
Una cuestión de mejora de la economía europea y no solo de la decadencia de EE. UU.

Renta variable europea | Agosto de 2025



Paul Doyle
Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **El crecimiento de EE. UU. se ha visto rebajado al tiempo que el desempleo ha aumentado, aunque menos que en desaceleraciones anteriores. La mano de obra es escasa debido a las jubilaciones anticipadas y a menor inmigración.**
- **EE. UU. se enfrenta a una posible estanflación con motivo de las restricciones de la mano de obra más que por una baja demanda.**
- **Europa ya ha salido de la estanflación posterior a la pandemia: la inflación está cayendo mucho y los tipos de interés se están relajando, por lo que el panorama económico ha dado un giro de 180°.**
- **Por primera vez en años, las compañías de pequeña capitalización están logrando una rentabilidad superior, impulsada por la caída de la inflación, la demanda interna y el paquete de estímulos de 1 billón de euros de Alemania.**

Estados Unidos

Las expectativas de crecimiento para Estados Unidos a principios de 2025 eran demasiado optimistas. El crecimiento mundial se ha recortado del 3% al 2,7 %, pero el de EE.UU. lo ha hecho 0,6 puntos porcentuales, hasta el 1,5 %. Esta desaceleración no ha perjudicado al mercado laboral: el desempleo ha crecido, pero en menor medida que en otras desaceleraciones. Los más optimistas creen que la economía estadounidense depende más de los servicios y que es menos cíclica. También afirman que el apalancamiento del sector privado está controlado y es menos acentuado que antes de la crisis financiera mundial, ya que los bancos están mejor capitalizados y la inteligencia artificial (IA) está transformando la economía.

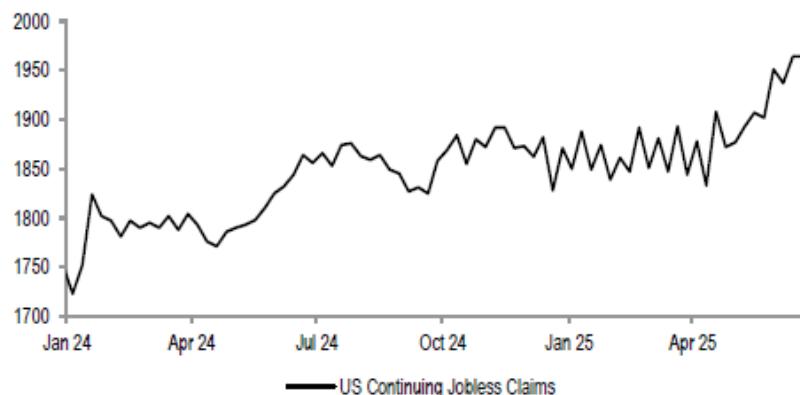
Aunque el consumidor norteamericano ha sido el motor de la economía en los últimos años, el consumo personal real se está ralentizando y el mercado inmobiliario se está debilitando. La inversión en vivienda cayó en el primer trimestre de 2025 y se espera que lo haga aún más en el segundo trimestre. El número de inmuebles nuevos está en su nivel más alto desde 2009 y los precios de la vivienda están bajando en el 60 % de los condados de EE. UU. Los datos relacionados con las nóminas parecen positivos, pero se revisan a la baja. A pesar de los aranceles del 17 % (los más altos desde los años 30), la guerra comercial todavía no se ha dejado notar. Salvo en el caso de los automóviles japoneses, los precios al por menor no han subido, lo que sugiere que las compañías han absorbido parte de los aranceles. El resto, sin embargo, lo han asumido los consumidores norteamericanos con precios más altos. La Reserva Federal de Nueva York ha visto que un tercio de los fabricantes y casi la mitad de las empresas de servicios han repercutido los costes de los aranceles a los consumidores, y que se repercutirán más si estos acaban siendo permanentes. Esta situación va a afectar (y mucho) a los ingresos reales.

En junio, el IPC de EE. UU. se situó en el 2,7 % interanual, lo que supone una subida con respecto al 2,4 % de mayo. El mercado de swaps del IPC sugiere que la inflación subirá hasta el 3,4 % dentro de un año con motivo de los aranceles. El aumento de la inflación afecta a la confianza de los consumidores: aunque las ventas minoristas repuntaron en junio, siguen siendo un 0,5 % más bajas que en diciembre. La subida de las bolsas desde abril ha relajado las condiciones financieras e impulsará la demanda de los consumidores, especialmente si se recortan los tipos.

El proyecto de ley «One Big Beautiful» aumentará el déficit estadounidense en un 0,8 % del PIB, lo que podría suavizar el impacto de los aranceles, siempre que el mercado de bonos no se rebale. Europa y China están relajando las políticas monetarias y fiscales, lo que ayuda algo.

Aunque todo el tema de los aranceles se ha asimilado ya, el PIB sigue ralentizándose y se espera que la inflación suba en la segunda mitad del año. La tasa de desempleo bajó en junio, pero las solicitudes de prestaciones por desempleo continuas han alcanzado su nivel más alto en tres años y medio (gráfico 1). Los datos de The Conference Board indican que hay muchos empleos disponibles, pero que son difíciles de conseguir. Como estos indicadores se correlacionan con el desempleo, sugieren que la tendencia del paro es seguir subiendo. Fuera del sector público, en atención sanitaria y asistencia social apenas se crearon 15 000 puestos de trabajo. El índice de difusión de las nóminas cayó por debajo de 50, lo que indica que hay más sectores perdiendo empleo que ganándolo, y que las horas trabajadas en el sector privado también son cada vez menos.

Gráfico 1: Subida reciente del
número de solicitudes de prestaciones continuas en EE. UU.

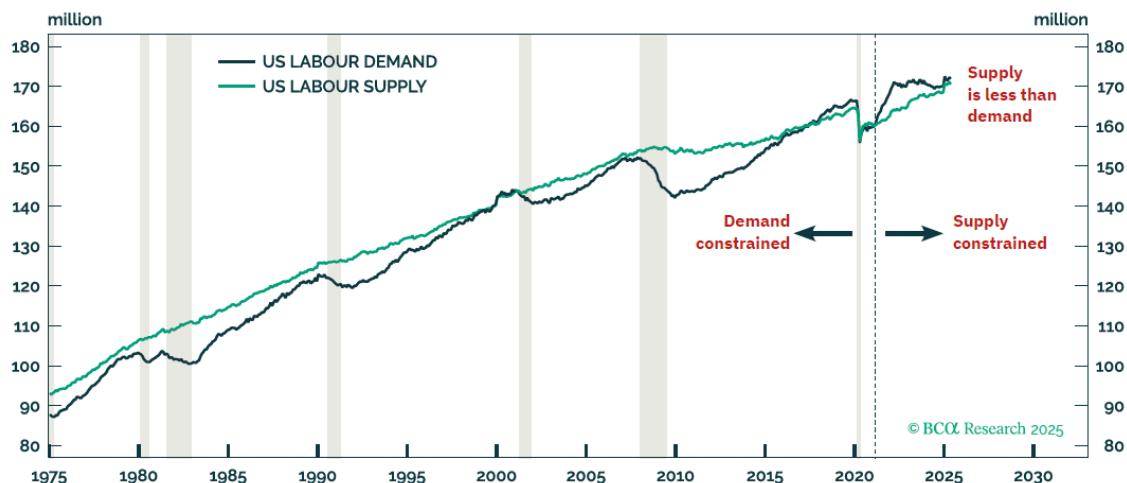


Fuente: Bloomberg Finance LP, julio de 2025/BCA Research, 2025.

Por lo general, que el desempleo en EE. UU. aumente en 80 puntos básicos desde su mínimo suele ser síntoma de recesión. Esta vez, hemos tardado dos años en llegar a este punto, pero no hemos visto tal recesión. Un aumento del desempleo acompañado de una recesión normalmente tiene dos fases: primero, las compañías dejan de contratar; después, empiezan a despedir. En esta ocasión no hemos sido testigos aún de la segunda fase: las compañías todavía no están despidiendo, por lo que las solicitudes de prestaciones por desempleo iniciales no son muchas. Las compañías saben que la oferta de mano de obra es limitada debido a la cantidad de trabajadores que se jubilaron de manera anticipada durante la pandemia. La política de Trump de contener la inmigración está salvando a EE. UU. del desempleo.

El problema es que este escenario puede generar una inflación persistente —o peor aún, una estanflación—, ya que el crecimiento se está ralentizando mientras la inflación se mantiene entre el 2,5 y el 3 %. La mayoría de las economías están limitadas por la demanda más que por la oferta, pero no es el caso de EE. UU. (gráfico 2), que tiene un déficit de 1,4 millones de trabajadores. El gasto de los jubilados no es muy distinto al de los trabajadores en activo, pero dicho gasto viene de ahorros y pensiones en lugar de salarios. Por lo tanto, la demanda sigue siendo elevada mientras que la oferta de mano de obra es cada vez menor.

Gráfico 2: La oferta de mano de obra de EE. UU. se ha visto limitada desde la COVID-19
Oferta y demanda de mano de obra en Estados Unidos (millones)



Fuente: US Bureau of Labor Statistics/BCA Research, 2025. La oferta de mano de obra es la fuerza laboral; la demanda de mano de obra se considera el número de empleos más las vacantes más los desempleados con algún tipo de licencia o permiso temporales. Las partes sombreadas indican las recesiones designadas por el National Bureau of Economic Research.

Hasta hace poco, el déficit de mano de obra se compensaba con la inmigración y el crecimiento de la productividad. Ahora que EE. UU. ha reducido a cero los inmigrantes ilegales y ha comenzado a deportarlos, podríamos llegar a presenciar una recesión por falta de oferta. Para que eso ocurra, la oferta de mano de obra tendría que contraerse en más puntos que el crecimiento de la productividad, que es del 1,5 %. Dado que el mercado laboral de EE. UU. tiene 170 millones de personas, la caída equivaldría a 2 millones de trabajadores o 200 000 al mes. No se va a deportar a tanta gente, pero la caída de la tasa de participación laboral o el aumento del número de jubilaciones podrían propiciar esta situación. Una economía limitada por la oferta de mano de obra será inflacionaria o estanflacionaria.

Está bien que la Fed rebaje los tipos si la economía se desacelera debido a la caída de la demanda, puesto que unos tipos más bajos incentivan la demanda. Pero bajar los tipos no es la solución si la desaceleración se debe al estancamiento de la oferta en una economía limitada por dicha oferta, porque la rebaja de los tipos avivaría la inflación sin impulsar la oferta. Por lo tanto, los tipos y los rendimientos de los bonos no pueden bajar mucho EE. UU.

Europa

Europa se ha beneficiado de anticiparse a los aranceles y de un mayor superávit comercial con EE. UU. Pero este viento de cola se está convirtiendo en un obstáculo, ya que el volumen de exportaciones alemanas a EE. UU. se está desplomando. Se han comenzado a emitir ya advertencias sobre la pérdida de beneficios de las empresas europeas debido a la apreciación del 15 % del euro frente al dólar. Estas advertencias comenzaron a notificarse en el primer trimestre, cuando los inversores revisaron las expectativas de crecimiento con anterioridad a las elecciones alemanas. La victoria electoral de la coalición alemana CDU/CSU trajo consigo un estímulo económico de 1 billón de euros cuando aumentaban las dudas sobre la balanza de pagos norteamericana y su política comercial agresiva, lo que puso en entredicho la voluntad de los extranjeros de financiar el déficit por cuenta corriente de EE. UU.

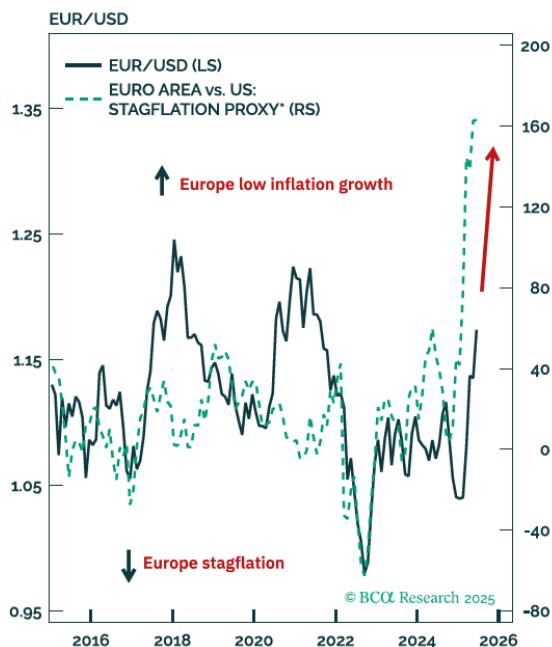
El valor del euro frente al dólar estadounidense está subiendo. Mientras que EE. UU. tiene un déficit por cuenta corriente del 4,6 %, la eurozona tiene un superávit del 2,3 %. Esta diferencia no representaba ningún problema para el dólar. El déficit estadounidense ha sido el reflejo del superávit en la cuenta de capital, lo que ha impulsado el dólar y financiado la demanda interna. Con ello, el déficit se agrava. El superávit en la cuenta de capital podría disminuir si los inversores destinan su dinero a otros sitios, lo que provocaría la caída del valor del dólar.

Las deudas de EE. UU. con el extranjero supera sus activos en el extranjero, lo que exige flujos de entrada de capital para su financiación. La inversión internacional neta de Europa pasó del -27 % al +8 % entre los primeros días de la crisis de la eurozona y finales de 2024. La incertidumbre política en EE. UU. aumentará la volatilidad y las primas de riesgo, algo que ya está sucediendo en Europa. Los mercados financieros europeos siguen al estadounidense en solidez y, cuando el valor del dólar se debilita, el valor del euro sube.

Pero el fortalecimiento del euro no se debe únicamente a la pérdida de valor del dólar: también es fruto de las mejoras de Europa. Europa ha salido por fin de la estanflación que siguió a la pandemia: la inflación está cayendo, al igual que los tipos de interés, lo que está provocando un auténtico cambio en el panorama económico. Europa está preparada para hacer frente a unos aranceles del 15 % de EE. UU., siempre que no cambien.

Gráfico 3: Cambio favorable de la economía

Diferencias del valor del euro y el dólar e indicador de la estanflación.



Fuente: BCA Research, julio de 2025. * Diferencia entre las expectativas de crecimiento y las de inflación de la encuesta ZEW.

Europa sufrió mucho al estallar la guerra de Ucrania por la crisis energética, lo que afectó el crecimiento económico, la productividad y los beneficios empresariales. Así como la pérdida del gas ruso impulsó a Europa a invertir en infraestructuras de regasificación, que ya están operativas. Gracias a ellas, los precios de la energía y la electricidad bajarán, lo que va a potenciar la inversión de capital, aumentar los márgenes corporativos y reducir la desventaja

competitiva de Europa frente a EE. UU. en lo que respecta a los costes energéticos. Que Alemania haya dejado de aplicar políticas de austeridad también va a servir de ayuda, algo que se verá reforzado si la Comisión Europea se compromete a aumentar el gasto de la eurozona en defensa (los países europeos de la OTAN han acordado destinar el 5 % de su PIB a defensa a partir de 2035, frente al 2 % actual).

La austeridad en Europa redujo drásticamente la demanda, la rotación de activos y la rentabilidad del capital. Esta es una de las razones por las que la productividad ha sido tan pobre desde la crisis financiera. Una mayor coordinación en defensa, energía o mercados de capitales estimularán el crecimiento económico y mejorarán la productividad. Mientras que EE. UU. se enfrenta a una inflación sostenida y la incapacidad de estimular la economía, la situación de la deuda pública en Europa está mejorando. En los países periféricos, la deuda del sector privado ha bajado del 178 % del PIB al 103 % desde el estallido de la crisis de la eurozona en 2011. A niveles similares se encontraba en 2002, cuando se lanzó el euro, y el fin del desapalancamiento debería traducirse en una posible recuperación de la demanda interna. La diferencia entre los costes laborales unitarios de Europa central y los países periféricos es ahora menor. Los déficits por cuenta corriente de los últimos han desaparecido, lo que ha reducido la presión sobre el euro, de forma que los diferenciales de la deuda soberana pueden estrecharse. En el primer trimestre, la renta variable europea superó a la de EE. UU., pero parte de esas ganancias se perdieron cuando el euro se fortaleció.

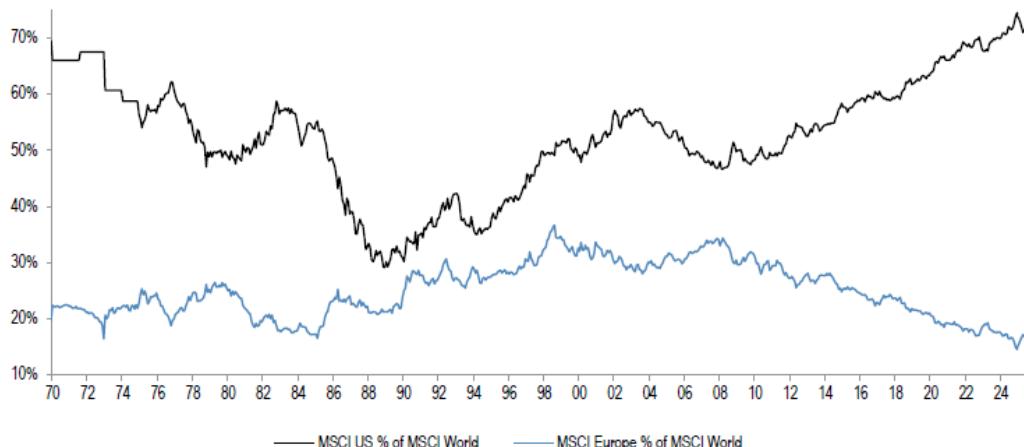
El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo los tipos estables en julio y el consenso solo espera una rebaja más. No obstante, la inflación sigue cayendo y se aproxima al 2 %, mientras los productos importados se abaratan por la apreciación del euro. La sobrecapacidad de China se traduce en la exportación de deflación, al tiempo que los aranceles del 15 % que se aplican a las exportaciones europeas a EE. UU. van a repercutir en la inversión de capital y los precios. Por lo tanto, podríamos presenciar dos rebajas más.

Los salarios ya no suben tan rápido: el indicador salarial del BCE ha caído del 5,6 % al 1,6 %. La debilidad del mercado laboral es cada vez mayor y el euro se ha apreciado un 15 % frente al dólar desde sus mínimos de este año. El precio del petróleo Brent está por debajo de los 70 dólares por barril (su nivel más bajo desde 2021 en euros), y el precio del gas también ha caído (a entre 30 y 40 euros por megavatio/hora). Los precios de las importaciones están cayendo en toda Europa, lo que genera un riesgo de deflación.

Las políticas fiscales no van a rescatar la economía europea hasta el año que viene, a pesar de que Alemania planea aumentar su gasto en defensa e infraestructuras. Puesto que la renta variable no ha subido ni bajado significativamente y los rendimientos de los bonos han subido 60 puntos básicos en Alemania y 50 puntos básicos en Francia este año, las condiciones financieras se han endurecido. No obstante, la bifurcación entre los activos europeos y los estadounidenses es ahora extrema (gráfico 4).

Gráfico 4: Bifurcación extrema

Cuota de los mercados de EE. UU. y Europa dentro del índice MSCI World.



Fuente: Datastream, julio de 2025/BCA Research, 2025

Este año, las compañías de pequeña capitalización europeas han tenido un rendimiento superior tras tres años de resultados muy pobres (gráfico 5). Esta circunstancia no se debe solamente a un repunte de la economía en Europa, sino también a la caída de la inflación. Una inflación alta reduce los márgenes de beneficio de las compañías pequeñas, porque a diferencia de las empresas grandes, no pueden repercutir el aumento de costes a los clientes. El efecto de transmisión en los márgenes de beneficios tarda en verse reflejado, por lo que el margen de ganancias de las compañías de pequeña capitalización seguirá creciendo aunque la inflación se haya estabilizado. Este tipo de compañías también sigue un comportamiento procíclico. Generan más ingresos en los mercados internos que las empresas de mayor capitalización, por lo que, igual que el PMI manufacturero, se han recuperado. Las restricciones sectoriales también explican el comportamiento de las empresas de pequeña capitalización: los bancos constituyen una parte importante de la gran capitalización, por lo que su rentabilidad fue superior a medida que los tipos subieron. Ahora que los tipos están bajando, debería ocurrir lo contrario.

Alemania domina el índice de pequeña capitalización representando el 29 % del total, frente a un 22,7 % de la gran capitalización. No es casualidad que las pequeñas capitalizaciones comenzaran a despuntar con las elecciones y el paquete de estimulación económica de Alemania.

Gráfico 5: ¿Estamos preparados para reanudar el ascenso?

Precios de las acciones de pequeña capitalización frente a los de gran capitalización de la zona euro



Fuente: MSCI, julio de 2025/BCA Research, 2025.

China y el resto del mundo

China sigue dando prioridad a la capacidad de producción manufacturera a expensas de la deflación, centrándose en la innovación industrial y tecnológica. En la actualidad, ocupa el puesto número 11 en el Índice Global de Innovación. La inversión inmobiliaria se ha derrumbado, pero la fabricación ha seguido creciendo. China podría resolver el exceso de capacidad reduciendo la inversión en producción, pero a costa de despidos, lo que, por motivos políticos, no es una opción. Los mercados emergentes podrían beneficiarse como consecuencia, especialmente con un dólar estadounidense de menor valor.

Conclusión

Con los mercados en máximos históricos o cerca de ellos, he aquí algunas reflexiones finales.

El consumidor de pocos ingresos norteamericano se encuentra bajo presión debido a la morosidad en los préstamos estudiantiles, las tarjetas de crédito y la calidad de los préstamos para la adquisición de automóviles. El mercado de la vivienda ha entrado en retroceso: la venta de unidades multifamiliares y unifamiliares ha caído en torno al 25 % desde su cota máxima, pero el empleo en la construcción residencial apenas ha bajado un 0,6 %. Ahora que los inventarios se están engrosando, nos encontramos en un punto de inflexión.

Hasta ahora, los aranceles no han reducido los márgenes de beneficio, pero están a punto de hacerlo. Como consecuencia, las ganancias de las empresas van a verse afectadas negativamente. El consumo, que representa dos tercios de la economía, se ha estancado y el gasto ha disminuido respecto a diciembre, lo que no es habitual cuando la economía está creciendo (aunque a un ritmo más lento que el año pasado). El consumo suele anticipar la inversión, así que queda por ver si la desaceleración provoca que las empresas reduzcan la inversión y comiencen a despedir trabajadores.

Cuando el Congreso apruebe un techo de deuda nuevo, el Tesoro aumentará la Cuenta General de 350 000 millones a 850 000 millones de dólares, lo que supone una reducción de la liquidez del sistema en 500 000 millones durante los próximos meses y la reversión de la reciente inyección de 500 000 millones de dólares.

Mientras tanto, las perspectivas económicas de Europa están mejorando gracias a la caída de la inflación, el valor del euro y las reformas estructurales. Los costes energéticos están bajando, lo que aumenta los márgenes de beneficio y fomenta la inversión, mientras que los paquetes de estimulación de Alemania y una mejor coordinación de la UE respaldan este posible crecimiento. El superávit comercial de la zona euro y la mejora de la dinámica de la deuda contrastan con la inestabilidad fiscal en EE. UU., lo que hace que Europa sea cada vez más atractiva para los inversores.

A menos que se especifique, todos los datos proceden de Bloomberg, a julio 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 único, 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 Australia: publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [«TIS»], ARBN 600 027 414. TIS está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley australiana de sociedades de 2001 (Corporations Act) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 en lo que respecta a los servicios financieros que presta a los clientes mayoristas australianos. Solo se permite la distribución del presente documento en Australia a «clientes mayoristas» (wholesale clients), según se define este término en el artículo 761G de la Ley australiana de sociedades. TIS está regulada en Singapur (número de registro: 201101559W) por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act) (Capítulo 289), que difiere de la legislación australiana.

En Singapur: publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, entidad regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act) (Capítulo 289). Número de registro: 201101559W. Este material no ha sido revisado en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur.

En Hong Kong: publicado por Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, firma autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros de Hong Kong («SFC») para desarrollar actividades reguladas incluidas en el epígrafe 1 (CE:AQA779). Sociedad registrada en Hong Kong conforme a la Ordenanza de Sociedades (Capítulo 622) con el n.º 1173058.

En Japón: publicado por Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. operador de instrumentos financieros (FIBO) inscrito con número 3281 ante el Director General de la Oficina de finanzas local de Kanto, y miembro de la Asociación de Asesores de Inversión de Japón y la Asociación de Firmas de Instrumentos Financieros de Tipo II.

En el Reino Unido: publicado por Threadneedle Asset Management Limited (n.º 573204) y/o Columbia Threadneedle Management Limited (n.º 517895), sociedades registradas en Inglaterra y Gales y autorizadas y reguladas en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA).

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.

En Suiza: publicado por Threadneedle Portfolio Services AG, domicilio social: Claridenstrasse 41, 8002 Zúrich, Suiza.

En Oriente Próximo: este documento lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información. Este documento y su contenido, así como cualquier otra información u opiniones ofrecidas con posterioridad, revisten un carácter estrictamente confidencial y quedan destinados al uso exclusivo de los que asisten a la presentación. No podrá ser reproducido en forma alguna, ni facilitado a tercero alguno, sin el consentimiento expreso por escrito de CTIME. Al aceptar la entrega de esta presentación, usted se compromete a no copiar ni reproducir este material, en su totalidad o en parte, ni a divulgar su contenido a ninguna persona.

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.