
La recesión en Europa ha sido extremadamente leve; en EE. UU. lo peor está por llegar

Renta variable europea | Agosto de 2023



Paul Doyle

Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **La economía estadounidense reviste una vital importancia para Europa; no obstante, mientras que Estados Unidos se enfrenta a una recesión más profunda, Europa está en mejor situación**
- **Europa presenta un mayor exceso de ahorro derivado de la pandemia que EE. UU., y también hay una mayor demanda acumulada. Esto podría comportar que el gasto de los consumidores se mantenga durante más tiempo**
- **Una caída de los rendimientos de la deuda estadounidense podría considerarse positiva (se ha logrado controlar la inflación) o negativa (se acerca una recesión). Es más probable lo segundo**

El alza de los tipos de interés han hecho caer la inflación. Todos albergamos la esperanza de que se acerque el punto de inflexión en que los bancos dejarán de subir los tipos y empezarán a rebajarlos. Muchos analistas afirman que proclamar la victoria implica que la inflación debe acercarse al objetivo del 2%; entonces podrá producirse ese giro. No obstante, la media de inflación a tres años en EE. UU. y Europa aún se sitúa en el 5%; posiblemente incluso en el 7% en el Reino Unido. Para que la inflación caiga al 2% de forma más permanente, primero tiene que descender por debajo y estabilizarse en el 1%; probablemente en un nivel aún más bajo, dada la evolución reciente en el Reino Unido. Ahí es donde las autoridades políticas fallaron en la década de 1970. Hasta la profunda recesión de principios de los 1980, la inflación no retrocedió por debajo de su tasa histórica a 10 años. De las tres regiones, hace falta que el Reino Unido se suma en la mayor recesión para volver al objetivo de inflación. Ya ha superado el límite permitido del 20% para la inflación a 10 años en los últimos tres años.

Situación en EE. UU.

El objetivo de la Reserva Federal estadounidense estriba en conseguir la estabilidad de precios, a saber, una inflación del 2%. Para lograrlo, tiene que inducir deflación. El mercado es consciente de ello, de ahí la apreciación del dólar y la caída de la renta variable en Asia y Europa, así como la depreciación de las divisas vulnerables de Turquía, Sudáfrica y Argentina. La moneda china se ha debilitado porque el gigante asiático está tratando de exportar deflación al resto del mundo.

EE. UU. utiliza unos datos inadecuados para calcular la inflación. El índice de precios de consumo (IPC) y el deflactor del gasto en consumo personal (PCE) incluyen un importante peso del alquiler: el 33% en el caso del IPC, 25 puntos del cual representan alquiler imputado de la vivienda propia. La inflación de los servicios del IPC excluidos los costes de la vivienda se sitúa en el 0,4%. Sin embargo, el componente de alquiler imputado de la vivienda propia ha aumentado en un 8%, lo que hizo subir el IPC global de mayo hasta el 4%. Los gastos de alquiler y de vivienda no se revelan sensibles a las subidas de tipos, salvo para periodos más largos, y la encuesta se actualiza cada seis meses, suavizándose los datos resultantes.

Los tipos reales, si se considera la inflación general en EE. UU. y se excluye el componente de alquiler, son del 4% en lugar del 1%. Y si usáramos datos actuales para la inflación de los alquileres, en vez de datos de hace seis meses, el IPC en EE. UU. estaría más bien en torno al 0% y los tipos reales más cerca del 5%, los más altos desde el mandato de Volcker en la Fed a principios de los 1980.

Los tres componentes de la medida de inflación preferida por la Fed –bienes, vivienda y servicios excluida la vivienda– están cayendo. Los precios de los bienes se encuentran un 8% por encima de los de los servicios en relación con los niveles de antes de la pandemia. Los alquileres actuales se reflejan en la inflación de la vivienda de seis a doce meses más tarde, por lo que esta seguramente caerá con respecto al nivel actual. Los salarios son el mayor componente de la inflación de los servicios excluida la vivienda. El crecimiento medio de los salarios se ha moderado del 8% al 5%. La tasa de abandono, un buen indicador del crecimiento salarial, se encuentra en los niveles de antes de la pandemia.

Cuando esta terminó, la brecha entre la demanda y la oferta de mano de obra se amplió: la demanda superaba la oferta en un 3,7% en 2022. La única manera de contratar empleados era robarlos de otras empresas, a un coste más alto. La combinación de las subidas de tipos y el endurecimiento fiscal ha ayudado a reducir la inflación. El número de empresas que prevé aumentar los precios ha disminuido hasta unos niveles que no se registraban desde 2019.

Por lo general, cuando la demanda de mano de obra retrocede, pero la oferta aumenta, el paro sube. Ahora bien, con pleno empleo, el descenso de la demanda lleva a una desaceleración del crecimiento salarial y a un menor número de ofertas de empleo en lugar de desempleo. A medida que la inflación se acerca al objetivo de la Fed, aumenta la probabilidad de una recesión. Con la caída de la demanda de mano de obra a lo largo de la curva de oferta, unos nuevos descensos comportarán una menor producción y un mayor desempleo. Esto todavía podría tardar unos meses, en función de lo que ocurra con el exceso de ahorro generado durante la pandemia. Este alcanzó un máximo del 12% de la renta disponible en EE. UU., en torno a unos 2,2 billones de dólares; ahora se encuentra en un 4% o 0,5 billones¹. Si bien ese

¹ Federal Reserve, "The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings", 8 de mayo de 2023

exceso aún es positivo, se ha reducido en tres cuartas partes, y para octubre será de cero. A medida que esto se produzca y el panorama fiscal sea más restrictivo tras el aumento del techo de la deuda, la economía pasará a ser sensible a los elevados tipos de interés reales, y esto golpeará el mercado de empleo.

Los grupos de rentas más elevadas exhiben un exceso de ahorro comparado con el nivel anterior a la pandemia, pero no tras ajustarlo por la inflación. El aumento de las tasas de ahorro afectará el gasto de consumo, incluso antes de que el mercado de empleo se deteriore. Puesto que el exceso de ahorro se ha gastado en los últimos tiempos en servicios, no en bienes como durante la pandemia, afectará el componente de servicios, intensivo en mano de obra.

La inyección fiscal estadounidense del 4% del PIB del año pasado ha agravado los problemas de una economía sobrecalentada, con exceso de inflación y sin verdadero desempleo. Ahora que se ha elevado el techo de la deuda, el déficit se reducirá, justo cuando los estudiantes tienen que reanudar los reembolsos de sus préstamos. Esto hará que el impulso fiscal pase de ser positivo a negativo. Tras haber aprobado el aumento del techo de la deuda, EE. UU. reconstituirá la Cuenta General del Tesoro (TGA, por sus siglas en inglés), que se había agotado en el periodo previo a la votación. Esto neutralizó todo el endurecimiento cuantitativo del primer semestre. Ahora, la TGA se reconstituirá en 500.000-700.000 millones de dólares, justo cuando el endurecimiento cuantitativo sin ese efecto neutralizador continúa a un ritmo de 250.000 millones de dólares al trimestre.

Esto se ve agravado por la ralentización del crédito bancario, que en 2022 ascendió a más del 15%, pero ahora apenas alcanza el 1%. Las actuaciones de la Fed y del Tesoro conllevan que el exceso de reservas de los bancos se acabará. Los bancos se enfrentan a unas decisiones difíciles: quedarse sin liquidez y esperar que haya un rescate (esto no funcionó para los bancos regionales); elevar los tipos de los depósitos (deteriorando sus márgenes de intereses netos); o reducir los préstamos, invirtiendo en su lugar en títulos del Tesoro con unas ponderaciones de riesgo más bajas. La última opción no hará adelgazar los balances, pero sí disminuye el riesgo; no reduce la oferta de dinero, pero sí el multiplicador monetario, lo que comporta una contracción del crédito. Esto atenúa el apetito de riesgo, lo que empeora la restricción de la liquidez, como sucedió en el verano de 2000 y en noviembre de 2007.

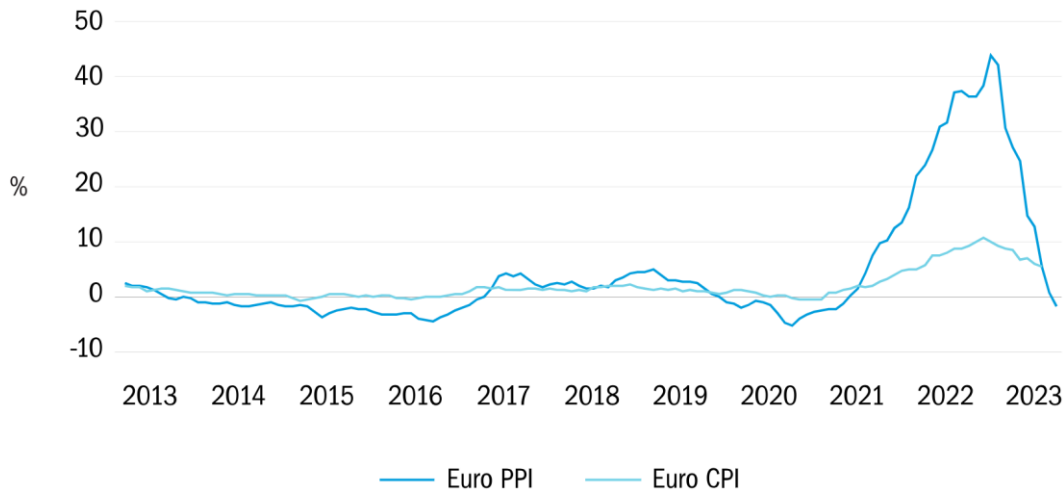
El sector industrial estadounidense sigue débil: el índice de fabricación ISM cayó al 46,9 en mayo, y el componente de nuevos pedidos a 42,6. Ha habido una reducción de las existencias; no obstante, los gastos de capital podrían haber tocado fondo, y las relocalizaciones estimularán el gasto de capital del sector industrial, especialmente en tecnología.

La política monetaria es restrictiva y la brecha entre puestos de trabajo y empleados ha disminuido en 1,6 puntos desde 2022. Si bien la reposición de existencias estimula la demanda, los efectos retardados de la política restrictiva mitigarán su impacto. La expansión del crédito reacciona con un desfase a unas condiciones de concesión de préstamos más estrictas. La disponibilidad de crédito ahora no constituye un problema, aunque esta situación cambiará cuando el exceso de ahorro de la pandemia se agote y la subida de los tipos hipotecarios afecte la vivienda.

Europa y el resto del mundo

El sector de los servicios sigue mostrando indicios de solidez en Europa, pero, al igual que en EE. UU., el de fabricación es débil y hay numerosas alertas de beneficios. En Europa, la inflación de precios del productor (IPP) va adelantada en uno o dos trimestres con respecto al IPC (gráfico 1), por lo que las caídas recientes del IPP se reflejarán en dinero para los consumidores más adelante.

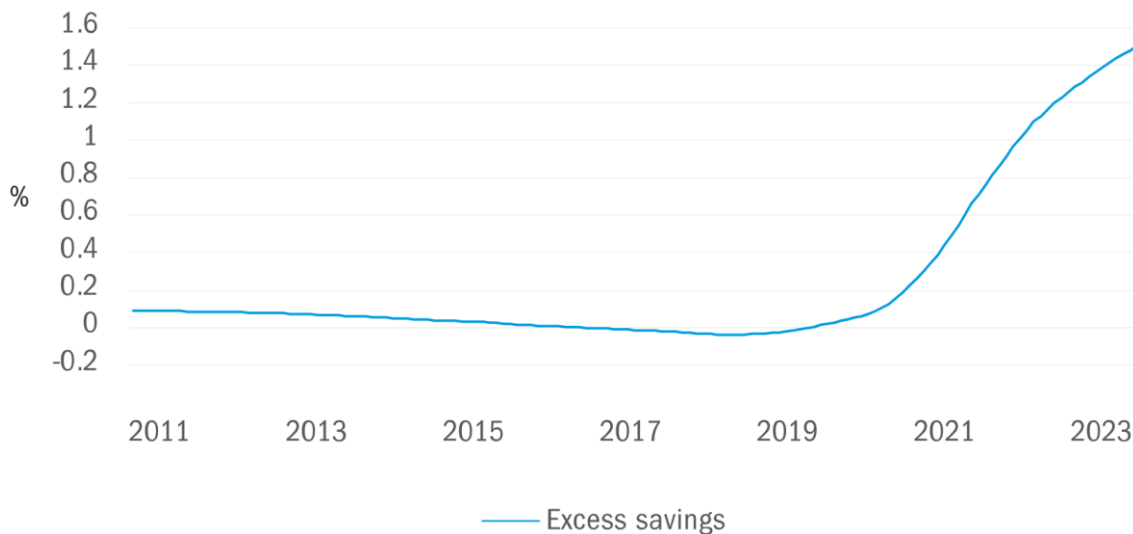
Gráfico 1: el descenso de la inflación de precios del productor debería comportar una caída del IPC en Europa



Fuente: BCA Research, junio de 2023

Dado el elevado exceso de ahorro en Europa (gráfico 2), esto significa que el gasto de consumo mejorará a finales de 2023 y principios de 2024, justo cuando el consumo estadounidense dé un giro a la baja.

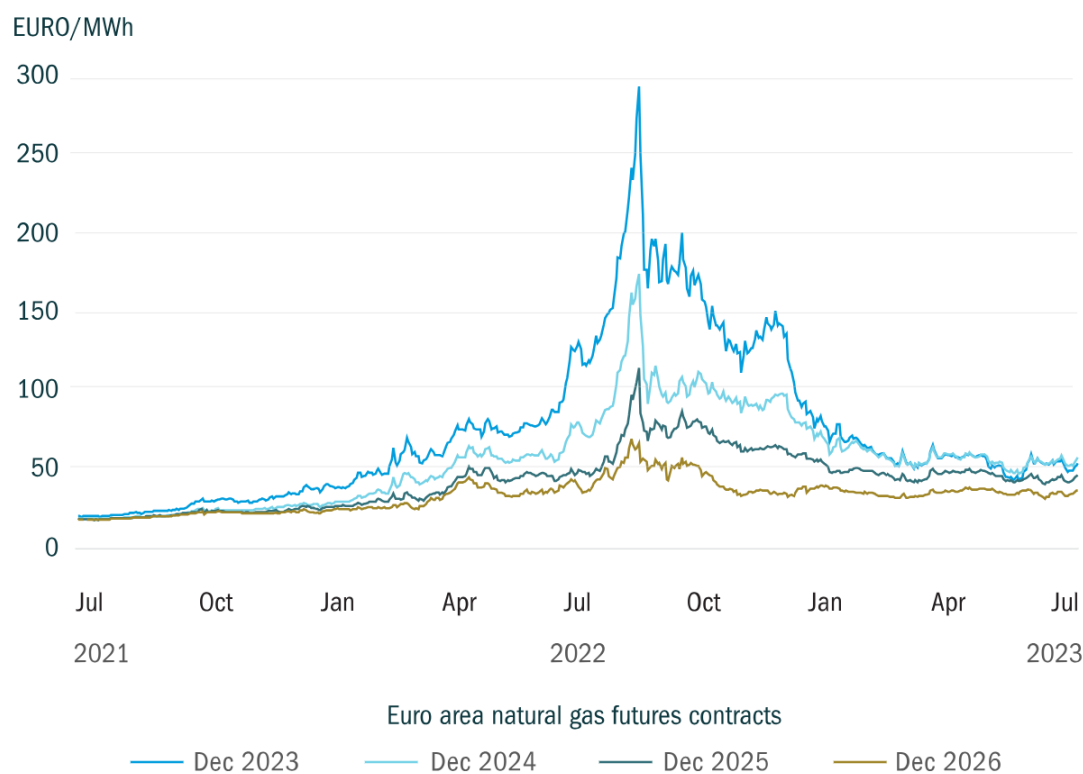
Gráfico 2: exceso de ahorro acumulado en relación con la tendencia anterior la pandemia



Fuente: BCA Research, junio de 2023

Europa depende menos de la energía de Rusia debido a los nuevos gasoductos, el almacenamiento de gas natural licuado (GNL) y las nuevas fuentes de suministro (gráfico 3). Los bancos del Viejo Continente tienen una posición más sólida que en la última recesión, y las devaluaciones internas han cerrado la brecha de competitividad entre el norte y el sur de Europa.

Gráfico 3: los futuros indican que los precios del gas natural en Europa permanecerán bajos



Fuente: Intercontinental Exchange, ICE Futures Limited/BCA Research, junio de 2023

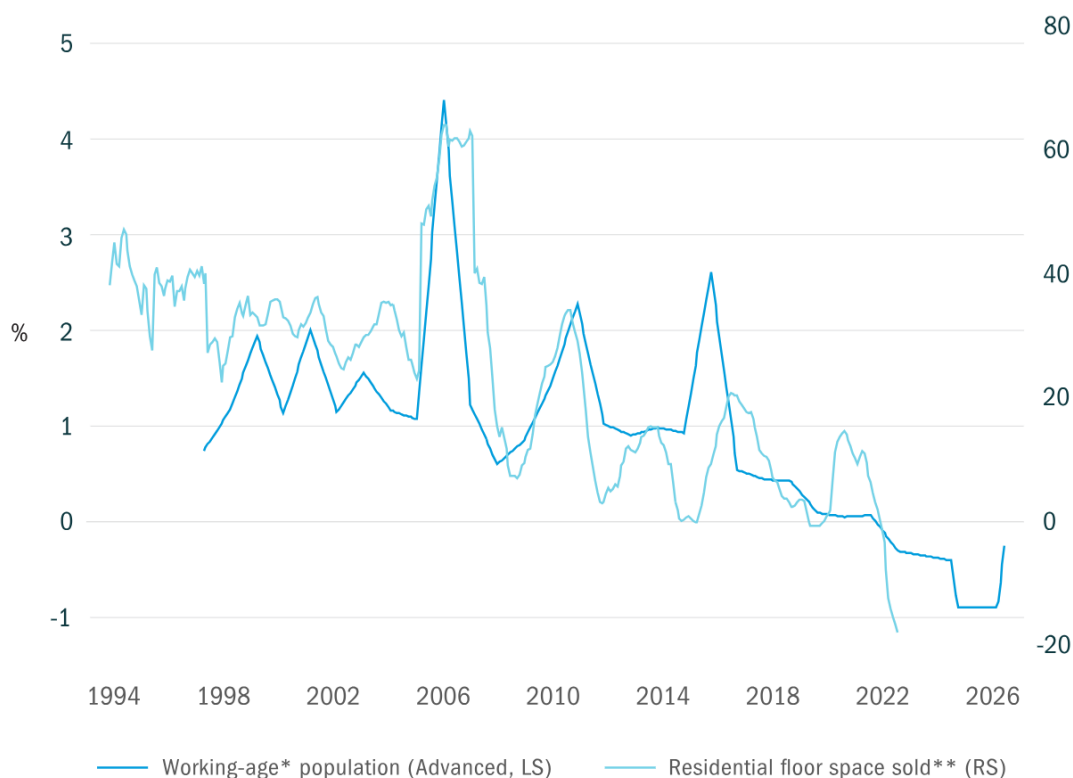
China se enfrenta a algunos retos en un entorno de subidas de tipos y deterioro de la liquidez mundial. La mala asignación de capital en las administraciones locales y la construcción excesiva de viviendas han quedado en evidencia. Esto contrarresta algunos de los beneficios de las medidas de estímulo del gobierno. China debe elegir entre deflación nacional o imprimir dinero y depreciar la moneda, es decir, exportar deflación. La devaluación del renminbi a finales de 1994 desencadenó la crisis de las divisas de Asia un par de años más tarde; ahora, la devaluación del yen está teniendo el mismo efecto sobre China.

El descenso mundial en la fabricación afecta a los exportadores chinos y, si bien la reducción de existencias de la industria podría terminar, persisten los problemas en el sector de la vivienda. El mercado de la vivienda chino se parece al de Japón en los 1990, pero peor. Esto se debe al exceso de construcción, a la deuda y al deterioro demográfico. Según la ONU, la población en edad laboral de China se reducirá a la mitad para finales de siglo². La formación de hogares en China está muy correlacionada con la superficie residencial iniciada en las últimas décadas, y es negativa (gráfico 4). Las consecuencias serán distintas de las que se

² Perspectivas de la Población Mundial 2022 de la ONU

observaron en EE. UU. entre 2006 y 2009. Los estímulos monetarios y fiscales ayudarán, pero solo de forma marginal. El IPC es del 1% y está cayendo; el IPP ya es negativo. Los coeficientes de reservas caerán, junto con otras medidas para apoyar el gasto interno. Este movimiento lateral o ligeramente positivo es lo mejor que podemos esperar de China en lo que queda de año³.

Gráfico 4: una contracción de la población en edad laboral de China implica una menor demanda de viviendas



Fuente: Instituto Nacional de Estadística de China/BCA Research, junio de 2023. *población de entre 15 y 64 años de edad, adelantada en 5,5 años. **se muestra la media móvil a dos años.

En cuanto a los beneficios, hay buenas noticias. Hay una relación entre las revisiones de los beneficios y las sorpresas económicas: cuando las segundas repuntan, los analistas revisan sus datos al alza. Tras caer durante varios meses, las previsiones están aumentando gracias a la mejora de los márgenes (no de las ventas). Los márgenes son elevados en EE. UU. y vuelven a situarse en los niveles de 2019, por lo que recesión que se aproxima debería ser moderada. La reposición de existencias en Europa y Asia se verá respaldada por un repunte de la fabricación. Con un ratio de beneficios previstos de 12x, la valoración de Europa parece atractiva frente a la de EE. UU., que ronda los 20x.

El Banco Central Europeo (BCE) se ha comprometido a efectuar como mínimo otra subida de tipos. Prevé que la inflación se sitúe en más del 5% este año, el 3% en 2024 y el 2,3% en

³ BCA Research, junio de 2023

2025⁴, todavía por encima del objetivo y superior al nivel proyectado en marzo. La inflación de la energía se ha disipado, aunque las presiones de un mercado laboral tensionado y los aumentos de precios del sector de servicios mantienen la inflación por encima del objetivo. El BCE se arriesga a una caída en recesión provocada por su política para conseguir el objetivo. En Europa ha habido una leve recesión, con dos descensos consecutivos moderados de la producción. La caída de la inflación permitirá que los rendimientos de la renta fija descendan, mientras que la actividad industrial debería estabilizarse.

La política monetaria restrictiva se observa en el estrechamiento de la oferta monetaria, la caída de la demanda de crédito, el endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos y la reducción de los flujos de crédito. Junto con la debilidad del sector de fabricación, esto hará caer la inflación. Las expectativas inflacionistas ya están disminuyendo, así como los costes laborales, reduciendo la inflación del sector de servicios. La política monetaria del BCE ya es lo suficientemente restrictiva: los tipos han subido del -0,5% al 3,5%, y podría cometerse un error de política monetaria si se elevan más.

Resulta irónico que, aunque el crecimiento salarial se está moderando, el descenso de la inflación permitirá que los salarios reales recuperen algo del terreno perdido en 2022, cuando se desplomaron debido a la escalada de precios. Europa cuenta con un mayor exceso de ahorro derivado de la pandemia que EE. UU. También hay una mayor demanda acumulada en Europa que en Estados Unidos: el consumo de bienes duraderos (ajustado por la inflación) está un 12% por debajo de la tendencia de antes de la pandemia, mientras que en EE. UU. está un 12% por encima. Estos dos factores podrían comportar que el gasto de los consumidores se mantenga durante más tiempo que en EE. UU., pero el riesgo es que esto lleve al BCE a subir los tipos, en vez de bajarlos.

Los valores cíclicos han rendido más que los defensivos, pese al deterioro de la economía, como sucedió en 2007 por las esperanzas de inicio de un nuevo ciclo. La Fed elevó los tipos al 5,25% en 2007, el nivel actual, y el mercado pensó que podría ignorar las alzas al acercarse un nuevo ciclo. Los analistas más optimistas afirman que las cosas son distintas esta vez debido a la COVID-19, por lo que deberíamos mirar más allá de las subidas de tipos y pensar en cuando los bancos centrales los recortarán. Los sectores con el mejor comportamiento en Europa en los últimos 12 meses han sido los de comercio minorista, aerolíneas, chips, automóviles, banca y construcción, mientras que los peores han sido los defensivos. La evolución ha sido similar en EE. UU., donde los valores sensibles a la economía miran más allá de la contracción del impulso macroeconómico. Los precios del mercado se han ajustado de un PER de 15x en 2022 a uno de 20x ahora. La oferta monetaria se está deteriorando. La relación entre los nuevos pedidos y las existencias es negativa. Los índices PMI en todos los países y regiones decepcionaron en junio frente a mayo, incluidos los de servicios.

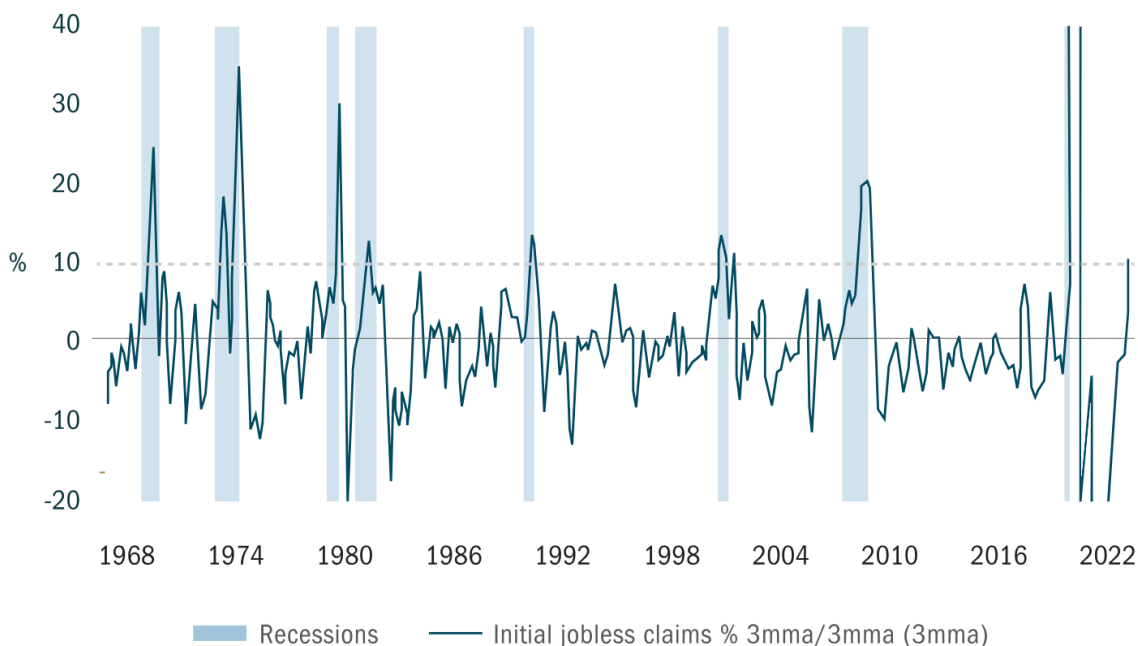
En el sector inmobiliario, al igual que en el último ciclo (desde el máximo de 2005 al mínimo en 2009), el ajuste es lento: la capacidad para comprar una vivienda está disminuyendo, y los precios de los inmuebles residenciales aún no han reaccionado. Cada vez más propietarios de viviendas se ven lastrados por unas hipotecas caras —los costes de las hipotecas fijas a dos años en el Reino Unido han pasado del 1,5% al 6,3%—, pero dados los tipos hipotecarios baratos durante la pandemia, los tipos efectivos siguen estando por debajo de los niveles de 2019.

⁴ Banco Central Europeo, Proyecciones macroeconómicas, junio de 2023

¿Cómo se presenta el futuro?

En general, entre el mejor momento del mercado laboral y una recesión suelen pasar menos de seis meses. El desempleo alcanzó un mínimo del 3,4% en junio. Cuando las solicitudes iniciales de subsidio de desempleo aumentan un 10% durante un periodo de tres meses, esto augura una recesión. Esta señal no ha fallado nunca, y acaba de producirse. Los índices PMI están tocando techo y las solicitudes de subsidio de desempleo están repuntando.

Gráfico 5: recesiones y solicitudes de subsidio de desempleo



Fuente: Bloomberg Finance LP/JP Morgan, 2023

El año pasado, mucha gente pensaba que habría una recesión en la primera mitad de 2023 y que la situación mejoraría en el 2.º. Nosotros dijimos lo contrario. Ahora, se espera un aterrizaje suave. El año pasado había pesimismo, como mostraba el posicionamiento corto en los futuros sobre índices. A principios de este año, el posicionamiento era entre neutral y corto; ahora se halla cerca del máximo.

La volatilidad se encuentra en mínimos históricos. Hay complacencia por todas partes. Los rendimientos de los bonos estadounidenses han tocado techo. El mercado de renta variable se ha visto impulsado por el sector tecnológico. Una caída de los rendimientos podría considerarse favorable (se ha logrado controlar la inflación) o negativa (se acerca una recesión), pero es más probable lo segundo. Si las nóminas estadounidenses dan un giro a la baja, es probable que los sectores con el mejor comportamiento sean los de atención sanitaria, tecnología y consumo básico.

La curva de tipos estadounidense se invirtió en julio del año pasado. La demanda de crédito en EE. UU. está en su punto más bajo desde la crisis financiera mundial. Lo mismo sucede en Europa: el crédito bancario a los hogares está disminuyendo. La Fed amplió su balance en

300.000 millones de dólares durante la crisis de los bancos regionales. Esto ahora se ha acabado: está disminuyendo de nuevo.

Los márgenes también están cayendo. Las revisiones de beneficios se están estabilizando tras haber sido negativas desde el pasado junio, pero las solicitudes de subsidios de desempleo están a punto de deteriorarse. Actualmente existe un desajuste entre los precios de la renta variable y los rendimientos reales. Europa rindió un 30% más que EE. UU. durante seis meses, pero un tercio ya se ha perdido. Las ofertas de empleo están retrocediendo, los precios de la vivienda han tocado techo y ahora están disminuyendo.

Europa resulta tan afectada por la actividad en el resto del mundo como EE. UU. Las recesiones mundiales son excepcionales: solamente ha habido tres en los últimos 100 años: 1930-31, 2008-09, y la pandemia de 2020. En general, las recesiones mundiales suponen un crecimiento inferior a la media, como en las décadas de los 70, 80, 90 y 2000. Si así es como se define una recesión «normal», entonces ya nos encontramos en medio de una: China se está desacelerando, Europa está en recesión y EE. UU. está creciendo menos de un 2%, por lo que las economías impulsadas por las exportaciones, como Alemania, están pasando dificultades.

El desempleo aún no ha subido de manera significativa, ni en Europa ni en EE. UU., pero en China, el paro juvenil supera el 20%: el doble de los niveles anteriores a la pandemia. Este verano, 12 millones de recién graduados se sumarán a ello. El desempleo en Alemania va en aumento, como lo hará en EE. UU.

Las *commodities* se encuentran en un mercado bajista, el crédito de alto rendimiento va a la deriva, algunos sectores sensibles a la economía, como el químico, publican casi a diario advertencias de beneficios. Aparte de algunos gigantes tecnológicos estadounidenses, el mercado de renta variable se está moviendo lateralmente y hay una rotación dentro de los sectores.

China se está desacelerando y se prevé que su gobierno amplíe los estímulos. Las economías del mundo desarrollado están entrando en recesión por la agresividad de sus bancos centrales. Tras un repunte a finales de 2022, la renta variable china ha revelado endeblez este año. Es posible que haya un respiro a medida que los mercados emergentes empiecen a comportarse mejor que los desarrollados, lo que impulsaría a los valores de consumo europeos, que se han rezagado con respecto a los tecnológicos.

Nota: a menos que se especifique otra cosa, la fuente de todos los datos del artículo es Bloomberg, a julio de 2023.



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, incluyendo 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.