
En tiempos de tipos altos optamos por la calidad

Renta variable europea | Octubre 2023



Paul Doyle

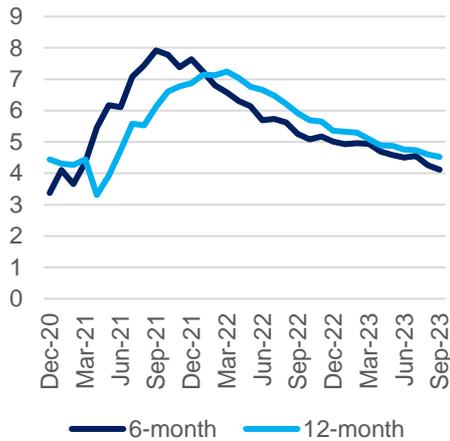
Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **Los tipos de interés se hallan en máximos o cercanos a ellos, y permanecerán en niveles elevados durante más tiempo.**
- **Sigue siendo probable una recesión en Estados Unidos, mucho más que en Europa**
- **La renta variable europea podría volver a arrojar mejores resultados que la estadounidense**

Estados Unidos, Europa, China y el resto del mundo se están moviendo en diferentes direcciones. En Estados Unidos se han producido sorpresas económicas positivas, mientras que en Europa y China se han revelado más moderadas. La demanda de mano de obra en Estados Unidos sigue siendo mayor que la oferta, aunque la balanza se está volviendo a equilibrar. El índice de fabricación ISM experimentó una contracción de 10 meses, mientras que el PMI de servicios repuntó por el fuerte gasto de los consumidores.

Gráfico 1: El crecimiento salarial se está ralentizando

Sector privado



Ocio y hostelería



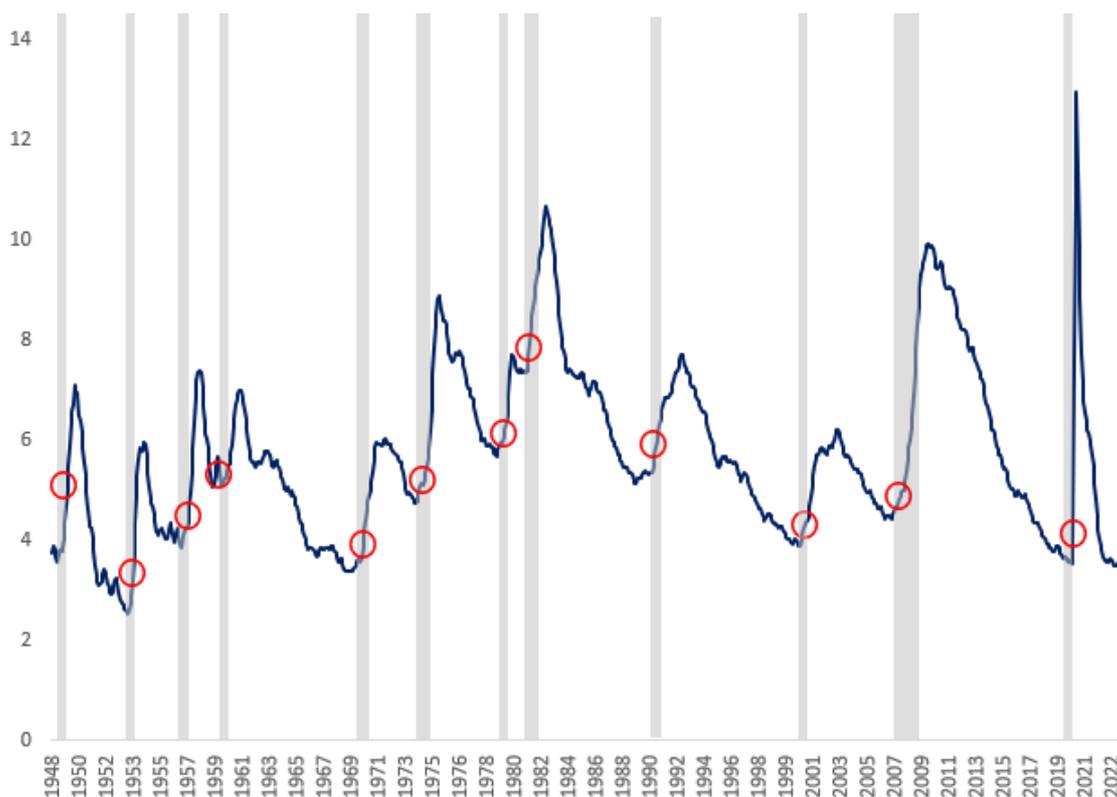
Fuente: BCA Research, 2023. Variación porcentual del salario medio por hora

Las recientes cifras de empleo espolearán la inflación, por lo que los tipos de interés deberían permanecer en su cota neutral, algo difícil de calibrar. No obstante, es probable que la inflación estadounidense caiga. La Reserva Federal desglosa la inflación en tres componentes: bienes, vivienda y servicios (excluida la vivienda). La inflación de los bienes se halla por encima de la tendencia, pero en descenso; los alquileres, que revelan ahora una trayectoria entre plana y a la baja, son un indicador adelantado de la inflación de la vivienda, que va a la zaga. Por otro lado, los servicios dependen de los salarios, y el crecimiento salarial marcó un máximo del 7% en 2022, y ahora es del 4,5% (gráfico 1). Las ofertas de empleo y las tasas de abandono de puestos de trabajo se han reducido.

Si se quiere un aterrizaje suave, los bancos centrales tienen que dar en el clavo en materia de política monetaria. La Fed vaticina que la tasa de paro marcará un máximo del 4,1% y que dicha tasa registrará un incremento de medio punto porcentual.¹ Ahora bien, su propio código de normas afirma que un incremento de esa magnitud desemboca en una recesión. Los ciclos anteriores han catapultado al alza la tasa de desempleo una media de 280 puntos básicos, no 50 puntos básicos. Resultaría inaudito que una subida de 500 p.b. no provocara una recesión (gráfico 2).

¹ Reserva Federal de EE. UU., proyecciones económicas, 20 de septiembre de 2023.

Gráfico 2: Tasa de desempleo en EE. UU. (media de 3 meses)



Fuente: BCA Research, 2023. Las zonas sombreadas indican las recesiones designadas por la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés); los círculos denotan los momentos en que la media de tres meses de la tasa de desempleo aumentó más de un tercio de punto porcentual desde los mínimos anteriores. No se ha dado caso alguno en la era de la posguerra en que la media de la tasa de desempleo se haya incrementado en más de un tercio de punto porcentual sin que hayamos sido testigos de una recesión

El temor a unos tipos de interés «más elevados durante más tiempo» está lastrando de forma notable la renta fija: el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años registró a mediados de octubre la cifra del 4,9%. Mientras tanto, la renta variable mundial cedió un 10% respecto del umbral máximo de julio. Si se excluyen los siete principales valores tecnológicos de EE. UU. y se pondera por igual el S&P 500, el índice alcanzó su máximo en febrero y muestra una trayectoria plana en lo que va de año.

Los rendimientos de la deuda estadounidense a 10 años subieron en el tercer trimestre, ya que los bancos centrales siguieron con su política de tipos altos. El endurecimiento de la política monetaria está funcionando: los rendimientos de los préstamos a las empresas y los hogares se encuentran en máximos de 15 años. Incluso si la Reserva Federal no vuelve a subir los tipos, la política monetaria se endurecerá aún más a medida que pierda la inflación y aumenten los tipos reales. Las previsiones de la Fed muestran que los tipos oficiales reales a corto plazo repuntarán del 1,3% al 2,5% de aquí al último tramo de 2024, lo que supondrá una rémora para los activos de riesgo. Habida cuenta de los rendimientos actuales, la prima de riesgo de la renta variable se halla en su cota más baja desde principios de los años setenta, salvo durante la burbuja del segmento TMT (tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones) de los años noventa. El repunte de los rendimientos reales está incidiendo en las valoraciones de la renta variable.

Solo dos de los nueve últimos ciclos de subidas no desembocaron en una recesión. En esas dos ocasiones concretas, la Fed acometió una subida de 300 p.b. y no de 550 p.b., y emprendió esa subida cuando la inflación se encontraba en niveles reducidos, al contrario de lo que ocurrió en 2022. El crecimiento en EE. UU. sigue relevando solidez, al menos en el segmento de los servicios, si bien el sector manufacturero de Europa y China ha mostrado signos de flaqueza. Los PMI de servicios en el Viejo Continente están retrocediendo, una situación que se agrava aún más en el gigante asiático.

La renta variable ha mostrado un comportamiento superior este año, lo que denota alivio en este segmento porque la recesión no haya llegado todavía. Sin embargo, la desconexión que se observa entre esta clase de activos y la dinámica económica subyacente sugiere que las acciones podrían depreciarse o que la actividad económica podría repuntar.

Habíamos creído que una sólida economía respaldada por un exceso de ahorro en la pandemia podría traer consigo una segunda ronda de inflación. Los elevados precios del petróleo y un rebote de una magnitud no tan notable en China tras el final de los confinamientos atemperaron el crecimiento, lo que torna menos probable que asistamos a esa segunda ronda. En estos momentos, la continua tensión en los mercados laborales está trayendo consigo unas demandas salariales nada realistas por las que los trabajadores del segmento automovilístico estadounidense reclaman un incremento del 40% en las nóminas a lo largo de un periodo de cuatro años. En la historia reciente no hay constancia de un periodo con tantas huelgas. No obstante, la desaceleración del crecimiento y la mayor tasa de desempleo no tardarán demasiado en atenuar los incrementos en los precios y los salarios.

La ralentización de la demanda no se ha traducido en un crecimiento más lento de la producción, sino más bien en una menor inflación por la situación de pleno empleo existente en Estados Unidos. Los tipos de interés oficiales se han incrementado en 550 p.b, si bien los pagos de hipotecas se sitúan en cotas más reducidas en comparación con 2019 debido a la barata refinanciación observada durante la pandemia. A esto hay que sumar que la mayor parte de los hogares tienen hipotecas a 30 años. Los tipos se pondrán al día, y la Fed de Chicago afirma que el efecto retardado de las subidas supondrá una desaceleración de 300 puntos básicos para la economía.

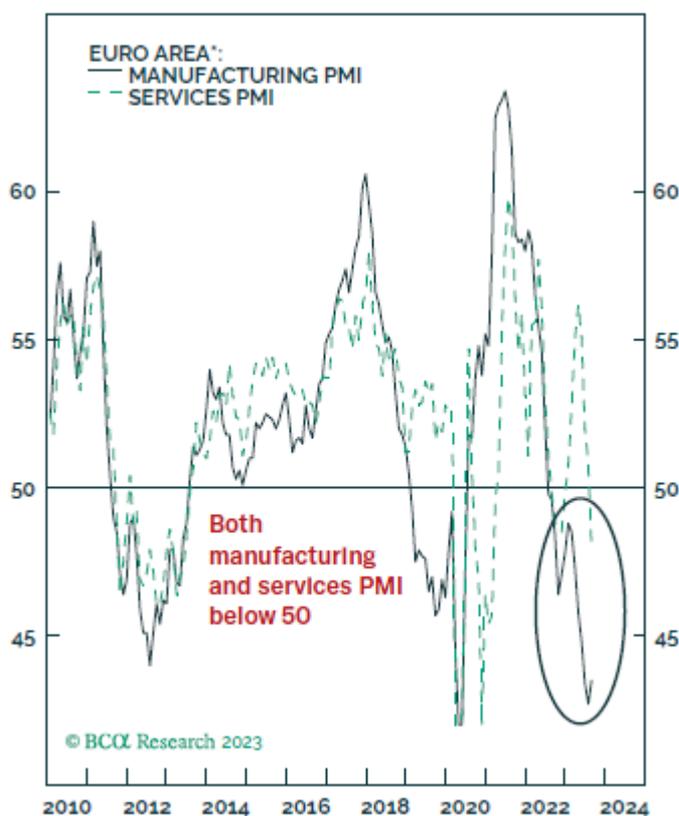
El efecto retardado de los alquileres en el IPC conlleva que la inflación subyacente se halle tan solo en el 1,5%. Si se tienen en cuenta los alquileres actuales, esta cifra se acerca más al 0,5%. Esto significa que los tipos de los fondos federales subyacentes se encuentran casi en un 5%, una situación análoga a la observada a principios de la década de los ochenta, cuando Paul Volcker trataba de aniquilar la inflación. Esto se debe a que el impacto retardado de los estímulos fiscales y monetarios se está abriendo camino en el sistema. Tendrá que pasar algún tiempo antes de que vuelvan a descender hasta el objetivo de la Fed del 2%.

Europa

El crecimiento en Europa sigue mostrando flaqueza por la ralentización en Asia y una política monetaria restrictiva: los PMI manufactureros y de servicios siguen por debajo de los 50 puntos (gráfico 3). La inflación general y la subyacente siguen situándose en cotas elevadas (4,3% y 4,5%, respectivamente), aunque tanto el índice de precios del productor (PPI, por sus siglas en inglés) como los indicadores relativos a los precios de venta barruntan caídas. Los tipos del Banco Central Europeo (BCE) probablemente hayan alcanzado cotas máximas al situarse en el 4%. La docta institución afirma que las subidas se han terminado, aunque los tipos seguirán

siendo altos.² Estas agresivas subidas no tienen parangón, y los tipos reales se tornarán positivos conforme pierda fuerza la inflación. Las condiciones relativas a la concesión de créditos en Europa muestran, en estos instantes, un endurecimiento, y la demanda privada de crédito ha cedido terreno. La oferta monetaria se está contrayendo al mayor ritmo observado desde que se fundó el euro. Lo mismo sucede en lo tocante a los flujos de crédito, que están retrocediendo. La construcción también está experimentando una contracción, y los permisos para llevar a cabo nuevas construcciones se han desplomado por la mayor sensibilidad de este sector a los tipos de interés.

Gráfico 3: Los PMI manufactureros y de servicios de Europa siguen por debajo de los 50 puntos



Fuente: BCA Research, 2023. *Fuente: HCOB, S&P Global PMI. Nota: serie truncada en 42 a efectos de presentación

La política monetaria restrictiva está afectando a la economía justo en un momento en que el crecimiento revela flaqueza. El segmento manufacturero se está contrayendo por la caída en las exportaciones, así como se están desacelerando también los servicios. El mercado laboral muestra signos de tensión en fase de atenuación; la ralentización en el crecimiento del empleo implica un menor crecimiento de los salarios. El componente del empleo en las encuestas de la UE sobre los sectores manufacturero y de servicios muestra un enfriamiento de los costes salariales y un aumento del desempleo. La inflación debería retornar al objetivo en 2024,

² Reuters, *ECB hiking campaign is over but no easing until at least July*, 20 de octubre de 2023

aunque esto no traerá consigo recortes en los tipos. Los hogares del Viejo Continente exhiben un exceso de ahorro derivado de la pandemia que asciende a los 1,5 billones de euros.³

La caída de la inflación conllevará un crecimiento de las rentas reales. Esto significa que, a pesar del aumento del desempleo, los hogares se sentirán en una mejor situación, lo que avivará el consumo. Esto podría darse a medida que China se estabilice, lo que catapultaría las exportaciones. Los inventarios mundiales muestran niveles reducidos, la deflación en China se está moderando y el renminbi se ha depreciado, lo que espolea la actividad industrial en todo el planeta y beneficia a Europa. Los rendimientos europeos se mantendrán en niveles más elevados que en la última década. Las horas trabajadas se hallan en máximos históricos y la ONU prevé que la población europea en edad de trabajar en 2030 sea 12,4 millones inferior al máximo de 2011. Pese a la inmigración, habrá carestía de trabajadores.

Gráfico 4: Total de horas trabajadas en la zona euro



Gráfico 5: Horas por empleado en el total de la economía

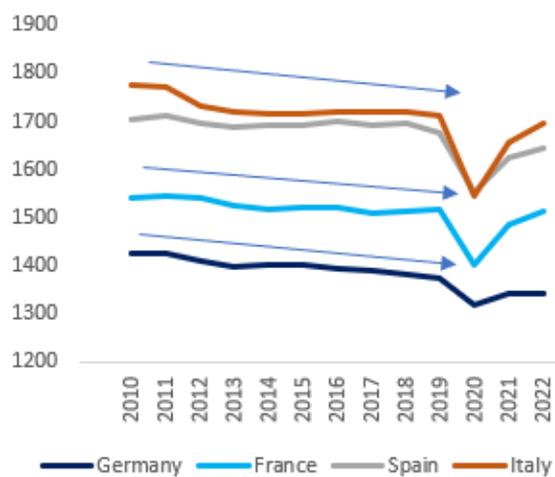
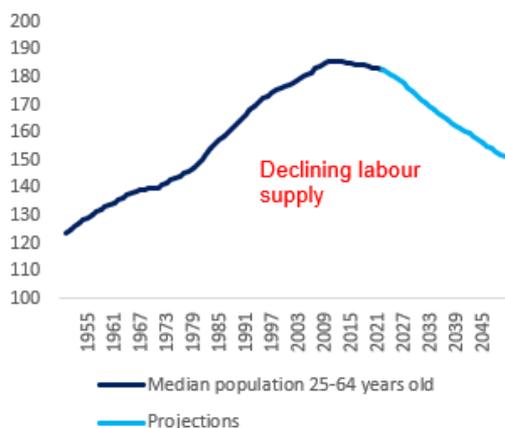


Gráfico 6: Población mediana en la zona euro (millones)



Fuentes: Todas las cifras proceden de BCA Research, 2023. Fuente de los datos del gráfico 4: Banco Central Europeo, julio de 2023. Fuente de los datos del gráfico 5: OCDE, 2023. Fuente de los datos del gráfico 6: Naciones Unidas, datos recabados de veinte países de la zona euro

³ FT.com, *Excess savings are back, maybe*, 2 de octubre 2023

Esto implica un aumento en el gasto de capital y la relajación de la política fiscal. El gasto en defensa, la transición verde y la relocalización en el ámbito nacional (*onshoring*) con el objeto de renovar el antiguo inventario de capital deberían propiciar el auge de la inversión europea. La caída en la oferta de mano de obra y una fuerte inversión se traducirán en que el desempleo no podrá dispararse, además de conllevar un crecimiento de los salarios reales. Esto revestirá un carácter inflacionista, lo que mantendrá los tipos y los rendimientos en cotas más elevadas, por lo que el BCE no podrá relajar la política monetaria. La inversión, los déficits presupuestarios y unos ahorros más reducidos por el envejecimiento de la población empujarán al alza el tipo de interés neutral, como ocurre en Estados Unidos. La mano de obra representa el 60% de los costes empresariales, por lo que el crecimiento salarial reducirá los márgenes, al igual que los gastos de capital y la relocalización rebajarán los flujos de caja. El Viejo Continente podrá coger algo de aliento a medida que los inventarios tocan fondo y China se estabiliza, aunque un mayor tipo de interés neutral implica el descenso en las valoraciones de la renta variable.

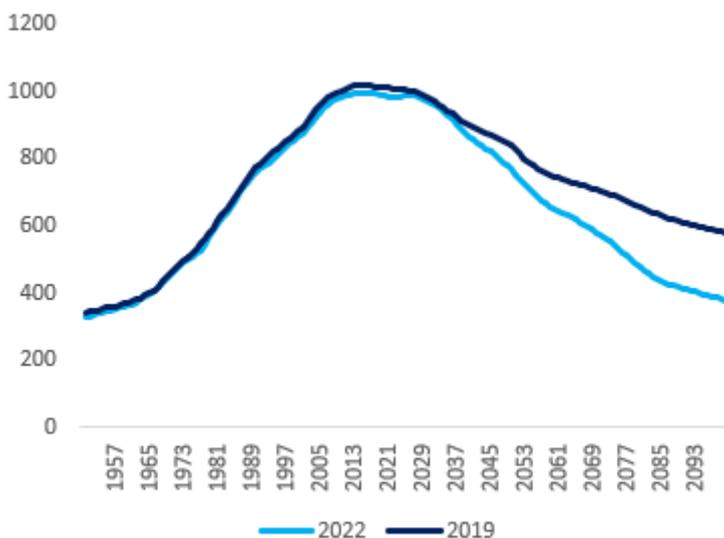
China

El crecimiento del gigante asiático no persistió tras el rebote observado después de la pandemia de la COVID-19. La economía se está desacelerando: el crecimiento en la oferta monetaria (M1) se ha ralentizado hasta situarse en el 3% y el crecimiento del PIB se ha ralentizado hasta el 3,2%, lo que significa que podría no alcanzarse el objetivo del 5% en 2023. El renminbi cedió un 6% este año hasta marcar sus mínimos desde 2009, y las exportaciones no se recuperaron. El crecimiento del crédito se ha empantanado y la financiación social total muestra el ritmo más lento desde 2002. Los PMI oficiales chinos dibujan un panorama optimista; el índice de actividad económica de Yicai, por su parte, sugiere un peor resultado debido al endeudado mercado inmobiliario y al apocado apoyo monetario y fiscal. El crecimiento de la financiación social total y el gasto público se hallan en sus niveles mínimos de décadas.

El sector de la vivienda es problemático y los precios de los productores están cediendo terreno. Esta deflación podría arrastrar consigo a la baja a otros mercados emergentes si el Gobierno no reacciona. Los limitados estímulos y la recuperación en los inventarios deberían servir de respaldo, si bien China se enfrenta a problemas estructurales. La geopolítica, la relocalización hacia Estados Unidos, Japón y Europa de productos manufacturados de gama alta y la relocalización cerca del territorio nacional hacia México por parte de Estados Unidos reducirán las exportaciones de productos de gama baja.

La inversión directa extranjera ha experimentado un descenso. La vivienda presenta una valoración exagerada y un exceso en materia de oferta, ya que los promotores inmobiliarios exhiben un mayor apalancamiento que en Japón a finales de los ochenta y principios de los noventa. Los aspectos demográficos suponen un motivo de inquietud: según la ONU, la población en edad de trabajar se reducirá un 60% de aquí a finales de siglo (gráfico 7). Si el Gobierno apoyara el gasto, como en Japón, esto sería sostenible. Sin embargo, la mayor parte del gasto ha recaído en los Gobiernos locales, ya que estos confiaban en unas ventas de terreno que acabaron por menguar. El Gobierno central es el que debe darle la vuelta a la tortilla y este no muestra voluntad de actuar.

Gráfico 7: Proyecciones sobre la población en edad de trabajar de China (millones)



Fuente: BCA Research, 2023, sobre la base de las cifras de población de la ONU

Conclusión

Los rendimientos de los bonos están despuntando al alza por las razones equivocadas: no por el fuerte crecimiento, sino por el incremento en la prima de plazo, el exceso en la oferta de bonos y el menor número de compradores derivado de la caída de los ahorros a escala mundial. Los rendimientos están despuntando al alza, pero el liderazgo no reviste un carácter cíclico. Los rendimientos de los bonos deberían disminuir a medida que se moderan los mercados laborales y se apaciguan las presiones en los precios, pero no lo están haciendo.

Las publicaciones de resultados correspondientes al tercer trimestre son importantes, y tenemos que poner el foco en las publicaciones prospectivas. Las previsiones para 2024 apuntan a un crecimiento de los beneficios del 12% en Estados Unidos y del 8% en Europa. El crecimiento de los beneficios de 2023 no ha sido muy notable, aunque se siguen albergando esperanzas en torno a un repunte. El mercado no descuenta decepciones.

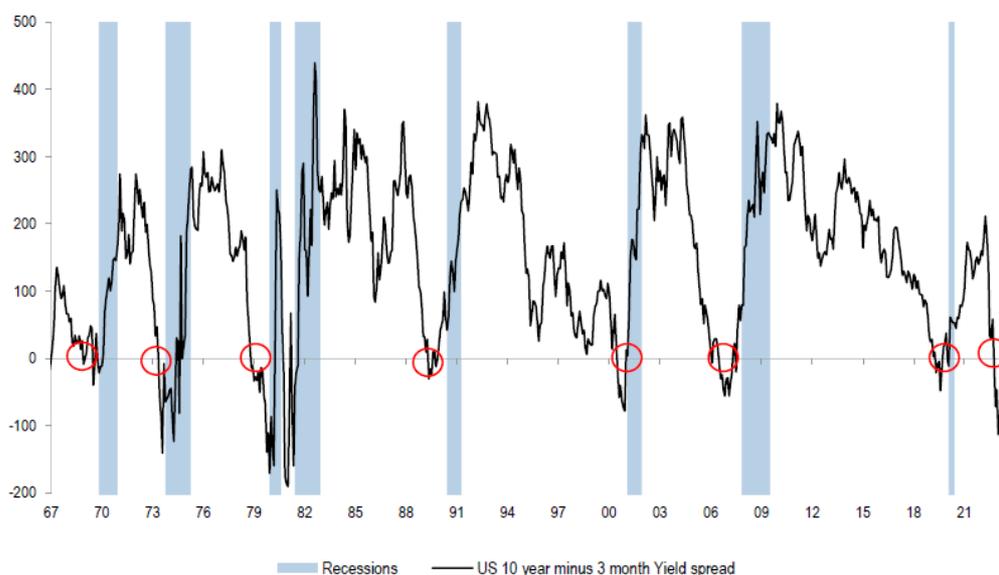
Habida cuenta del actual nivel de los rendimientos reales, la relación precio/beneficios de la renta variable estadounidense debería ser cinco puntos más bajo que el nivel actual de 18-19. No hay un gran colchón en materia de valoraciones. El conflicto en Oriente Próximo catapultará el precio del petróleo y pondrá freno al descenso de la inflación. La política monetaria en Estados Unidos es una política de «tipos más elevados durante más tiempo». El mercado prevé recortes de 80 puntos básicos en la antesala de los comicios, pero la Reserva Federal solo puede acometer rebajas si la economía muestra síntomas de endeblez.

La tasa de desempleo en Estados Unidos se halla en mínimos históricos, y resulta difícil concebir el inicio de un ciclo sin que se lleve a cabo un reseteo. El consenso revelaba pesimismo (postura bajista) en enero cuando la economía mostraba fortaleza, lo que explica el avance en lo que va de año. Los títulos cíclicos y de estilo «valor» ya han demostrado una excelente evolución. No estamos presenciando aún una revuelta en el crédito: los diferenciales revelan un buen comportamiento. Los pagos de intereses del sector empresarial están cayendo porque unos pocos gigantes generan efectivo, pero esto no se aplica a todo el mercado. Las

pérdidas de los bancos estadounidenses en bonos mantenidos hasta su vencimiento han pasado de 500.000 millones de dólares en marzo a 800.000 millones de dólares en octubre. Las condiciones en las concesiones de préstamos se están endureciendo y atravesamos un periodo de transición. En los ocho últimos ciclos de endurecimiento de la Fed, los rendimientos de los bonos cayeron. Ahora es un buen momento para capturar mayores rendimientos.

El cuarto trimestre resulta propicio para la renta variable en términos estacionales. En cuanto a los mercados, la energía ya ha manifestado una buena trayectoria, y otros sectores de *commodities* deberían seguir una estela de mejoría, así como también deberían hacerlo los títulos defensivos. Los sectores de consumo como los de automóviles, líneas aéreas, distribución minorista y ocio depararán resultados dispares. Europa obtuvo magníficos resultados hasta mayo, pero ha perdido la mitad de lo ganado. El parámetro M1, el indicador adelantado de Europa, sigue revelando flaqueza.

Gráfico 8: Curva de tipos a 10 años/3 meses en Estados Unidos y recesiones



Fuente: Datastream, junio de 2023.

Por lo general, para que Estados Unidos se adentre en una recesión deben pasar de unos 12 a 18 meses desde el momento en que se produce una inversión en la curva de tipos. La curva a 10 años/2 años se invirtió en julio de 2022 y la curva a 10 años/3 meses se invirtió en octubre de 2022 (gráfico 8). El PPI mundial y los beneficios en todo el planeta exhiben una considerable correlación. Las revisiones del PMI y de los beneficios suelen estar correlacionadas, pero se ha abierto una brecha. O el PMI de la zona euro se recupera, o hay que revisar a la baja los beneficios.

Dadas las divergencias en las perspectivas para la inflación, los tipos de interés y el crecimiento entre Estados Unidos y Europa, los mercados europeos de renta variable podrían volver a comportarse mejor que los estadounidenses.

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

En Suiza: Publicado por Threadneedle Portfolio Services AG, sociedad suiza no sujeta a regulación, o Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, que actúa como oficina de representación de Columbia Threadneedle Management Limited, entidad autorizada y regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).

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.