
Actualización macroeconómica mundial

Renta variable europea | Mayo de 2024



Paul Doyle

Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **La inflación es un problema persistente en Estados Unidos debido a la escasez de mano de obra, pero en Europa es un factor mucho menos importante**
- **La actividad europea está átona, pero seguramente se recuperará dado que el consumo está bien respaldado**
- **China es barata, pero sigue siendo problemática dados los retos del mercado inmobiliario**

Las expectativas económicas han mejorado desde que el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Jerome Powell, adoptó una postura más acomodaticia en diciembre del año pasado, lo que llevó a una relajación de las condiciones financieras. Sin embargo, ahora se prevé una mayor inflación: los márgenes empresariales se encuentran bajo presión, por lo que los precios están subiendo, mientras que el crecimiento salarial se mantiene persistentemente elevado.

El tipo de los *swaps* de inflación ha vuelto a su máximo de octubre de 2023. La última vez que se situó en este nivel tan alto, el S&P 500 estaba en 4.200 puntos; ahora se encuentra en 5.200.¹

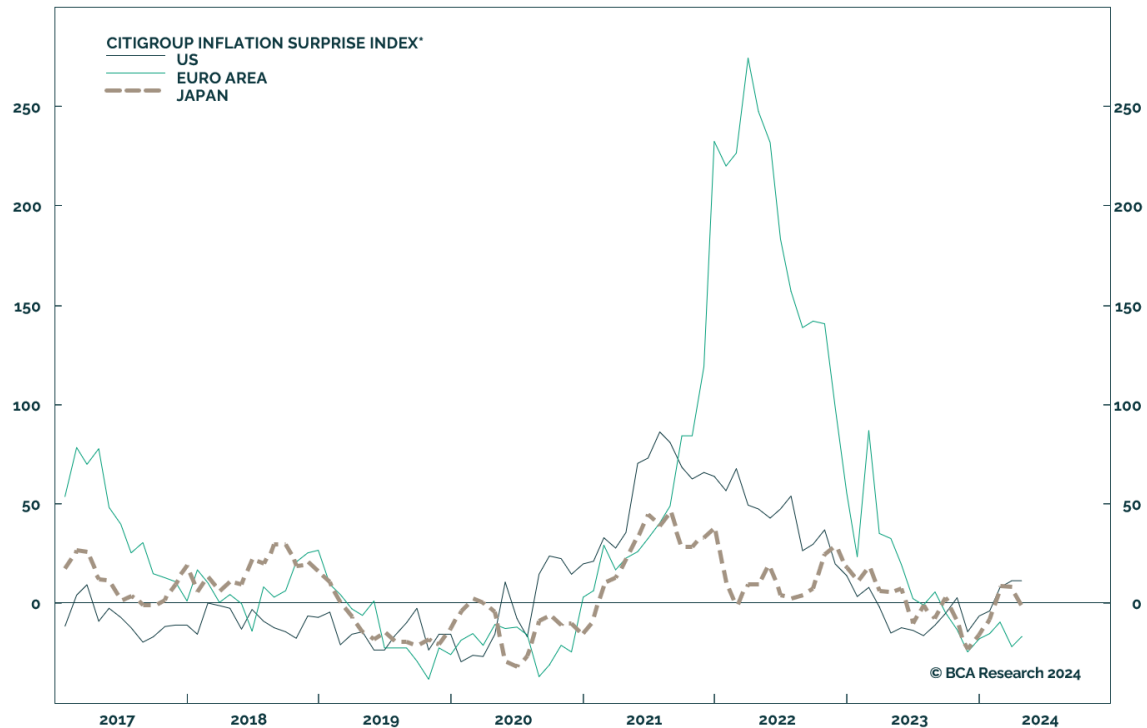
Hay una desconexión entre el mercado y los futuros de los fondos federales. La política monetaria estadounidense está tardando más tiempo en surtir efecto (gráfico 1), debido a las hipotecas fijas y la deuda empresarial a largo plazo, así como a la generosidad fiscal. No obstante, los altos tipos de interés acabarán teniendo una incidencia. El crecimiento del crédito es débil tanto en EE. UU. como en Europa. Las tasas de impago de los créditos al consumo e hipotecas de EE. UU., así como los recortes de personal, están repuntando (gráfico 2). Los beneficios del primer trimestre, excluidos los Seis Magníficos², cayeron un 11% interanual.

¹ Todos los datos de los mercados son de Bloomberg, a abril de 2024, a menos que se indique lo contrario

² Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft y Nvidia. Tesla ha tenido un mal comportamiento en 2024

La prima de riesgo de la renta variable rara vez había sido tan baja. Los mercados se han anticipado a las acciones de la Fed. El mercado de opciones indica que la probabilidad de una caída del 20% o más es la más baja de la historia. El indicador de probabilidad de recesión de JP Morgan está en mínimos históricos.³ El diferencial entre el crédito de calificación BBB y el B está en su nivel más bajo desde 2007, lo que sugiere un exceso de optimismo.

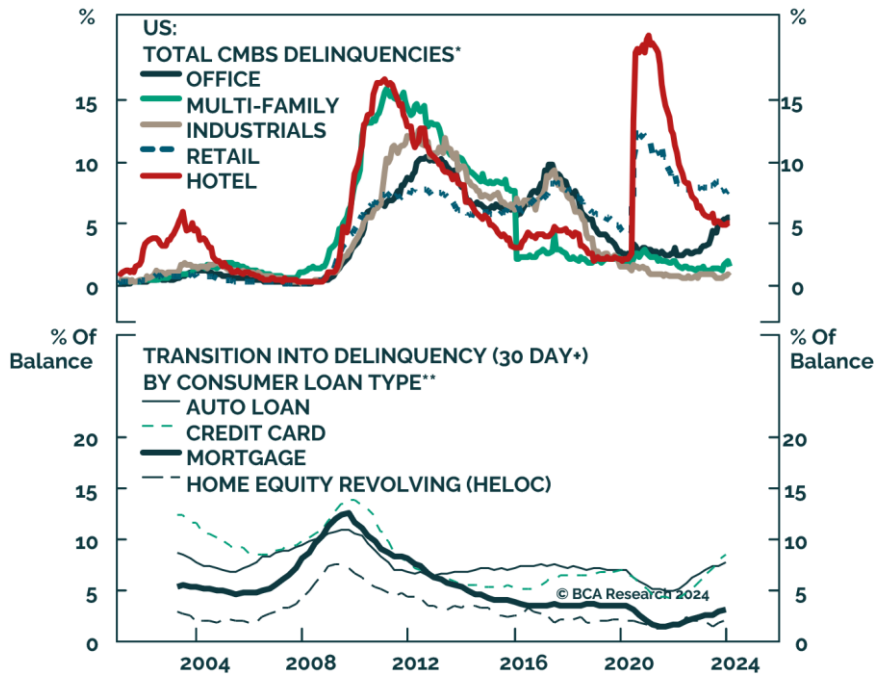
Gráfico 1: La inflación está sorprendiendo al alza



Fuente: Citi Group Global Markets Inc, abril de 2024

³ JP Morgan, indicador de probabilidad de recesión, marzo de 2024

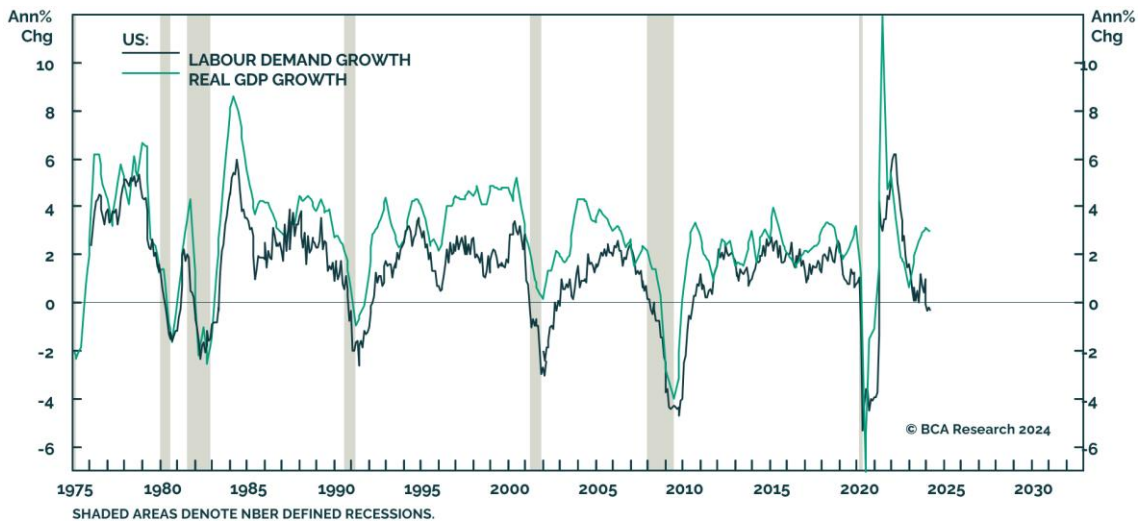
Gráfico 2: Repunte de los impagos



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York. *Fuente: Moody's Investors Service, Trepp y LCC. **Se muestra como total móvil de cuatro trimestres

Para que se produzca una recesión, es necesario que la oferta de mano de obra se contraiga (algo improbable dada la inmigración) o que su demanda caiga tan bruscamente que se reafirme la relación normal entre la oferta y la demanda. Si la demanda de mano de obra sigue debilitándose, no será como en una recesión: una caída de la demanda implica que los beneficios se ven bajo presión, pero si va acompañada de una moderación de la inflación salarial, es posible que los márgenes no resulten afectados. Esto sugiere que el mercado de renta variable oscilará dentro de un rango o bajará moderadamente tras el repunte reciente. La euforia por la tecnología y la IA ha sido de tal magnitud, que cualquier decepción podría tener peores consecuencias.

Gráfico 3: por primera vez en 50 años, se ha producido una recesión de la demanda de mano de obra en EE. UU. sin una recesión del PIB



Fuente: BCA Research, 2024. NBER: National Bureau of Economic Research

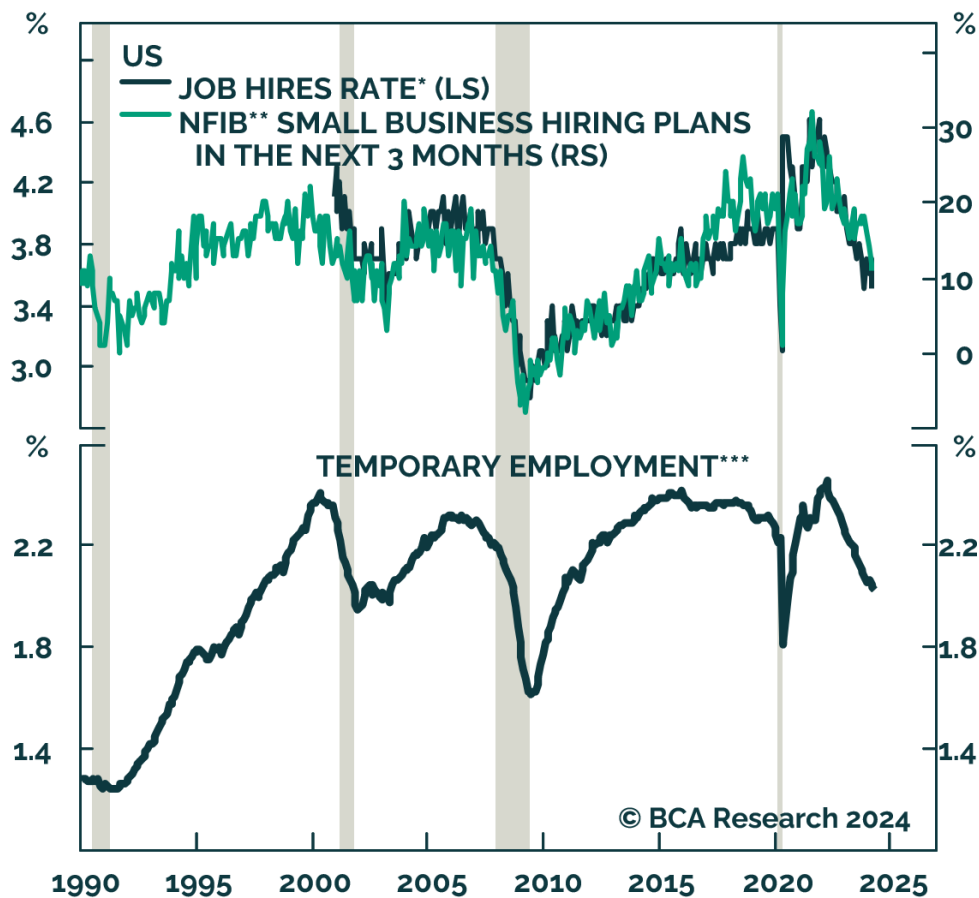
La escalada de la inflación de 2022 no puede repetirse sin que se integre en las expectativas. Por este motivo, la Reserva Federal debe pecar de prudente. El deflactor del gasto en consumo personal (PCE) ha vuelto al nivel en el que se encontraría si la inflación se hubiera situado en una media del 2% desde la crisis financiera (antes de la pandemia estaba por debajo). Por tanto, la Reserva Federal ya ha agotado sus municiones, porque no logró que la inflación llegara a su objetivo durante mucho tiempo y después se pasó de la raya tras la pandemia. Ahora debe conseguir que las expectativas de inflación vuelvan a situarse en el 2%.

La subida de la renta variable y de los precios de la vivienda está impulsando la riqueza de los hogares y la confianza de los consumidores. La política fiscal sigue siendo laxa: el déficit presupuestario estadounidense superó el 6% del PIB el año pasado.⁴ Gracias a las relocalizaciones, el gasto de capital está en auge en el sector manufacturero, que se está estabilizando. Sin embargo, tanto el IPC como el IPP están sorprendiendo al alza, por lo que la Fed debe permanecer atenta. Sin embargo, el crecimiento salarial se sigue moderando y las ofertas de empleo, la tasa de abandono y la disponibilidad de mano de obra se están enfriando.

Las empresas dejan de contratar personal antes de empezar los despidos y la tasa de contratación está en su nivel mínimo de los últimos seis años. El empleo temporal es un indicador adelantado de las intenciones laborales y ha vuelto a los niveles de 2010 (gráfico 4). El crédito bancario está ralentizando, la oferta monetaria se está reduciendo y las quiebras empresariales están repuntando.

⁴ Oficina Presupuestaria del Congreso, 2023

Gráfico 4: Los descensos de la tasa de contratación y del empleo temporal apuntan a un debilitamiento del mercado laboral



Fuente: BCA Research, 2024. * Job Openings and Labor Turnover Survey (JOLTS), Oficina de Estadísticas Laborales (BLS). Los picos en la tasa de contratación comunicada en mayo y junio de 2020 cayeron hasta el 4,5%. ** National Federation of Independent Business. *** BLS. Personas empleadas en servicios de ayuda temporal en porcentaje del empleo privado no agrícola total. Nota: las zonas sombreadas indican las recesiones designadas por la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés)

Mientras tanto, la morosidad de las tarjetas de crédito y de los préstamos para automóviles ha aumentado hasta sus máximos desde 2012, algo sorprendente teniendo en cuenta que entonces el desempleo superaba el 8%, frente al 3,9% actual. El motivo es que el tipo de interés medio de la deuda de las tarjetas de crédito es del 21%, el más alto de la historia, por lo que los saldos se encuentran un 15% por encima del nivel de hace un año; y el 40% de los ingresos de los compradores recientes de vivienda se destina al pago de hipotecas, el porcentaje más alto en 40 años. La tasa de ahorro personal ha caído al 3,8%, la mitad que en 2019.⁵

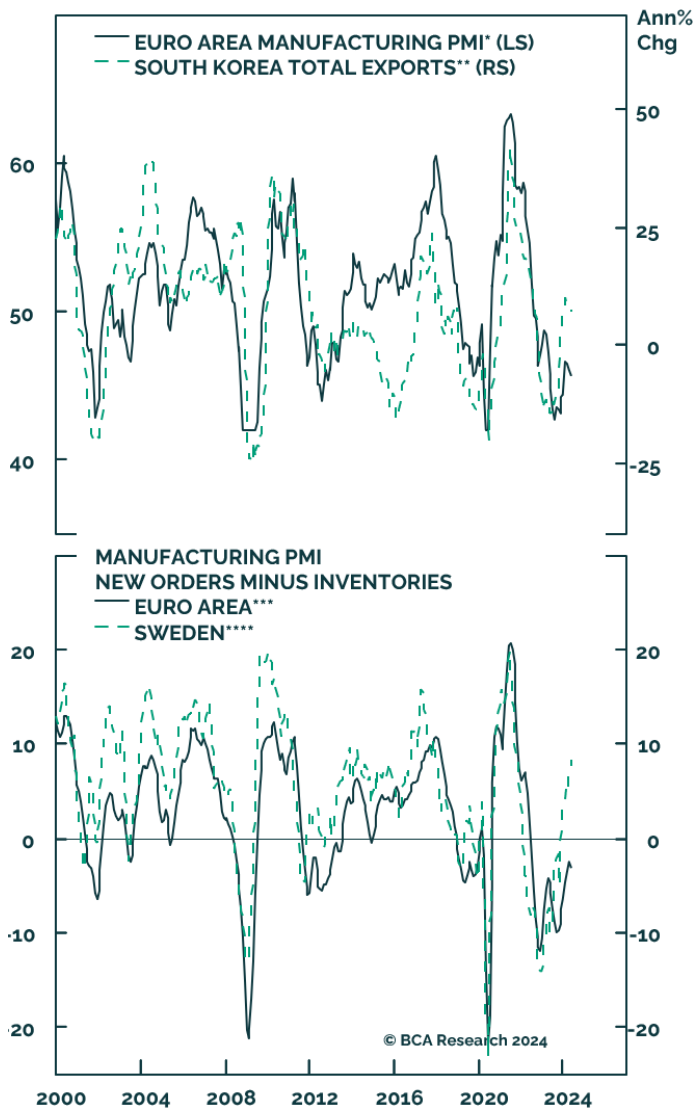
Europa

En Europa, el PIB real fue plano en el cuarto trimestre y apenas subió en 2023. De hecho, el PIB alemán se contrajo; el abandono del gas ruso barato y la introducción de políticas de cero

⁵ Todas las cifras proceden de BCA Research, 2024

emisiones netas han tenido un precio. Al sur de Europa le ha ido mejor. La industria manufacturera está mejorando (gráfico 5). Sin embargo, la mayoría de los datos siguen siendo desiguales. El indicador ZEW de confianza económica de Alemania está mejorando y la encuesta empresarial IFO ha tocado fondo, mientras que el índice de confianza económica de la UE oscila en un rango cercano.

Gráfico 5: Aparecen brotes verdes en la industria europea



Fuente: BCA Research, 2024. * S&P Global. Truncado en 42 a efectos de presentación. ** En dólares estadounidenses. Se muestra como media móvil a tres meses. *** S&P Global. Se muestra como media móvil a tres meses. **** Swedbank y Silf. Se muestra como media móvil a tres meses.

Aunque la inflación europea ha decepcionado, ha seguido bajando y ha mejorado los salarios reales y la confianza de los consumidores. Mientras que los consumidores estadounidenses ya se han gastado su excedente de ahorro de la pandemia, los consumidores europeos aún mantienen el suyo, lo que presenta un potencial alcista del gasto de consumo en Europa.

Pero no todo es de color de rosa: los bancos han endurecido las condiciones crediticias, la oferta monetaria se está contrayendo y el impulso del crédito sigue siendo negativo. El sur de Europa ha registrado el mejor comportamiento últimamente, pero en los próximos 12 meses dos tercios de los préstamos de esta área vencerán y se revisarán al alza, comparado con un 30% para el conjunto de Europa. Tampoco cabe contar con que la política fiscal acuda al rescate, como ocurrió en EE. UU. Europa está sufriendo un ajuste fiscal del 1% este año, con un endurecimiento aún mayor en Alemania. A pesar de que el PIB no creció en la zona euro, el desempleo descendió al 6,4% el año pasado⁶; sin embargo, las ofertas de empleo ahora están disminuyendo. La situación del Reino Unido es peor: las ofertas de empleo han caído un 30% desde mediados de 2022.⁷

La moderación de la inflación y la mejora del impulso del crédito —el flujo de nuevos créditos emitidos por el sector privado en porcentaje del PIB— respaldarán la actividad europea, por lo que es posible que el Banco Central Europeo (BCE) no recorte tanto los tipos como querrían los inversores. El impulso del crédito pasó del 3,2% de 2022 a un desastroso -5% en 2023. No es de extrañar que Europa haya pasado un año de capa caída. Es improbable que el impulso del crédito se desplome de nuevo, por lo que incluso un movimiento hasta cero del crédito incremental será bienvenido. Esto significa que el crecimiento del PIB real pasará a ser positivo este año. A medida que bajan los precios (la inflación media en Europa ahora es del 2,4%),⁸ los salarios reales aumentan. La subida de los rendimientos de la renta fija contribuyó a que el impulso del crédito pasara a ser negativo. En consecuencia, dicho impulso debería repuntar a medida que los rendimientos se moderen, lo que relajaría las condiciones crediticias. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en la zona euro muestra que las condiciones crediticias ya no se endurecen más y que el proceso de desapalancamiento se está ralentizando.

Aunque nada de esto lleva a un panorama alcista, es positivo en términos incrementales, a pesar del empeoramiento del lastre fiscal de Europa, del 0,4% de 2023 al 1% en 2024. La mejora de las condiciones mundiales y el impulso del crédito compensan con creces este lastre. Europa parece presentar una buena valoración de 13,5 veces los beneficios, frente a las más de 21 del S&P 500. El Viejo Continente se encuentra por debajo de la valoración media de los últimos 10 años, mientras que EE. UU. está un 70% por encima de su media. El consenso prevé unos menores beneficios en Europa este año, frente a un crecimiento en EE. UU., pero las revisiones de beneficios están mejorando en el primero. La relación entre capitalización bursátil y oferta monetaria se sitúa en un máximo histórico de 2,4 veces en EE. UU., pero solo 0,6 veces en la zona euro, la más baja de todos los grandes mercados. Además, la prima del precio de la energía en relación con EE. UU., debido a la guerra de Ucrania, se disparará. Las existencias de gas de Europa están en niveles récord, la energía nuclear francesa se encuentra en línea y se está exportando, las energías renovables siguen creciendo y el gas natural licuado se enfrentará a un exceso de oferta, lo que ayudará a la industria y los consumidores europeos. Europa ha rendido un 15% menos que EE. UU. desde el pasado mes de mayo.⁹

La mitad de la rentabilidad de la renta variable mundial desde noviembre de 2022 ha procedido de los denominados «Siete Magníficos» estadounidenses. Dado el mal comportamiento de Tesla este año 2024, ahora se habla de los «Seis Magníficos». El S&P 500 cotiza a menos de

⁶ Eurostat, «El desempleo de la zona euro, en el 6,4%», octubre de 2023

⁷ Gov.uk, «Post-pandemic economic growth: UK labour markets», abril de 2023

⁸ Banco Central Europeo, abril de 2024

⁹ Datastream, marzo de 2024

19 veces excluyendo estos seis valores. Sin embargo, las ganancias de las 494 acciones restantes cayeron durante 2023, así que existen motivos para que sean más baratas. Es posible que un valor estrella como Nvidia evite los peligros de la euforia del mercado. En 2000, Cisco era la empresa cotizada más valiosa del mundo, en 37 veces sus ventas (como Nvidia hoy en día). Desde entonces, Cisco ha multiplicado por diez sus beneficios por acción, pero su cotización sigue siendo un 40% inferior a la de marzo de 2000.

Europa se ha rezagado con respecto a EE. UU. debido a su baja productividad: unos gastos de capital insuficientes y mal asignados. Esto no va a cambiar pronto mientras siga la trayectoria hacia las cero emisiones netas. Por tanto, Europa sigue siendo una apuesta cíclica por China, el comercio mundial y los precios relativos de la energía, con la expectativa de que los beneficios se rezaguen con respecto a los de EE. UU. Los valores cíclicos europeos se han comportado mejor este año y su precio se encuentra en una desviación típica entera por encima de los defensivos. El posicionamiento en futuros de renta variable estadounidense se encuentra en el extremo superior de su rango reciente. China está barata.

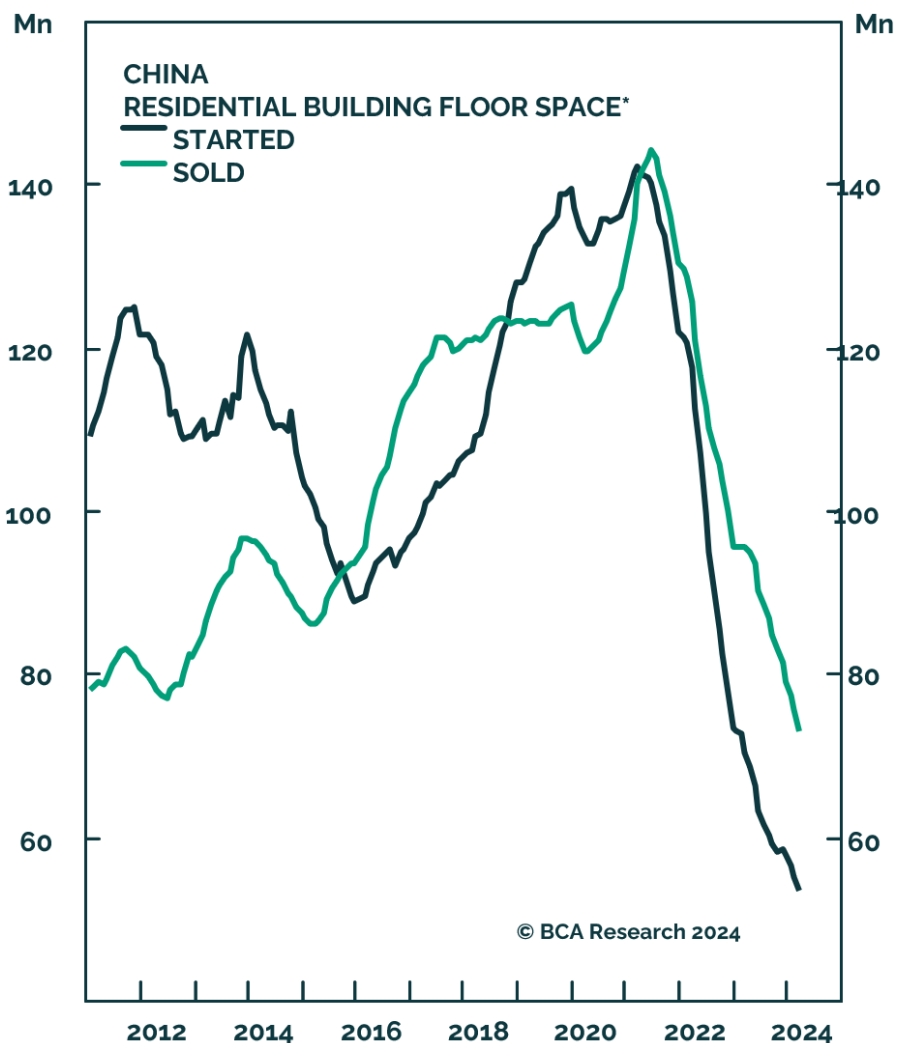
China

El país está inundando el mercado de vehículos eléctricos y ahora es el mayor exportador de automóviles. El *dumping*, por el que los fabricantes exportan un producto a otro país a un precio inferior al normal, acentuará las tensiones comerciales entre China y EE. UU. La construcción de viviendas nuevas en China sigue cayendo en picado: la superficie iniciada se ha desplomado un 61% desde marzo de 2021 (gráfico 6) y las ventas de viviendas se han reducido a la mitad.¹⁰ La intervención del Gobierno evitará una crisis, por lo que los precios de las viviendas nuevas solo han bajado un 3%. No obstante, el mercado secundario ha caído un 20% en algunas ciudades. Se trata de un problema a corto y a largo plazo, ya que los factores demográficos de China son muy desfavorables: la población activa podría descender un 60% de aquí a 2099.

China está cayendo en deflación: el deflactor del PIB cayó un 1% en el cuarto trimestre; los precios de exportación han bajado un 11%; el salario mensual de los trabajadores recién contratados viene descendiendo desde el pasado mes de junio; y el índice de precios de producción ha retrocedido un 2,7% interanual. Todo esto está haciendo subir los tipos de interés reales. El Gobierno está inyectando liquidez en la economía, pero menos que durante otros episodios de estímulo, como en 2009, 2012, 2016 y 2020.

¹⁰ BCA Research, marzo de 2024

Gráfico 6: El mercado de la vivienda chino sigue deprimido



Fuente: BCA Research, 2024. * Superficie de edificios en el mercado abierto, indicada en millones de metros cuadrados y como media móvil de 12 meses.

Oriente Próximo

La situación se ve agravada por los acontecimientos de Oriente Próximo, de donde procede un tercio de la producción mundial de petróleo. El precio del crudo ha subido debido a la solidez de la economía estadounidense, el hecho de que el sector manufacturero mundial haya tocado fondo, la disciplina de la producción de petróleo de la OPEP y el intento de Rusia de impulsar las posibilidades electorales de los republicanos. Una crisis del petróleo causada por una guerra entre Israel e Irán provocaría una recesión. Incluso una pequeña crisis del petróleo suscita problemas inflacionistas.

**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, entre los que cabe incluir el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos. El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto, o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. La inversión internacional conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables. Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad. La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A., sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, y/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., entidad regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

Este documento lo podrá facilitar una empresa afiliada que también forme parte del grupo de sociedades Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited en el Reino Unido; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.