2,5% del PIB. Con ello, las importaciones cederán terreno, lo que afectará a Europa. Aun cuando surtan efecto los estímulos en China, Europa no disfrutaría de los beneficios hasta más tarde, aunque los valores responderían en consecuencia (gráfico 2).

Gráfico 2: No se espera un «efecto China» positivo hasta finales de 2025



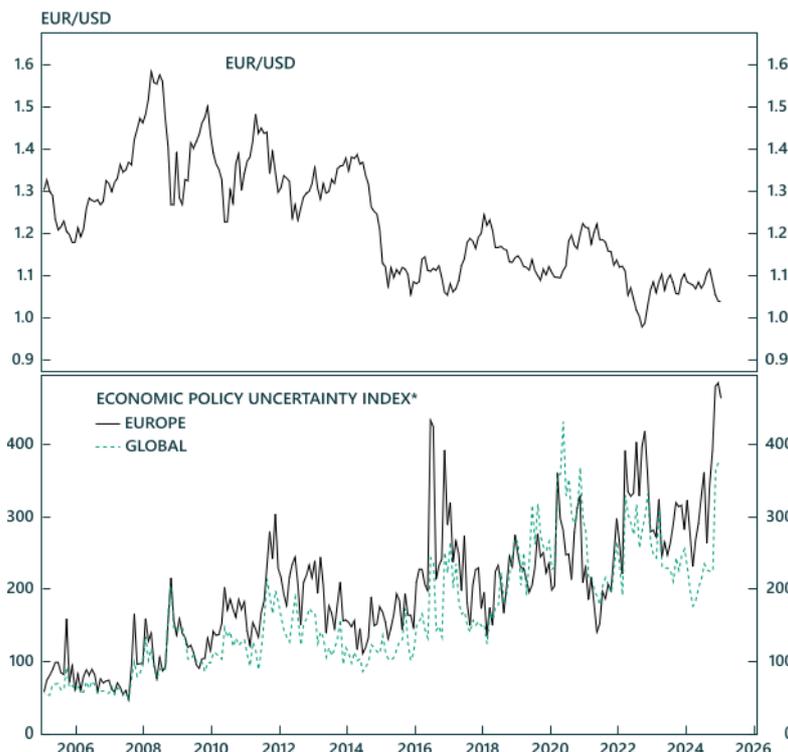
Fuente: BCA Research, 2025. *Se muestra como media móvil de seis meses, Aduanas de China. ** Financiación acumulada en términos agregados, excluida la financiación de capital y la emisión de bonos de la administración local, incluido el *swap* sobre los vehículos de financiación de gobiernos locales (LGFV, por sus siglas en inglés) 2015-18. ***Gobierno general (central y local), gasto de fondos gestionados por el Gobierno y fondo especial de infraestructuras 2015-17.

La política fiscal europea sigue siendo restrictiva: la Comisión Europea estima que hubo una contracción del 0,5% en 2024. El freno no será tan marcado este año, pero dificultará el crecimiento en el primer semestre. Las quiebras alcanzan niveles récord en Francia, y aumentan en Alemania y Holanda. El índice IFO que refleja el clima empresarial alemán ha

caído a niveles de la crisis financiera mundial y de la pandemia de COVID-19. Además, las intenciones en materia de inversión de capital están cayendo, lo que concuerda con la flaqueza del PIB y empeora con la ansiedad que provocan los aranceles. El empleo europeo también se está deteriorando, por lo que el consumidor local no compensará la debilidad procedente de China. El componente de empleo del PMI compuesto se halla por debajo de 50 puntos y muestra una trayectoria bajista, y el crecimiento de los salarios se está ralentizando. Esta situación implica que el crecimiento de los salarios reales podría evaporarse antes de que acabe el año, lo que desembocaría en una reducción del gasto de los consumidores y una contracción del PIB. Sin embargo, los balances de los consumidores muestran robustez: la deuda del sector privado bajó del 180% del PIB en 2021 al 154% a finales de 2024. A diferencia de lo sucedido durante la crisis de la zona euro, los balances de los bancos son sólidos, por lo que no hay motivos para reducir el crédito a los hogares.

El segundo semestre debería ser más propicio. El descenso de la utilización de la capacidad y el debilitamiento de la presión sobre los precios permitirán al Banco Central Europeo recortar los tipos hasta la horquilla del 1%-1,5%. Habida cuenta de la solidez de los balances del sector privado y los recortes de tipos que se avecinan, la reducción por debajo de la tasa neutral de inflación catapultará la demanda y supondrá la depreciación del euro. Dado que las exportaciones y la industria manufacturera de Europa representan casi el doble de valor añadido bruto y empleo que en Estados Unidos, una guerra comercial perjudica más a Europa que a Estados Unidos. El euro suele debilitarse en fases como esta, como sucedió durante el primer mandato de Trump (gráfico 3). Los flujos hacia Estados Unidos y la subida del dólar elevan el coste del capital, lo que endurece las condiciones financieras en todo el mundo.

Gráfico 3: Europa aborrece la incertidumbre



Fuente: BCA Research/Baker Bloom y Davis, 2024

Cuando amainen los vientos en contra, mejorarán las perspectivas para la renta variable europea. Europa ha acusado unos beneficios mediocres y una escasa productividad, además de austeridad, desapalancamiento, una crisis energética e incertidumbre política. Mientras que el endeudamiento estadounidense no puede continuar, en Europa el desapalancamiento bancario ya ha terminado. Habrá un exceso de gas en Europa debido al gasto en instalaciones de importación de gas natural licuado (GNL). La política económica podría moverse en direcciones opuestas en EE. UU. y Europa, algo que, si se tienen en cuenta las bajas valoraciones de la renta variable del Viejo Continente, podría traducirse en un comportamiento superior. Ahora bien, primero tenemos que superar la coyuntura de bajo crecimiento nominal, los temores a la guerra comercial y la caída de los márgenes que presiona los beneficios, lo que podría deparar una oportunidad de compra.

La renta variable europea se ha rezagado un 280% con respecto a la estadounidense desde 2007. Los problemas de la región son bien conocidos: baja productividad, escasa inversión, falta de innovación y elevados precios de la energía. Todo ello ha dañado los beneficios, ha deprimido la inversión de capital y ha frustrado el modelo de negocio alemán (energía rusa barata que alimenta las exportaciones a China). Además, a pesar de la UE, Europa sigue fragmentada. El FMI estima que las barreras no arancelarias en la UE equivalen a un impuesto del 44% sobre las mercancías; la cifra intraestatal equivalente en EE. UU. asciende al 15%. En el caso de los servicios, el coste es peor: 110%. Así pues, las compañías europeas luchan por encontrar las economías de escala para la inversión de capital y el ámbito de la innovación y el desarrollo (I+D). Dependen más de la financiación bancaria que en Estados Unidos, donde los mercados de capitales muestran una mayor magnitud: un 70% frente a un 26%. Los bancos europeos también revelan una mayor aversión al riesgo, por lo que Europa tiene una prima de riesgo más elevada. En la antesala de la crisis financiera mundial, la renta variable europea superó a la estadounidense en un 60% (gráfico 4). Ahora bien, la amenaza de una guerra comercial deprime los activos europeos, por lo que reviste cierta dificultad imaginar un repunte de las inversiones de capital o de I+D. Este es el remedio amargo que Europa necesita para simplificar la regulación, reducir la fragmentación del mercado y acercarse a una unión de los mercados de capitales. Un exceso de GNL, que sustituya al suministro de gas canalizado por tuberías de Europa, bajará los precios de la energía y liberará beneficios para la reinversión.

Gráfico 4: Allá cuando Europa registraba resultados muy superiores a pesar de su menor productividad



Fuente: MSCI/BCA Research, 2025

Asimismo, China se ha convertido en un importante competidor para Europa, ya no solo es un mercado de exportación. Hace una década, las exportaciones químicas del gigante asiático eran el 15% de las de Alemania, ahora son el 40%. China se convirtió en el mayor exportador de coches del mundo en 2020; a pesar de los aranceles, los vehículos eléctricos chinos cuestan un 30% menos que los europeos y disponen de mejor *software*.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la inflación del sector servicios se ha mantenido de manera persistente en el 3,9%, mientras que el crecimiento salarial sigue siendo elevado. El descenso en las ofertas de empleo y en las expectativas de inflación significa que el crecimiento salarial experimentará una desaceleración, lo que sugiere que el Banco de Inglaterra recortará los tipos más de lo previsto. La inflación subyacente se ha disparado debido a los alquileres, aunque parece que estos se están moderando: el crecimiento de los alquileres en el mercado privado se ha ralentizado del 11% al 2,2% en noviembre de 2024. El Reino Unido, un país que no crece, exhibe tipos de interés más altos que Estados Unidos, donde hay casi pleno empleo. Los tipos británicos bajarán mucho a partir de ahora.

Conclusión

El sentimiento es alcista, ya que los analistas prevén un crecimiento de los beneficios estadounidenses de dos dígitos para 2025, así como un aumento de 100 p.b. de los márgenes récord en el país. En 2024, Bloomberg estimaba que la mitad de los analistas vaticinaban una recesión; ahora, casi nadie la espera. Las expectativas de crecimiento del PIB eran modestas de cara a 2024, pero la economía creció casi un 2,4%. Ahora las expectativas de crecimiento

para 2025 se sitúan por encima del 2%, algo que se presta a una decepción. Las expectativas de beneficios son exigentes. La valoración del mercado de renta variable estadounidense no casa con los rendimientos reales. Europa necesita capear los vientos en contra, provenientes del bajo crecimiento nominal, los temores a la guerra comercial y los márgenes a la baja que presionan los beneficios, si bien las perspectivas para el segundo semestre y más allá están mejorando. Este entorno podría presentar una oportunidad de compra en Europa y volver a dar lugar a resultados superiores.

A menos que se especifique, todos los datos proceden de Bloomberg, a enero de 2025



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 riesgos, 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