
El repunte europeo parece mantenerse y la rentabilidad se diversifica

Renta variable europea | Noviembre de 2025



Paul Doyle

Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **La Reserva Federal estadounidense está apuntando a recortes de los tipos de interés a pesar de las dificultades que tiene para cumplir su objetivo de inflación. El crecimiento es sólido, pero las dudas giran en torno al trabajo y a la deuda.**
- **A pesar del frenesí del gasto en torno a la IA, actualmente hay pocas recompensas. El entusiasmo desmesurado por la IA nos recuerda a la era de las puntocom, en la que se necesitaron billones de dólares para obtener beneficios.**
- **Los valores chinos se están manteniendo al alza, pero la economía está en declive: la crisis del sector inmobiliario y la debilidad del consumo hacen que el país sea cada vez más dependiente de las exportaciones.**
- **En Europa, el aterrizaje suave de la economía se mantiene: las elevadas tasas de ahorro, el esperado estímulo fiscal y el descenso de la inflación preparan el escenario para posibles rentabilidades de la renta variable.**

EE. UU.

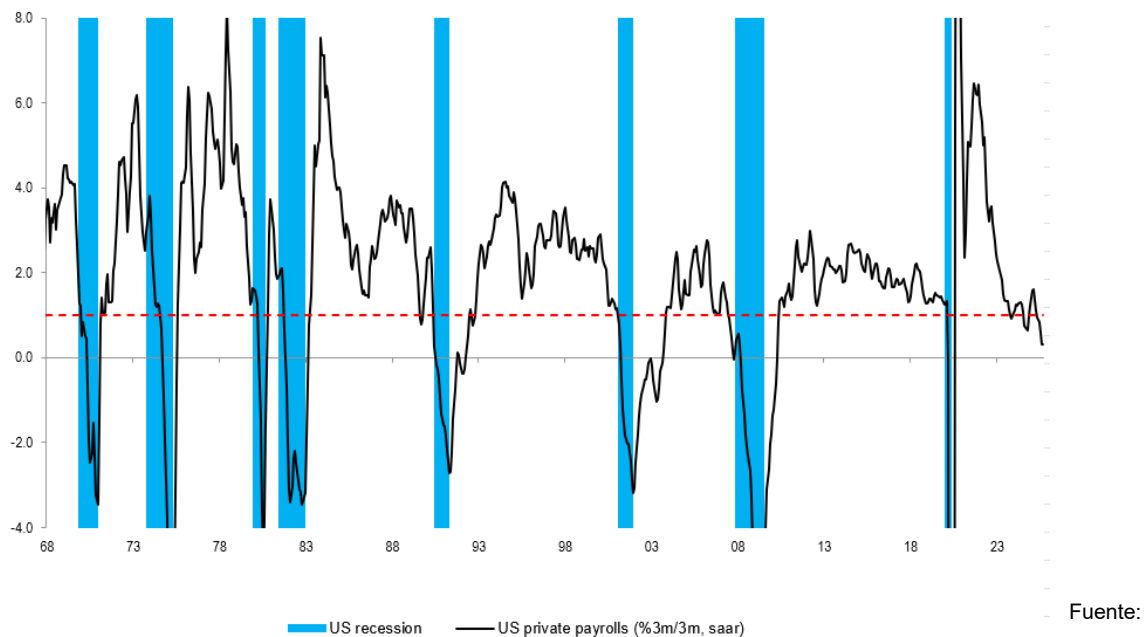
Durante décadas, la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed) ha estado ligada a su objetivo de inflación del 2 %. Pero como la economía está creciendo un 4 % y la inflación se sitúa por encima del 2 %, esta tendencia se está difuminando. La Fed está apuntando a la bajada de los tipos de interés incluso con una inflación por encima del 3 %. Las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo del 2 %, pero si la Fed está fijando efectivamente el objetivo del 3 %, las expectativas a largo plazo alcanzarán ese punto, lo cual conllevaría el riesgo de desencadenar un círculo vicioso de expectativas al alza. La fortaleza del oro –que está subiendo de forma inusual junto con la renta variable– indica que algo no anda bien. La

coyuntura actual apuntalará el oro, las criptomonedas y la renta variable hasta que el círculo se consolide y la inflación aumente. Con rendimientos de los bonos del Tesoro del 4 % a 10 años (50 p.b. menos que a finales de 2024), todo debería salir bien. Pero si los rendimientos aumentan, habrá problemas.

El mercado laboral estadounidense sigue debilitándose: el crecimiento medio de las nóminas no agrícolas en los tres meses que finalizaron en agosto fue inferior a 30 000. -30 000 sin incluir el sector sanitario. La variación en tres meses en el agregado de las horas trabajadas es negativa, lo que es poco común, salvo en épocas de recesión. Las ofertas de empleo están disminuyendo drásticamente, lo cual sugiere que la demanda de mano de obra está cayendo más que la oferta. El número de personas que no forman parte de la población activa, pero que buscan empleo aumentó en 875 000 desde enero.

No tenemos datos oficiales debido al cierre del Gobierno federal estadounidense, pero cuando la tasa media móvil de las nóminas privadas cae por debajo de 1, se entra en fase de recesión. Ahora hemos llegado a ese punto (gráfico 1).

Gráfico 1: Nóminas privadas estadounidenses



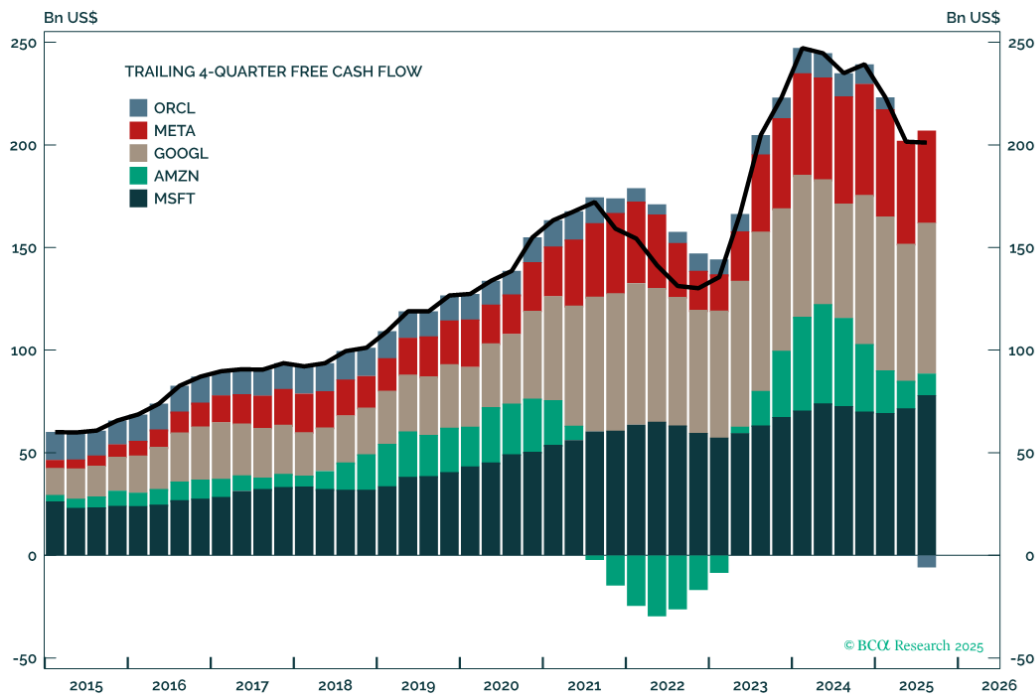
Bloomberg Finance LP, a septiembre de 2025. Saar: Tipo anual ajustado estacionalmente.

Han surgido inquietudes respecto a los líderes en inteligencia artificial (IA) que financian a los clientes. Meta y Microsoft se desplomaron tras anunciar sus planes de gasto de capital, pero el sector tecnológico sigue liderando. A pesar del frenesí desatado en torno a la IA, no está claro de qué forma transformará la productividad y el crecimiento o hasta qué punto será rentable para las compañías que hagan inversiones. McKinsey dice que el 80 % de las compañías están utilizando IA generativa, pero el mismo número de ellas no está obteniendo beneficios; el MIT revela que el 95 % de las compañías no perciben ningún beneficio en las inversiones en IA.

Antes del auge y caída de la tecnología, los medios de comunicación y las telecomunicaciones (TMT) a principios de la década de los 2000, las compañías afirmaban que Internet les aportaba beneficios en términos de productividad. Pero no fue hasta 2005, cuando el crecimiento de la productividad se normalizó, cuando las empresas comenzaron a percibir un aumento de los beneficios derivados de Internet, impulsado por los efectos de red. Pero la IA no se beneficia de los efectos de red ni de los de escala: la relación es con el modelo, no con los usuarios, y la diferenciación de la marca genera dudas en el caso de los centros de datos, las unidades de procesamiento gráfico (GPU) y la electricidad. La limitación ahora radica en el coste de la energía de "computación", el cual es un fenómeno más cíclico que estructural. Los beneficios de la computación en la nube son altos en este momento, pero cuando estos se hayan invertido, los precios y los beneficios bajarán.

El flujo de caja libre de los hiperescaladores está reduciéndose porque el gasto de capital está aumentando más rápido que el flujo de caja de explotación (gráfico 2); algo similar a lo que les ocurrió a las compañías de telecomunicaciones durante el auge y la caída de las tecnológicas.

Figura 2: El flujo de caja libre entre las empresas de hiperescala está en claro declive



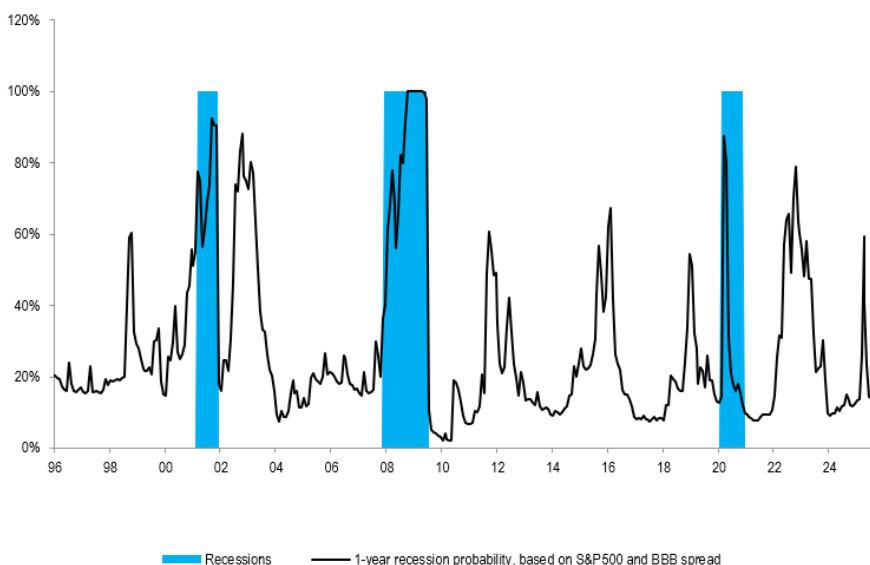
Fuente: BCA Research/Bloomberg Finance LP, a septiembre de 2025.

No es de extrañar que tantas compañías se estén subiendo al carro de la IA: el precio de las acciones se ve recompensado con saltos de dos dígitos. Las acciones de la IA suben con cada anuncio, por lo que no hay que temer una caída. Pero ten cuidado con los anuncios que van acompañados de la caída del precio de las acciones (como le sucedió a Meta en 2022).

La consultora financiera Bain dice que las compañías de IA deben generar ingresos adicionales de 2 billones de dólares para 2030 para obtener una rentabilidad de la inversión de capital comprometida hasta ahora. Para contextualizar, los ingresos de Microsoft para todo el año fueron inferiores a 300 000 millones de dólares, mientras que los de Meta fueron inferiores a 200 000 millones de dólares.

El sentimiento económico es optimista: el temor a una recesión es solo del 20 % (gráfico 3), pero no estaremos fuera de peligro hasta que se estabilicen las nóminas. Si observamos una recesión, es probable que se trate de una recesión poco profunda con una corrección brusca del mercado y que se produzca una sequía de gasto de capital. Los rendimientos de los bonos caerían, como ocurrió después de la burbuja de las tecnológicas.

Gráfico 3: Indicador de probabilidad de recesión

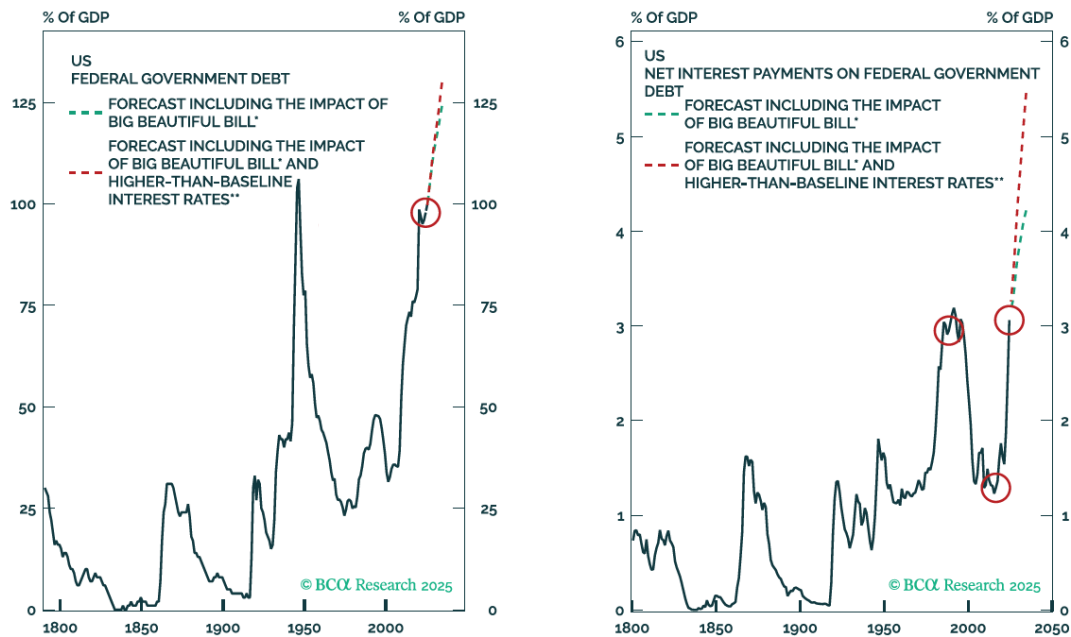


Fuente: JP Morgan, a julio de 2025.

El dólar ha revertido su repunte del año pasado, pero sigue sin estar barato. Las deudas de EE. UU. con el extranjero superan los activos extranjeros en un 88 % del PIB. Esto no constituía un problema cuando el rendimiento de la deuda exterior de EE. UU. era bajo, pero ahora, con un 4 %, está deprimiendo la balanza de pagos y el dólar. Otra diferencia entre la burbuja de las tecnológicas y la de ahora es que en 2001 el superávit del Gobierno federal era del 2,3 % del PIB y la relación deuda pública/PIB era del 55 %; ahora el déficit es de más del 6 % y la relación deuda/PIB es del 120 % (gráfico 4). Si el déficit se dispara, la Fed tendría que comprar bonos.

Dos fuerzas desinflacionistas están retrocediendo. En primer lugar, la proporción de trabajadores frente a consumidores subió en EE. UU. y en otras regiones desde finales de los años 80 hasta 2020, cuando más mujeres se incorporaron a la población activa, tuvieron menos hijos y los mercados comunistas se abrieron al mercado global. Pero a medida que envejecemos y consumimos más de lo que producimos, los ahorros disminuyen y la inflación aumenta. En segundo lugar, la globalización hizo colapsar el precio de los bienes de consumo, pero las interrupciones de la cadena de suministro provocadas por la pandemia y los aranceles de Trump han desmantelado la globalización. La inflación de los servicios dificulta que la Reserva Federal vuelva a alcanzar su objetivo de inflación. Esperamos una caída del precio de la energía y del dólar, lo cual sería positivo para los mercados emergentes.

Gráfico 4: Dinámica insostenible de la deuda en los EE. UU.



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso de los EE. UU./BCA Research, 2025. *Cálculos basados en las estimaciones recogidas en «Debt-service effects derived from HR1, The One Big Beautiful Act», CBO (junio de 2025). **Presupone que el tipo de interés medio de la deuda federal se eleva por encima del nivel de referencia en un diferencial que comienza en 10 puntos básicos en 2025 y aumenta en 10 puntos básicos en cada año posterior hasta alcanzar el 1 % en 2034.

China

Hay una desconexión entre la renta variable china y la economía: las acciones están subiendo como la espuma. Esto podría significar que la economía está mostrando signos de recuperación, lo cual debería ser positivo para Europa. Al igual que Europa, China gozó de un auge de las exportaciones a los EE. UU. antes de la imposición de aranceles, pero esa situación se ha revertido.

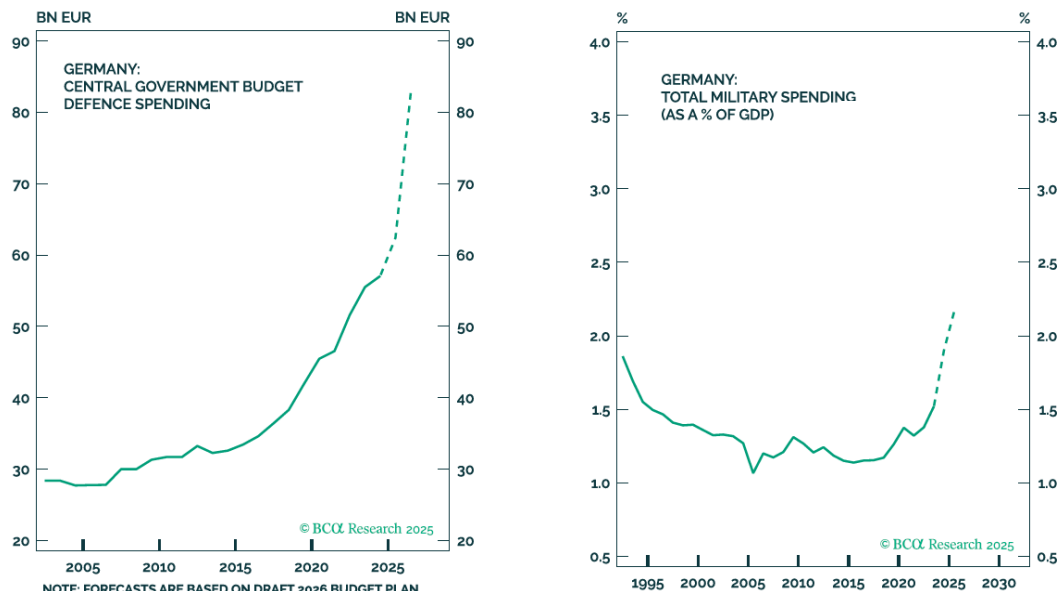
El sector inmobiliario sigue siendo débil: las transacciones inmobiliarias se están estabilizando, pero las nuevas construcciones han descendido un 72 % desde el máximo alcanzado. Hay una superabundancia de pisos vacíos y la población activa podría disminuir en 700 millones a finales de siglo. A pesar de la disminución de la población en edad de trabajar, el desempleo juvenil sigue siendo alto. Pero la debilidad de los mercados laborales e inmobiliarios está afectando al consumo, ya que el gasto en bienes duraderos y las ventas de automóviles están desplomándose. El apoyo fiscal representa solo el 2 % del PIB, a diferencia de las reactivaciones económicas anteriores. Como la inversión residencial y no residencial en China está debilitándose, solo las exportaciones pueden impulsar el crecimiento. El superávit comercial de China es superior al 1 % del PIB mundial. Sin embargo, ya que los aranceles menoscaban las exportaciones a EE. UU., China está vendiendo estos productos a precios bajos en otros mercados, lo cual ha propiciado acciones comerciales contra los productos chinos. China necesita aumentar el consumo en proporción a su PIB.

Europa

A diferencia de los EE. UU., los europeos siguen teniendo un exceso de ahorros de los tiempos de la pandemia: la tasa de ahorro personal es de más del 15 % y el exceso de ahorros es 2,5 billones de euros más alto que antes de la pandemia. Después de dispararse, el superávit comercial de Europa con los EE. UU. disminuyó rápidamente a raíz de los aranceles del 15 %. La competencia con China no ayuda: las exportaciones de China a Europa aumentaron un 11 % en julio con respecto al año anterior, mientras que las exportaciones europeas a China cayeron un 8 %. Alemania es la que más está sufriendo.

La relajación del freno del endeudamiento implica que el déficit presupuestario alemán aumentará del 1,3 % en 2023 al 2,8 % el próximo año. Alemania es uno de los pocos países capaces de implementar una expansión fiscal (algo que no es posible en Francia). El déficit fiscal puede incrementarse considerablemente antes de alarmar a los mercados de bonos. El gasto federal aumentará un 6,1 % este año y un 3,5 % en 2026, y la inversión federal será del 2,6 % del PIB este año y del 2,8 % en 2026. El gasto militar aumentará a 200 000 millones de dólares en 2029 (3,5 % del PIB), lo que supone un aumento con respecto al 1,3 % antes de la guerra de Ucrania (gráfico 5). Incluidos los fondos especiales extrapresupuestarios, los préstamos del Gobierno alemán pasarán de 50 000 millones de euros en 2024 a 174 000 millones de euros en 2026: esto es factible gracias a la baja relación deuda/PIB (65 % bruto o 50 % neto). La demografía alemana se presenta complicada, ya que refleja un 70 % más de personas de 55-64 años que entre 15-24, por lo que la asistencia sanitaria y las pensiones necesitan financiación. La inmigración podría ayudar, pero Europa tiene un problema terrible con la integración: el nivel de educación de la segunda generación sigue siendo inferior a la media de los nativos europeos.

Gráfico 5: Los desembolsos del estado alemán se dispararán con el plan para reforzar el sistema



de defensa y la seguridad nacional

Fuente: Ministerio de Finanzas, Alemania*/Banco Mundial/BCA Research, 2025.

A pesar de los caóticos titulares, el escenario bajista de Francia debería ser, a partir de ahora,

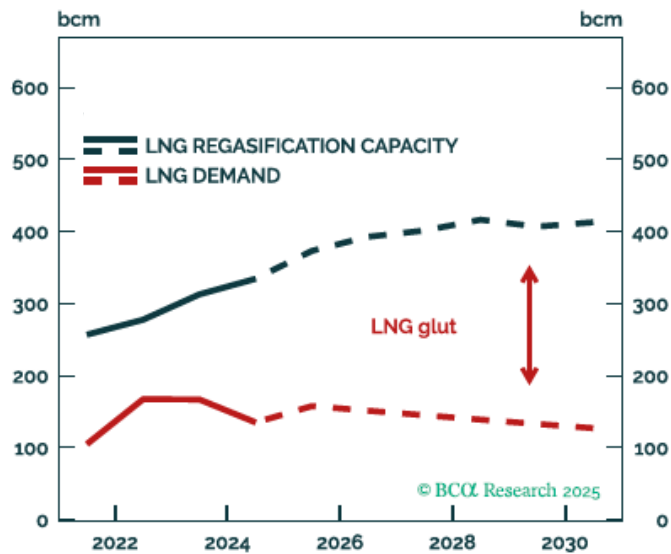
limitado, ya que ha registrado peores resultados, especialmente con respecto a la periferia. Si la economía china cambia de rumbo, a Europa le irá mejor. Europa lleva meses estancada, aunque se han producido fuertes movimientos en los sectores de defensa y de la banca (tras una década de mejoras, los bancos exhiben balances saludables y están concediendo más préstamos).

Conclusión

Como los mercados siguen alcanzando máximos históricos o cerca de ellos, estas son algunas reflexiones finales.

La inflación seguirá cayendo en Europa a pesar del crecimiento estable. China está exportando deflación: un escenario ultrafavorable para Europa que ha permitido un aterrizaje suave. El gasto de capital está aumentando y la demanda se verá favorecida por la relajación de las condiciones fiscales y el abundante ahorro de los hogares. La relajación del crecimiento salarial sugiere una presión a la baja sobre los precios de los servicios. La energía más barata y el euro fuerte significan que la inflación dibuja una trayectoria descendente. Los beneficios mejorarán en Europa en 2026 y, pese a los máximos históricos del S&P500, el posicionamiento no ha vuelto a su máximo histórico.

Gráfico 4: Regasificación de GNL y perspectivas de capacidad



Fuente: BCA Research/The Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA). Nota: Europa incluye EU27, Reino Unido, Noruega y Turquía.

El repunte en Europa ha sido propiciado por los bancos y el sector de la defensa, y estos podrían seguir teniendo buenos resultados, pero esperamos que el rendimiento mejore a medida que sigan aumentando los beneficios el año próximo. La generosidad fiscal alemana (400 000 millones de euros en defensa y 600 000 millones de euros en infraestructuras a lo largo de 10 años) se dejará sentir en la zona euro. Europa también espera vientos favorables procedentes de un exceso de oferta de gas natural licuado, que empujará los precios de la electricidad y la inflación a la baja, gracias al crecimiento moderado de los salarios. Podría dar cierto margen para un recorte de los tipos.

A menos que se especifique, todos los datos proceden de Bloomberg, a noviembre 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 de marketing.

Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en concreto. No debe interpretarse como una oferta o invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Invertir conlleva riesgos, entre los que cabe incluir el riesgo de pérdida del capital invertido. Su capital está expuesto a riesgos. El riesgo de mercado puede afectar a un emisor único, a un sector económico, a un sector 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 invertido. La inversión internacional conlleva ciertos riesgos y volatilidad debido a posibles fluctuaciones políticas, económicas o monetarias, así como por las diferentes normas financieras y contables. Los valores que se incluyen aquí se presentan exclusivamente con fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o de venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables. Las opiniones que se expresan son válidas en la fecha indicada, pueden verse alteradas en función de la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones manifestadas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las inversiones reales o las decisiones de inversión adoptadas 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 tampoco 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 poseer una licencia australiana de servicios financieros de conformidad con la Ley de Sociedades de 2001 (Cth) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 con respecto a los servicios financieros que presta a los clientes mayoristas en Australia. 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 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, sociedad autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros («SFC») para desarrollar actividades reguladas de tipo 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 el 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 basándose en 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. © 2025 Columbia Threadneedle. Todos los derechos reservados.