

PERSPECTIVAS TRIMESTRALES RENTA VARIABLE

1º T 2025



DESAFÍO A LA GRAVEDAD



Daniel Morris
Estratega jefe
de mercado

- La economía estadounidense encara 2025 en buena forma, con un crecimiento por encima de la tendencia, pero con una inflación también superior al objetivo. Esta combinación favorece a la renta variable, pero no resulta sostenible. Lo que aún no sabemos es cuándo y cómo volverán ambos indicadores a sus niveles habituales.
- La evolución que ha registrado el índice de renta variable estadounidense desde las elecciones es un reflejo de las ventajas que podrían suponer las políticas del nuevo gobierno de Trump para los beneficios empresariales y del gasto relacionado con la inteligencia artificial. Para poder evaluar los riesgos que podrían traer consigo las nuevas políticas del presidente electo será necesario tener más información sobre las medidas concretas. Por el momento, pensamos que el mercado de renta variable estadounidense es el que tiene mayor potencial, pero también es posible que en algún momento se produzca una rotación hacia otros mercados.
- Fuera de Estados Unidos, las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales son moderadas. Los exportadores japoneses se verían favorecidos por un nuevo debilitamiento del yen. Las expectativas de beneficios de las empresas que componen el índice MSCI China aumentan a medida que las medidas de estímulo del gobierno se van trasladando a la demanda, y las valoraciones son inferiores a las del resto de los grandes índices. La posibilidad de nuevos aranceles es un motivo de preocupación, pero las empresas han diversificado sus mercados de exportación desde el primer gobierno de Trump.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor
sostenible para un
mundo en evolución

La mayoría de los inversores en renta variable estadounidense encaran 2025 con una visión diametralmente opuesta a la que tenían a inicios de 2024. Hace doce meses, las expectativas apuntaban a una recesión de la economía estadounidense (la Reserva Federal de Nueva York señalaba una probabilidad superior al 60%) y a una rentabilidad negativa de la renta variable. Actualmente, se prevé que el crecimiento económico se mantenga por encima de su nivel potencial e impulse los resultados de los mercados de renta variable del país. Esperemos que los inversores no estén este año tan equivocados como lo estaban el año pasado.

Cabe señalar que, a finales de diciembre, la probabilidad de recesión según la Reserva Federal de Nueva York seguía estando en el 29%, muy por encima de la media a largo plazo del 15%. Es evidente que los inversores esperan que la desregulación y las rebajas de impuestos favorezcan el sólido crecimiento de los beneficios empresariales. Pero sigue habiendo muchos riesgos.

Incluso en los escenarios más favorables, lo más probable es que el número final de recortes de tipos de interés sea inferior al que se preveía antes de las elecciones estadounidenses y que la inflación aumente, lo que provocaría un incremento de los rendimientos en toda la curva. El aumento de los rendimientos no debería evitar que la renta variable estadounidense registrara buenos resultados, ya que los rendimientos reflejan un mayor crecimiento económico y la inflación se traduce en mayores beneficios (nominales).

No obstante, la adaptación a un nivel superior de rendimientos ha traído consigo un retroceso de la renta variable. El proceso se inició a finales del año pasado, cuando el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a diez años pasó del 4,1% al 4,6% y el índice S&P 500 cayó un 3%. Pero una vez descontada la mayor tasa de descuento de los beneficios, debería reafirmarse la tendencia de incremento de las ganancias y reanudarse la revalorización de los precios del índice.

.....
El rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense se ha incrementado para reflejar el aumento de la inflación y del crecimiento económico, lo que ha provocado el retroceso de la renta variable
.....

El optimismo en torno a las perspectivas de la renta variable estadounidense está avalado por la historia. Durante el primer mandato de Donald Trump, el mercado estadounidense superó al resto del mundo, algo que también suele ocurrir en el año posterior al inicio de un ciclo de recortes de tipos de interés de la Reserva Federal.

El problema es que la combinación actual de crecimiento económico e inflación podría no ser sostenible. En el tercer trimestre de 2024, el PIB real subió un 3,1% (tasa anual con ajuste estacional), y según el modelo de previsión GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta será del 2,7% en el cuarto trimestre. Estas cifras contrastan con la previsión de crecimiento tendencial a largo plazo de la Reserva Federal, que marca la «gravedad» a efectos económicos y que se sitúa en el 1,8%. La inflación subyacente según el índice de gastos en consumo personal es del 2,8%. Los mercados no van a poder desafiar la gravedad para siempre, y tanto la inflación como el crecimiento acabarán cayendo. La pregunta es: ¿cuándo y cómo lo harán?

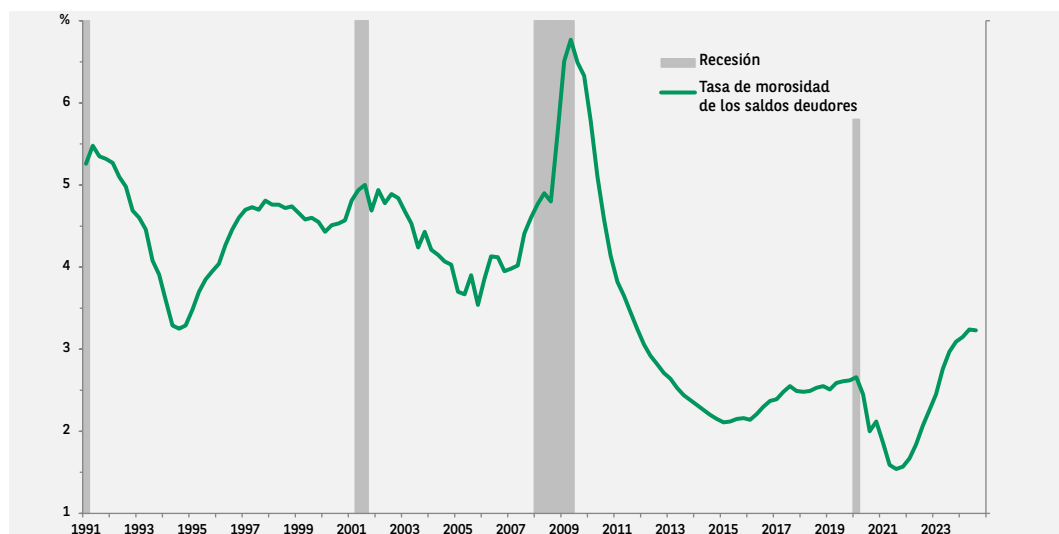
A corto plazo, uno de los riesgos es que la actividad económica y la inflación aumenten si el gobierno de Trump estimula demasiado el crecimiento, tal y como ocurrió tras la ley de rescate que aprobó el gobierno de Biden por valor de 1,9 billones de dólares. Ello podría llevar a la Reserva Federal a subir los tipos de interés (como ya hizo tras las rebajas de impuestos que se aprobaron en 2017 durante el primer mandato de Trump), lo que provocaría una ralentización más brusca del crecimiento.

Aun en el caso de que la Reserva Federal interrumpa el ciclo de recortes de tipos de interés, los tipos reales se mantendrían en territorio restrictivo. Los precios son muy superiores a los que se registraban antes de la pandemia, y los consumidores han ido gastando sus ahorros, lo que podría llevar a la ralentización del consumo que se preveía para el año pasado. Las tasas de morosidad y los impagos en los saldos deudores de las tarjetas de crédito han aumentado (véase el gráfico 1).

Gráfico 1

Aumentan las tasas de morosidad

Datos con ajuste estacional hasta el tercer trimestre de 2024



Lo ideal sería que la desaceleración económica adoptara la forma del «aterrizaje suave» que se preveía para el año pasado, con una vuelta a la tendencia del crecimiento y de la inflación. Pero la notable incertidumbre que existe en torno a las políticas del nuevo gobierno de Trump en materia de aranceles, impuestos e inmigración aumenta la probabilidad de que la ralentización sea más brusca y acusada y acabe dando lugar a una recesión.

Al menos por el momento, los inversores se centran en el potencial de crecimiento, aunque siguen teniendo en cuenta los riesgos. Las empresas estadounidenses de crecimiento ya habían registrado un continuo aumento de las expectativas de beneficios (línea roja en el gráfico 2), ya que el auge de la inteligencia artificial (IA) acelera la inversión y la demanda del sector. La tendencia resulta menos acusada si excluimos a las conocidas como «siete magníficas» (línea azul oscuro), aunque ha repuntado desde las elecciones estadounidenses.

.....

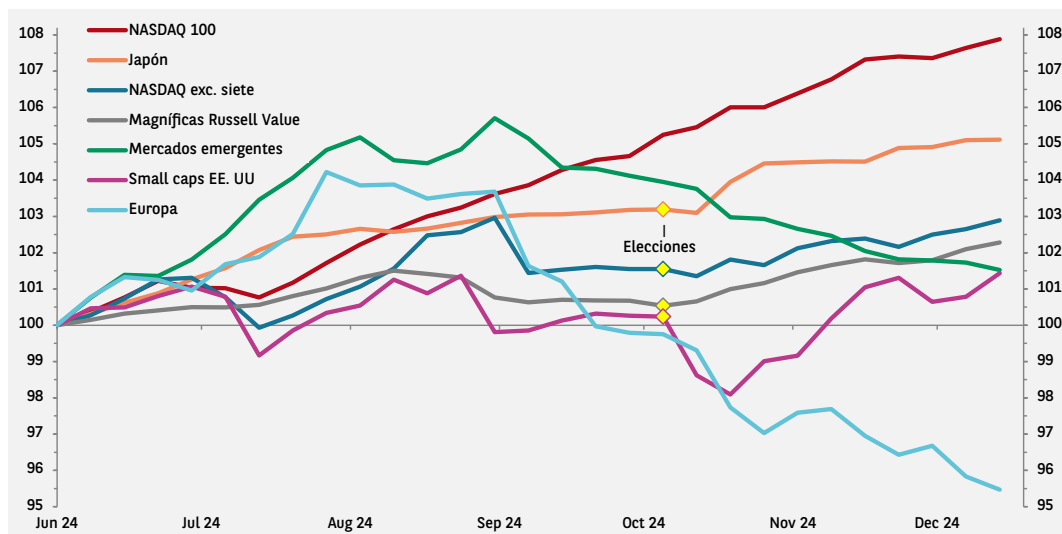
No parece probable que la combinación actual de crecimiento del PIB e inflación en Estados Unidos pueda mantenerse; la única duda es cuándo y cómo cambiará

.....

Gráfico 2

Aumentan las expectativas de beneficios empresariales, salvo en mercados emergentes y Europa

Previsión de beneficios por acción para los próximos 12 meses en divisa local, salvo para los mercados emergentes (USD)



Información a 12 de enero de 2025 Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management

El repunte ha sido mayor en las *small caps* estadounidenses (línea morada). La estimación de beneficios empresariales ha aumentado un 4% desde los mínimos recientes ante la previsión de aumento de la demanda interna como consecuencia de las iniciativas de relocalización del gobierno de Trump, la imposición de aranceles y el fortalecimiento del dólar.

El efecto de fortalecimiento de la divisa estadounidense podría estar también detrás del aumento de las expectativas de beneficios para la renta variable japonesa (línea naranja). El debilitamiento del yen fue uno de los factores que impulsó en mayor medida los buenos resultados que registró el mercado el año pasado, y la fortaleza del dólar favorecería a los exportadores nacionales gracias al efecto de la conversión de divisas.

La tendencia de beneficios de las compañías europeas (línea azul claro) lleva siendo negativa desde verano, y no ha pasado mucho desde entonces que nos lleve a pensar en una mejora de las perspectivas. Resulta especialmente preocupante que las desfavorables previsiones de beneficios afecten a todos los sectores del índice. La imposición de aranceles por parte del gobierno de Trump podría suponer una nueva revisión a la baja de las estimaciones.

.....

**Las expectativas de beneficios de las compañías europeas
ya eran negativas antes de la reelección de Trump,
lo que refleja las dificultades que atraviesa la región**

.....

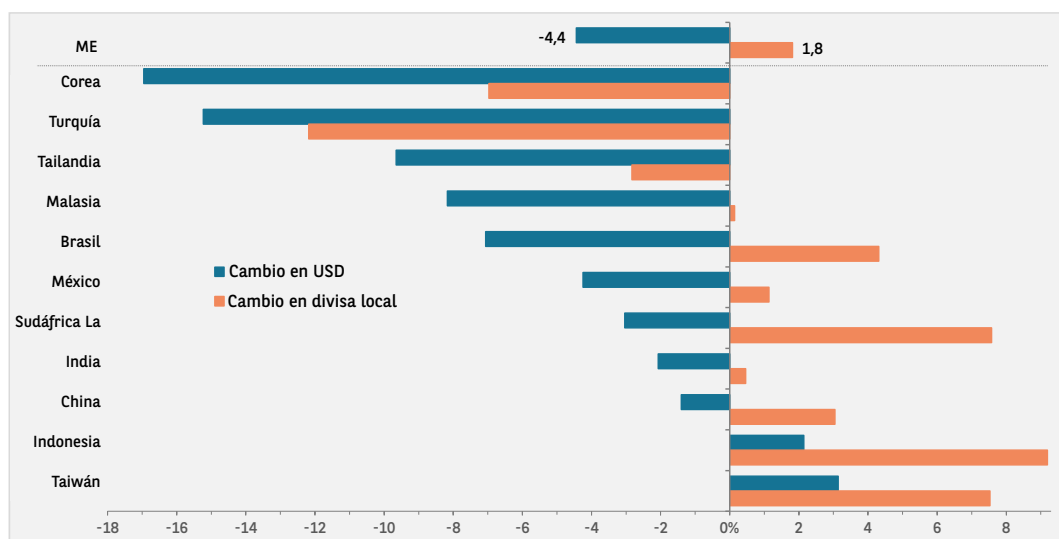
Las previsiones también son pesimistas para los mercados emergentes (línea verde), pero las perspectivas no son tan negativas como parece. En primer lugar, porque existe una gran diversidad entre los distintos mercados; los analistas están revisando al alza las expectativas relativas a ciertos mercados y a la baja las de otros. En segundo lugar, las divisas emergentes son mucho más débiles que el dólar estadounidense, lo que ha tenido un gran impacto en el valor en dólares de las estimaciones de beneficios (el índice J.P. Morgan Emerging Market Currency ha caído un 5% desde las elecciones).

La previsión de beneficios por acción (BPA) para los mercados emergentes que muestra el gráfico 3 ha caído un 4,4% en términos de dólar desde el nivel máximo registrado a finales de septiembre. Sin embargo, en términos de divisa local, la estimación ha subido un 1,8% (véase el gráfico 3). La revalorización del dólar ha sido tan acusada que, en algunos casos, la previsión positiva de BPA en divisa local se ha convertido en negativa en términos de dólar (por ejemplo, en Brasil). Aunque un aumento de la previsión de los BPA en divisa local puede ser un reflejo del mayor valor nacional de las ventas internacionales, como en el caso que hemos mencionado de Japón, también puede reflejar unas perspectivas positivas para las cifras de beneficios de las empresas nacionales, un enfoque que perderíamos si solo tuviésemos en cuenta los BPA en términos de dólar.

Gráfico 3

La revalorización del dólar ha convertido en negativas las estimaciones positivas en divisa local

Cambio en los BPA en los próximos doce meses desde el 30 de septiembre de 2024



Información a 12 de enero de 2025. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Cabe señalar que, a pesar de la inquietud en torno a las perspectivas de crecimiento de la economía china con el gobierno de Trump, el incremento de las estimaciones de beneficios empresariales que se ha registrado en los últimos meses está por encima de la media. Aunque no cabe duda de que los aranceles afectarían a las cifras de beneficios de las empresas chinas, los inversores deben tener en cuenta que, según datos de FactSet, Estados Unidos representa únicamente el 2,8% de los ingresos (el 5,2% en el caso del índice MSCI Hong Kong) y que el 86% de las ventas se realizan dentro de China. El noventa por ciento de las exportaciones se dirige al resto de los países asiáticos.

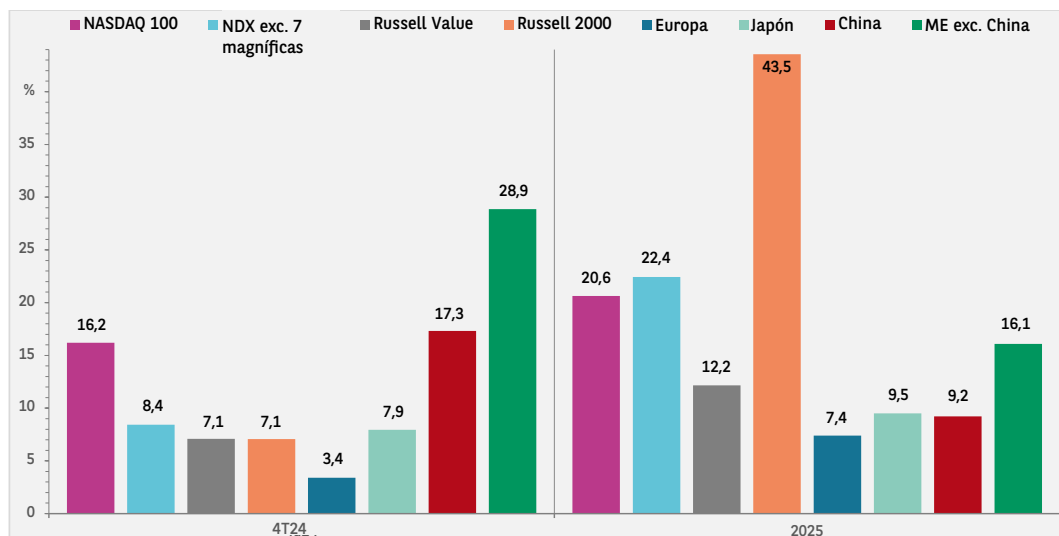
Esta configuración podría explicar por qué se prevé un aumento de los beneficios superior al 9% en 2025 (véase el gráfico 4), mientras que para el resto de los mercados emergentes la ganancia es del 16,1%. El gobierno chino continúa teniendo importantes problemas para estimular su demanda interna, como consecuencia de la difícil situación que atraviesa el mercado inmobiliario. Sin embargo, pensamos que acabarán aprobándose nuevas medidas de ayuda durante el año y que el crecimiento del PIB real podría situarse en torno al 4,5%.

Las valoraciones están en niveles reducidos (el ratio proyectado de precio-beneficios está en 9,6 veces en el momento de redactar el presente documento, frente a la media a largo plazo de 12 veces; véase el gráfico 5), por lo que una reacción negativa por parte del mercado a la imposición de aranceles podría suponer una oportunidad.

Gráfico 4

Expectativas positivas de crecimiento de los beneficios para 2025

Variación porcentual interanual de consenso, en divisa local salvo en el caso de los mercados emergentes (USD)



Información a 12 de enero de 2025. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management

Las previsiones de crecimiento interanual de los beneficios para 2025 del índice Russell 2000 que aparecen en el gráfico 4 son muy elevadas, por encima del 40%, lo que podría exagerar el potencial de revalorización de los precios del índice debido al aumento de los beneficios. No es infrecuente que el índice de las empresas de pequeña capitalización o *small caps* experimente fuertes vaivenes en sus cifras de beneficios por acción. La previsión de aumento de los beneficios se produce tras dos años de caídas y sitúa a las cifras de BPA solo un 13% por encima del nivel que registraban en 2022. No obstante, aun cuando las ganancias no lleguen a alcanzar los niveles previstos, el aumento de los beneficios debería proporcionar un fuerte respaldo al índice.

No parece probable que las valoraciones vayan a desempeñar un papel determinante en la rentabilidad de los mercados este año, ya que, en la mayoría de los ellos, los ratios de precio-beneficios (PER) no están en niveles ni demasiado altos ni demasiado bajos (véase el gráfico 5). Esto podría sorprender en el caso del índice NASDAQ 100, ya que muchos inversores creen que las valoraciones del sector tecnológico son altas.

Aunque siempre puede haber algunas valoraciones extremas, las subidas de precios que registró el año pasado el índice NASDAQ 100 se han visto más que correspondidas, en su mayor parte, por un aumento de las expectativas de beneficios. Si bien es posible que estas expectativas acaben demostrándose demasiado optimistas, no pensamos que estén muy desencaminadas, por lo que no estamos excesivamente preocupados por los múltiplos de valoración.

.....

**Las valoraciones están próximas a sus medias históricas
en la mayoría de los mercados, con la excepción del índice Russell 1000 Growth**

.....

Gráfico 5

Las valoraciones están próximas a la media en la mayoría de los mercados

Puntuación Z del ratio proyectado de precio-beneficios

Mercado	Ratio PER
Estados Unidos	1,3
Russell Value	1,1
Mercados desarrollados	1,0
Small caps estadounidenses	0,6
ME exc. China	0,5
Japón	0,4
NASDAQ	0,4
Europa	-0,1
Mercados emergentes	-0,2
China	-0,7

Inferior a la Media	Media	Superior a la Media
---------------------	-------	---------------------

Data as at 12 January 2025. Note: MSCI indices unless otherwise noted. Sources: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Uno de los segmentos del mercado estadounidense que presenta unos niveles elevados de valoración es el de las empresas de valor, algo que podría parecer una contradicción en sí misma. El aumento de cotización que han registrado las empresas que componen el índice, y especialmente las pertenecientes al sector bancario, ha superado los beneficios.

La configuración actual de la renta variable estadounidense, donde las elevadas valoraciones del índice S&P 500 proceden del segmento de valor más que del de crecimiento, no es la habitual, lo que nos lleva a pensar que también podríamos aprovechar el crecimiento estadounidense combinando el índice NASDAQ con las *small caps*, no tanto con el S&P 500.

La gestión activa resulta especialmente útil en un contexto como el actual, ya que permite a los gestores evitar empresas que estén muy apalancadas, lo que las haría vulnerables a posibles subidas de tipos de interés, y centrarse en aquellas que pueden verse favorecidas por la solidez del crecimiento de la economía estadounidense.

Los artículos pueden contener lenguaje técnico, por lo que podrían no resultar adecuados para lectores que no tengan experiencia profesional en inversiones. Todos los pareceres expresados en el presente documento son los del autor en la fecha de su publicación, se basan en la información disponible y podrían sufrir cambios sin previo aviso. Los equipos individuales de gestión podrían tener opiniones diferentes y tomar otras decisiones de inversión para distintos clientes. El presente documento no constituye una recomendación de inversión. El valor de las inversiones y de las rentas que generan podría tanto bajar como subir, y es posible que el inversor no recupere su desembolso inicial. Las rentabilidades obtenidas en el pasado no son garantía de rentabilidades futuras. Es probable que la inversión en mercados emergentes o en sectores especializados o restringidos esté sujeta a una volatilidad superior a la media debido a un alto grado de concentración, a una mayor incertidumbre al haber menos información disponible, a una liquidez más baja o a una mayor sensibilidad a cambios en las condiciones sociales, políticas, económicas y de mercado. Algunos mercados emergentes ofrecen menos seguridad que la mayoría de los mercados desarrollados internacionales. Por este motivo, los servicios de ejecución de operaciones, liquidación y conservación en nombre de los fondos que invierten en emergentes podrían conllevar un mayor riesgo.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe, en adelante, «la sociedad gestora de inversiones», es una sociedad por acciones simplificada con domicilio social sito en 1 Boulevard Haussmann 75009 París, Francia, inscrita en el Registro Mercantil de París con el número 319 378 832 y registrada ante la «Autorité des marchés financiers» con el número GP 96002. El presente documento ha sido elaborado y publicado por la sociedad gestora de inversiones. Este material se elabora únicamente con fines informativos y no constituye: 1. Una oferta de venta o una invitación de compra, y no debe tenerse en cuenta o constituir, en ningún caso, la base de ningún tipo de contrato o compromiso. 2. Una recomendación de inversión. El presente documento hace referencia a uno o varios instrumentos financieros autorizados y regulados en la jurisdicción de su constitución. No se ha llevado a cabo ninguna actuación que se requiera obligatoriamente, en especial en Estados Unidos, para poder realizar la oferta pública de los instrumentos financieros en ninguna otra jurisdicción a personas estadounidenses (en el sentido que se da a esta expresión en el Reglamento S de la United States Securities Act de 1933), salvo por lo indicado en el folleto informativo más reciente de los instrumentos financieros correspondientes, o en el sitio web (en el apartado «Nuestros fondos»). Antes de cursar cualquier orden de suscripción en un país en el que estén registrados dichos instrumentos financieros, los inversores deben comprobar las limitaciones o restricciones legales que puedan existir para la suscripción, compra, posesión o venta de los instrumentos financieros. Los inversores interesados en suscribir los instrumentos financieros deben leer detenidamente el folleto informativo y el documento de datos fundamentales (KID), así como consultar los informes financieros más recientes de los instrumentos financieros en cuestión. Estos documentos están disponibles en el idioma del país en el que dichos instrumentos financieros estén autorizados para su distribución y en inglés, según corresponda, en la siguiente dirección, en el apartado «Nuestros fondos»: <https://www.bnpparibas-am.com/> Las opiniones recogidas en este documento constituyen el criterio que la sociedad gestora adoptó en ese momento y podrían variar sin previo aviso. La sociedad de gestión de carteras no tiene obligación de actualizarlas o modificarlas. Se recomienda a los inversores consultar con sus propios asesores jurídicos o fiscales cualquier aspecto legal, fiscal, domiciliario o contable que sea aplicable en su caso antes de invertir en los instrumentos financieros con el fin de poder tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y las consecuencias de su inversión, en caso de estar autorizados a realizarla. Es importante tener en cuenta que los diferentes tipos de inversiones que se puedan mencionar en este sitio web tienen distintos niveles de riesgo y no puede garantizarse que una inversión en concreto sea adecuada, pertinente o rentable para la cartera de inversión de un cliente o cliente potencial. Dado que existen riesgos económicos y de mercado, no se puede ofrecer la garantía de que los instrumentos financieros alcanzarán sus objetivos de inversión. El comportamiento de los instrumentos financieros puede variar considerablemente en función de los objetivos o de las estrategias de inversión empleadas así como de las condiciones económicas y de mercado, especialmente los tipos de interés. Las distintas estrategias aplicadas a los instrumentos financieros pueden tener un efecto significativo en los resultados presentados en este documento. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras y el valor de las inversiones en los instrumentos financieros es susceptible, por su naturaleza, de variar tanto al alza como a la baja. Es posible que los inversores no recuperen su inversión inicial. Los datos de rentabilidad reflejados en este sitio web no tienen en cuenta las comisiones, los costes de emisión o reembolso ni los impuestos. Podrá obtener esta información en la siguiente dirección: <https://www.bnpparibas-am.com/fr-fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs/> Resumen de los derechos del inversor en francés. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe podrá decidir poner fin a las modalidades de comercialización de sus organismos de inversión colectiva/instrumentos financieros, en los casos previstos por la normativa aplicable. La expresión «El inversor sostenible para un mundo en evolución» refleja el objetivo de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe de integrar el desarrollo sostenible en sus actividades, aunque no todos los fondos gestionados por BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe están clasificados como artículo 8 o 9 del Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros («SFDR»). Para obtener más información consulte la dirección www.bnpparibas-am.com/en/sustainability-bnpp-am/

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**El inversor
sostenible para un
mundo en evolución**