

---

# Renta variable europea: resiliencia en el entorno de turbulencias arancelarias del comercio mundial

---

Renta variable europea | Junio de 2025

---



**Paul Doyle**

Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **Los consumidores y compañías estadounidenses están sintiendo la presión de la subida de los tipos y de los aranceles, pero la actividad económica básica se mantiene. Los datos envían señales dispares, pero sin llegar a una contracción**
- **Aunque los aranceles han supuesto fricciones para el comercio, han provocado un reajuste y políticas de respuesta, lo que genera obstáculos a corto plazo y oportunidades a más largo plazo**
- **En Europa, una integración más profunda, un mayor énfasis en la competitividad y una reducción de las barreras comerciales internas podrían favorecer el comportamiento de la renta variable a largo plazo**

## **Estados Unidos**

A principios de 2025, manteníamos una postura a favor de todos los mercados. Pero la inclinación de la pendiente de la curva («bear steepening») en el mercado de bonos supuso una señal peligrosa. Su significado quedó claro: el dólar, que suele beneficiarse de las tensiones en el comercio mundial, se ha depreciado y el mercado de renta variable estadounidense, habitualmente más aislado de las crisis comerciales que Europa, se ha rezagado. Los valores tecnológicos estadounidenses, que venden servicios y no bienes y están, por lo tanto, más protegidos de los aranceles, son los que peor se han comportado. Si bien el desencadenante de la corriente de ventas fueron las políticas comerciales del presidente Trump, la causa de los movimientos del mercado hay que buscarla en unas tendencias que ya venían gestándose desde antes: diferencias de valoración, divergencias en las políticas monetarias y fiscales, una desaceleración en Estados Unidos y la narrativa de la inteligencia artificial (IA) en crisis.

Las divergencias de valoración son distintas a las que había durante la guerra comercial de Trump de 2018. Tras su victoria electoral en 2024, aumentaron las expectativas sobre el crecimiento estadounidense y disminuyeron las del resto del mundo. Esto impulsó los precios de los activos estadounidenses hasta nuevos máximos, lo que los dejó vulnerables a posibles decepciones. El gasto generador de déficit, que había favorecido los activos estadounidenses, ahora se está reduciendo. Alemania ha agarrado ese toro por los cuernos y aumentará su propio déficit, lo que supondrá una ventaja para Europa. Lo mismo puede decirse de la política monetaria: el Banco Central Europeo recortó los tipos de interés en 200 p.b. y puede bajarlos más, mientras que la Reserva Federal estadounidense (Fed) está limitada por la inflación, avivada por los aranceles. Haría falta un gran accidente financiero o una recesión para que la Fed se vea obligada a actuar.

Hasta ahora, los consumidores estadounidenses estaban protegidos de las subidas de tipos gracias al ahorro acumulado durante la pandemia, lo que ha evitado una ralentización desde 2023 hasta este año. No obstante, la proporción de depósitos bancarios sobre la renta disponible vuelve a situarse en los niveles de antes de la pandemia. Para el segmento de rentas más bajas, se encuentran incluso por debajo de las cotas de 2019. Los hogares están tomando préstamos, pero se encuentran en dificultades financieras: 10 millones de estadounidenses tienen retrasos en el pago de préstamos para estudiantes, después de que la moratoria de cinco años terminara el pasado septiembre, y los impagos de tarjetas de crédito y préstamos para automóviles se sitúan en los niveles de 2011, cuando la tasa de paro era el doble de la actual. Los bancos están endureciendo sus condiciones crediticias y subiendo los tipos aplicables a las tarjetas de crédito hasta niveles récord. Los consumidores están exprimidos (gráfico 1).

Gráfico 1: los consumidores estadounidenses parecen afrontar serias dificultades



Fuente: Universidad de Michigan/BCA Research, 2025. Las partes sombreadas indican las recesiones designadas por el National Bureau of Economic Research.

Incluso antes de los aranceles, el gasto de consumo se estaba moderando, y los impagos de tarjetas de crédito y préstamos para automóviles se situaban en máximos de 14 años. Los precios de los swaps del IPC indican una subida de la inflación al 3,5% hasta marzo, por lo que

la renta de los hogares caerá. La creación de empleo fue sólida en marzo, pero suele serlo hasta que empieza una recesión, y la incertidumbre sobre el comercio ralentizará el crecimiento del empleo. La tasa de vacantes se situó en el 4,5% en febrero. Christopher Waller, miembro del Consejo de Gobernadores de la Fed, afirmó que un nuevo descenso supondría una aceleración del desempleo. Las ofertas de trabajo de los grandes empleadores cayeron en marzo y abril.

EE. UU. y China han alcanzado una tregua sobre los aranceles, aunque solo durante 90 días, pero el gravamen general del 10% ha elevado los aranceles a su mayor nivel desde los años treinta. Habida cuenta de la incertidumbre que generan estas políticas comerciales y arancelarias para las empresas, unido al mayor pesimismo de los consumidores, las probabilidades de recesión han aumentado. Los datos preliminares de la encuesta de confianza de los consumidores de la Universidad de Michigan muestran unas expectativas de inflación futura del 5% para dentro de un año y del 4% a seis-diez años vista. No es lo que la Fed desearía oír. El consumo privado ha representado un 80% del crecimiento estadounidense desde 2020, y desde 2022 las importaciones de EE. UU. se han disparado. Sin embargo, en 2024 el gasto de los consumidores empezó a ralentizarse. El indicador del PIB en tiempo real GDPNow de la Fed de Atlanta correspondiente al primer trimestre de 2025 fue plano, una tendencia que también se observó en las encuestas de confianza de los consumidores. La incertidumbre sobre los aranceles y la corriente vendedora en la renta variable intranquilizarán a los consumidores, lo que reforzará el riesgo de estanflación.

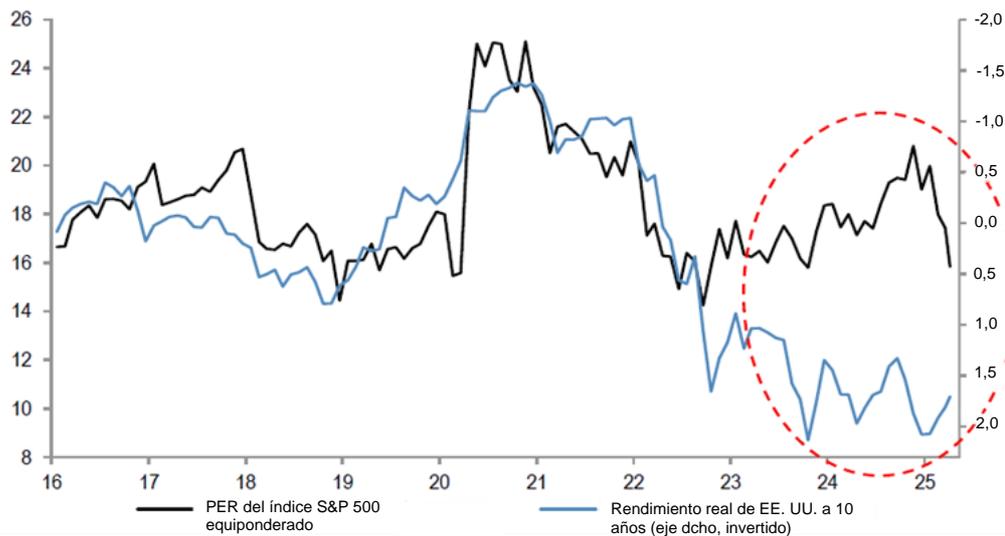
Las políticas comerciales desencadenaron el desplome de las bolsas, pero la incertidumbre también aumentó el malestar entre los directivos de las compañías. La encuesta a pequeñas compañías de la National Federation of Independent Business (NFIB) muestra que solo un 13% prevé aumentar sus gastos de capital. Los datos de los planes de gasto según las encuestas de los bancos regionales de la Reserva Federal también están cayendo. El índice de sorpresas económicas de Citi (Citi Economic Surprise Index) se ha ido debilitando y la encuesta de nuevos pedidos de la Fed de Filadelfia ha sufrido el mayor retroceso en dos meses jamás registrado. Los datos del índice de gestores de compras (PMI) de S&P de marzo fueron sólidos, pero las expectativas de pedidos futuros bajaron hasta un mínimo de dos años. Las expectativas de desempleo han aumentado y se están cancelando planes de vacaciones. Las tasas de desocupación de los inmuebles de oficinas se encuentran en máximos históricos. Los impagos de bienes inmobiliarios comerciales están aumentando en los segmentos de oficinas y de hoteles (y apartamentos) y la construcción del sector manufacturero ha dejado de crecer. Ya no hay tensiones en el mercado de trabajo, se está despidiendo a empleados con edades laborales óptimas y el mercado de la vivienda ha pasado de escasez a sobreoferta. Las nuevas viviendas en venta han aumentado al máximo nivel desde 2009, lo que ha ralentizado la inversión en el segmento residencial.

Se suponía que la IA iba a revolucionar la productividad, pero los rivales chinos a la hegemonía estadounidense, como DeepSeek, pusieron esa idea en entredicho. La inversión en *software* supuso una ventaja competitiva para EE. UU., pero los inversores se preguntan si esto continuará con la IA, donde la competencia es mucho mayor: no hay un solo actor que pueda imponerse a los demás, a diferencia de lo que sucedió con el sector tecnológico estadounidense tras la crisis financiera mundial. Esto significa que algunos gastos de capital serán en vano. La demanda de centros de datos en China se está ralentizando y Microsoft ha reducido sus inversiones.

Los rendimientos de la renta fija suelen caer cuando hay una recesión, pero la persistente inflación hace difícil relajar la política monetaria. La inflación se situó por debajo del objetivo del

2% entre la crisis financiera mundial y la pandemia. Desde entonces, el IPC supera el objetivo, así que la Fed se encuentra maniatada. Los inversores extranjeros poseen ahora el 30% de las letras del Tesoro estadounidense, pero los aranceles les generan desconfianza. El déficit fiscal ronda el 6%-7% desde hace unos años, incluso en una situación de pleno empleo, cuando debería ser del 3% para que la relación deuda/PIB pueda estabilizarse. Esto no es probable dadas las rebajas fiscales planeadas, y una recesión no haría más que agravar el déficit.

Gráfico 2: PER del índice S&P 500 equiponderado frente al rendimiento real de EE. UU.



Fuente: IBES, abril de 2025

En lo que respecta a la renta variable, las valoraciones estadounidenses están lejos de tocar fondo. Alcanzaron un ratio PER previsto de 13,5 en el peor momento de la pandemia y de menos de 9 en el punto más acuciante de la crisis financiera mundial. Actualmente, el PER de la renta variable estadounidense es de 20, lo que asume un crecimiento de los beneficios de dos dígitos este año (gráfico 2). Las recesiones, que suelen mermar los beneficios en un 20% en EE. UU. (30% en Europa), empiezan normalmente cuando las economías se encuentran en situación vulnerable y ocurre una perturbación. Una guerra comercial constituye una perturbación de este tipo: los aranceles harán subir los precios al tiempo que caen los ingresos, y la inflación reducirá el margen de maniobra para recortar los tipos. Debido al rezago de la inflación en la última década, el deflactor de gasto en consumo personal (PCE) durante el primer mandato de Trump fue del 6%, inferior al que habría sido si la inflación se hubiera situado en el 2% tras la crisis financiera mundial. Ahora, la inflación se encuentra un 1,2% por encima de la tendencia. La Fed no puede dejar que las expectativas de inflación se desanclen. Puesto que un 80% del comercio mundial se refiere a bienes primarios, intermedios y de capital, los aranceles encarecerán los insumos y reducirán los beneficios, aumentando los costes generales. Las inquietudes sobre los aranceles han intensificado la espiral vendedora en la renta variable y la fija, endureciendo las condiciones financieras.

En caso de recesión estadounidense, es improbable que sea grave, porque los desequilibrios en el sector privado no son comparables a los de la crisis financiera mundial. En el sector público son más importantes: los costes de la deuda pública se han disparado desde el primer mandato de Trump. Reducir el déficit será políticamente difícil, y directamente imposible si los estabilizadores automáticos tienen que contrarrestar una recesión. Las contrataciones de

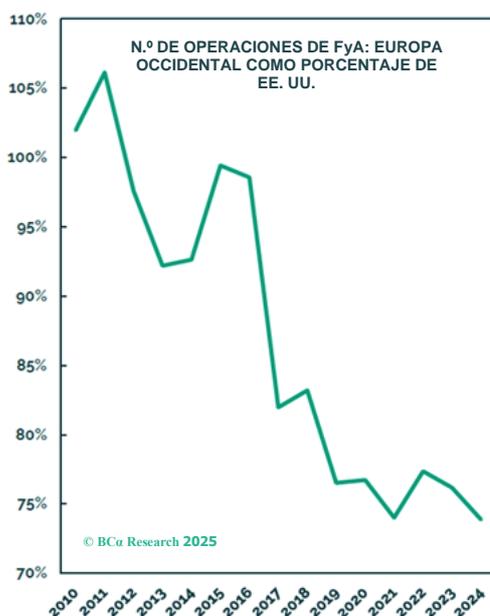
personal durante la administración de Biden, que ascendieron al triple del nivel habitual, se están revirtiendo. De los 4,5 millones de empleos creados en los dos últimos años, un 70% fueron en el sector público, comparado con una media a largo plazo del 28%.

La incógnita podrían ser los estímulos de China. Allí, las ventas de suelo son débiles, es decir, persisten los problemas del mercado inmobiliario. La construcción de viviendas nuevas ha caído un 70% con respecto a 2021, y solo el mercado secundario muestra signos de vitalidad. No obstante, la producción industrial, la inversión y las ventas minoristas han mejorado este año; esto podría deberse a las compras para anticiparse a los aranceles estadounidenses. Las exportaciones chinas a EE. UU. repuntaron un 13,6% el año pasado; los volúmenes de contenedores en Los Ángeles subieron un 17% en el 2.º semestre. Los aranceles estadounidenses serán dolorosos, pero la mitad de las exportaciones chinas se dirigen a otros mercados emergentes. China presentó un superávit comercial récord en 2024 y su cuota del valor añadido del sector manufacturero ha aumentado del 10% al 30% en 20 años, por lo que una guerra comercial tendrá duras consecuencias. La renta variable de mercados emergentes ha mostrado un mal comportamiento relativo, pese al rebote de China.

## Europa

Debido a las barreras a las fusiones y adquisiciones en Europa, sus compañías no han podido imponerse a la hegemonía de las estadounidenses. En 2010, las operaciones en Europa superaban las de EE. UU., pero ahora se encuentran un 25% por debajo (gráfico 3). Esto tiene que cambiar si las compañías europeas quieren ganar escala. Aunque los aranceles estadounidenses sobre los bienes europeos se hayan reducido a la mitad con respecto al 20% propuesto, un 10% es nueve veces mayor al nivel de principios de año. Las exportaciones de coches siguen sujetas a un arancel del 25%.

Gráfico 3: la actividad de fusiones y adquisiciones ha disminuido en Europa en relación con EE. UU.



Fuente: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances / BCA Research, 2025

Los aranceles punitivos a China han sometido a presión al tercer mayor socio comercial de Europa. Esto significa que los bienes chinos antes destinados al mercado estadounidense se han redirigido a Europa, generando deflación, incluso antes de que las condiciones financieras se endurecieran con la apreciación del euro, que ha subido un 10% frente al dólar desde diciembre. Durante la guerra comercial de 2018, el euro y los rendimientos de los bonos cayeron. Ahora, no. El Banco Central Europeo (BCE) tiene margen de maniobra para recortar los tipos. Solo Alemania puede aumentar su deuda pública, pero en caso de un shock, el Instrumento para la Protección de la Transmisión del BCE puede limitar el aumento de las primas de riesgo.

Los argumentos estructurales a favor de Europa están mejorando ante la crisis desencadenada por Trump. Hacerle frente unirá más a Europa, abordando el problema de competitividad que expuso Mario Draghi el año pasado. Europa tiene que integrarse para atajar las cuestiones demográficas a largo plazo. El envejecimiento de la población empeora la proporción de trabajadores respecto a jubilados. La inmigración es problemática, y no solo políticamente: el rendimiento escolar y la tasa de participación en el mercado laboral, incluso para los inmigrantes de segunda generación, son más bajos que para los ciudadanos nacionales (aunque la situación es mejor en el Reino Unido).

## Conclusión

Tras la elección de Mark Carney en Canadá, la prioridad será alcanzar un acuerdo comercial en Norteamérica, lo que retrasará un acuerdo con Europa hasta el tercer trimestre, cuando ya se habrán producido los daños. La inundación de productos chinos baratos en el mercado europeo agravará la deflación y unas represalias de Europa lo empeorarían. Los estímulos en Alemania ayudarán: los cambios recientes aumentarán en un 1% el crecimiento anual. Sin embargo, la brecha de producción en Europa es amplia y se ensanchará aún más por la perturbación derivada de los aranceles. Con la deflación procedente de China, el BCE podría incluso plantearse un programa de expansión cuantitativa.

En vista de la impredecibilidad actual de EE. UU., la UE tiene que estrechar sus relaciones comerciales con otros países, en particular con el Reino Unido y Suiza. Las barreras no arancelarias entre países europeos, equivalentes a un arancel del 44% sobre los bienes y del 110% sobre los servicios, están en el punto de mira. Esto no salvará a Europa a medio plazo, pero mejorará los argumentos de inversión en la renta variable europea: reformas estructurales, una mayor integración del mercado único y nuevos apoyos monetarios y fiscales.

Si EE. UU. entra en recesión, hay un riesgo a la baja. Las compañías europeas han pasado 15 años orientándose hacia este país; un 30% de sus activos se encuentran ahora allí. Una recesión moderada reduciría los beneficios europeos en un 20%-30%, y para los negocios cíclicos más bien un 30%-40%. EE. UU. representa el primer destino de las exportaciones europeas, con un peso de más del 17%. Las exportaciones representan la mitad del PIB europeo, frente al 11% del estadounidense. Y hay 23 millones de empleos del sector manufacturero en la zona euro, frente a solamente 13 millones en EE. UU. Así que una guerra comercial pasará factura.

**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.

**En el EEE:** 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.**