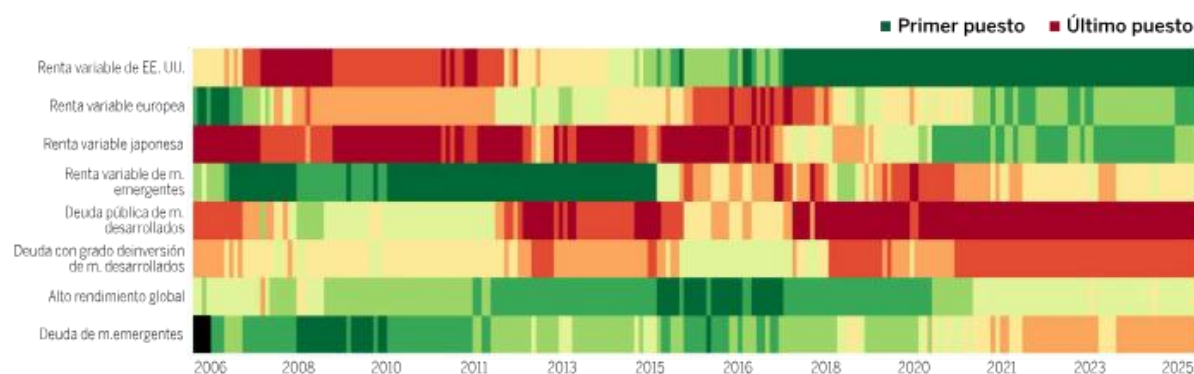


Cómo afrontar la evolución del excepcionalismo estadounidense

En los últimos 15 años, las empresas cotizadas estadounidenses se han comportado mejor y han crecido más rápido que el resto, a la vez que han superado de forma casi sistemática las expectativas de rentabilidad absoluta. Estos factores, combinados con unas valoraciones de partida favorables, propiciaron un prolongado periodo de rentabilidades excepcionales para la renta variable estadounidense, muy por delante de otras clases de activos y mercados (gráfico 1). Para los inversores no estadounidenses, estas rentabilidades se vieron además reforzadas por una constante apreciación del dólar. En un entorno marcado por unas valoraciones mucho más elevadas y dudas cada vez mayores sobre el liderazgo mundial de EE. UU., los inversores empiezan a preguntarse si este excepcionalismo estadounidense puede perdurar.

Gráfico 1

Clasificación de las clases de activos según su exceso de rentabilidad en periodos rolling de 10 años



Fuentes: Wellington Management, Refinitiv. | A junio de 2025. | Exceso de rentabilidad total (sobre el efectivo estadounidense a 3 meses) en periodos rolling de 10 años. El color verde indica la posición más alta de la clasificación y el rojo, la más baja. | Las opiniones reflejan la situación en la fecha indicada, se basan en la información disponible y están sujetas a cambios sin previo aviso. Los equipos de gestión de carteras individuales pueden tener diferentes puntos de vista y tomar diferentes decisiones de inversión para distintos clientes. Este documento no constituye asesoramiento en inversiones ni una oferta de venta u ofrecimiento para la compra de acciones u otros valores. | LA RENTABILIDAD HISTÓRICA DEL ÍNDICE O DE TERCEROS NO ES INDICATIVA DE RENTABILIDADES FUTURAS.

Sin embargo, de cara al segundo semestre de 2026, quizá la pregunta más pertinente no sea si el excepcionalismo estadounidense se va a mantener, sino cómo podría evolucionar. ¿Y cómo deberían los inversores afrontar este escenario? La primera mitad del año ofrece algunas pistas. A continuación, desarrollamos algunas cuestiones clave.

El cambio del multilateralismo al unilateralismo ha reavivado la dispersión

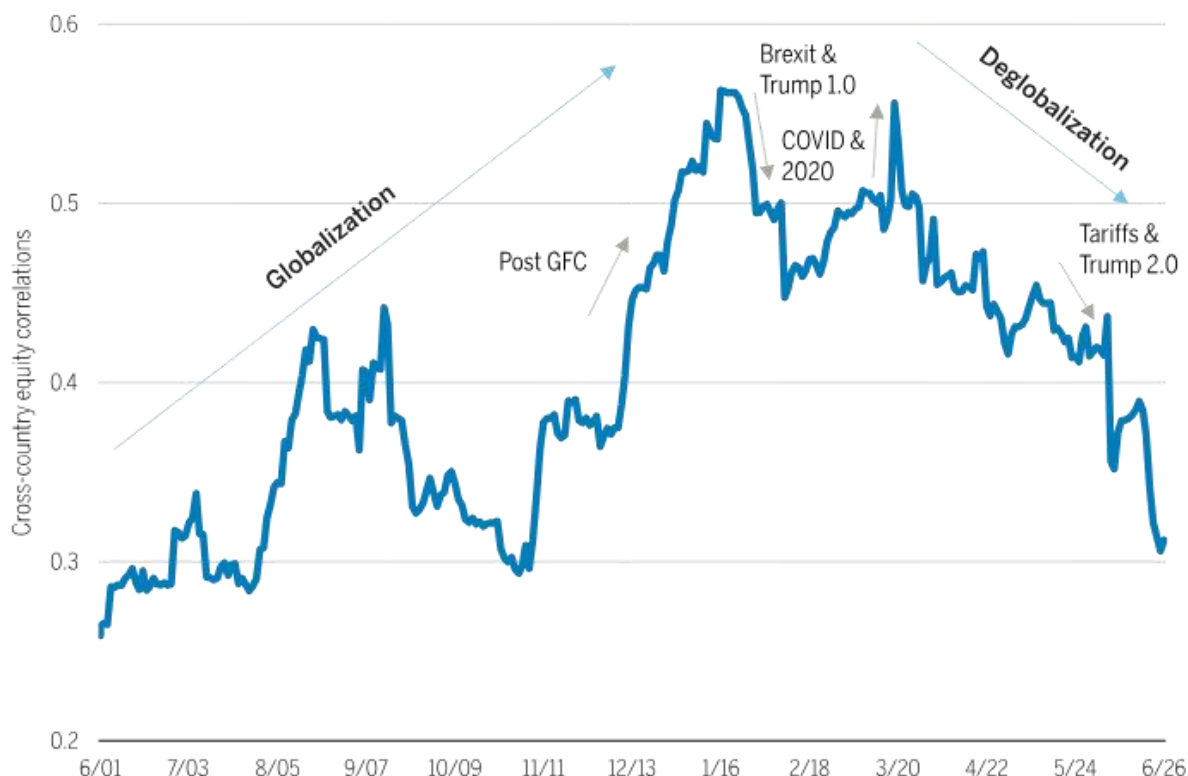
El anterior régimen económico, basado en una globalización en expansión, se caracterizaba por un crecimiento mundial sincronizado, una elevada correlación entre los ciclos económicos y los mercados de renta variable, baja dispersión, inflación reducida y tipos de interés a la baja. En un entorno tan sincronizado, los inversores tendían a reducir la diversificación y concentrar su exposición en la clase de activo (o el mercado) con mayor crecimiento. Durante este periodo, cualquier cobertura o diversificación fuera del universo de la renta variable estadounidense o del dólar solía aumentar la volatilidad y reducir la rentabilidad. Pero, como muestra el gráfico 2, los mercados globales han dejado de

moverse al unísono. La correlación entre los mercados de renta variable globales aumentó de forma constante desde el año 2000 hasta alcanzar su punto álgido en 2016, un periodo que, visto en retrospectiva, marcó el inicio de la fractura de la globalización. La actual desincronización del ciclo económico global ha provocado que las correlaciones entre países se acerquen a los niveles mínimos de las últimas décadas.

Gráfico

2

Desynchronization of the global cycle has driven country correlations close to a multi-decade low



Source: Bloomberg Finance L.P. | Data as of 11 March 2026. | Rolling 5-year correlation of the S&P 500 Index, MSCI Canada Index, MSCI China Index, MSCI UK Index, MSCI Japan Index, MSCI Germany Index, MSCI India Index, MSCI France Index, MSCI Mexico Index, MSCI Sweden Index. | **PAST RESULTS ARE NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.**

La importancia del punto de partida de las valoraciones

El mercado bursátil estadounidense hoy es muy diferente al de hace cincuenta años; entonces los sectores industriales intensivos en capital eran el motor impulsor. Con el despegue del sector tecnológico, menos intensivo en capital, las perspectivas de crecimiento aumentaron de forma exponencial, lo que reforzó aún más el excepcionalismo estadounidense. Pero ahora la rápida expansión de las inversiones en bienes de equipo relacionadas con la IA está poniendo en tela de juicio la rentabilidad futura de ese capital invertido.

Además, la renta variable estadounidense ha justificado históricamente sus elevadas valoraciones con un crecimiento más rápido y unos resultados que superaban de forma sistemática las expectativas. En la actualidad, las valoraciones elevan el listón para mantener ese desempeño superior en un momento en que la posición relativa de EE. UU.

frente al resto del mundo podría estar cambiando, mientras las expectativas de beneficios empresariales en este país continúan, en general, en máximos de varios años.

El liderazgo de EE. UU. en el ámbito de la IA es cada vez más cuestionado

Aunque es posible que las empresas estadounidenses más destacadas sigan sobresaliendo, consideramos que, en esta fase inicial de la IA, hay mucho margen para que nuevos competidores —tanto en Estados Unidos como en otros mercados— crezcan, prosperen e incluso desplacen a los actores ya consolidados. Los inversores prudentes buscarán oportunidades tanto en empresas nuevas como ya establecidas, ya sea en mercados históricamente dominantes como Estados Unidos o en regiones como Asia, donde las empresas innovadoras centradas en la IA disponen de un gran potencial de crecimiento.

Cabe destacar que, si bien las grandes tecnológicas estadounidenses dominan la capa de aplicaciones y plataformas de la IA, Asia desempeña un papel clave en la infraestructura que la sustenta, como pone de manifiesto el peso de la región en el ecosistema de semiconductores. La región ocupa una posición de liderazgo en el sector de materiales, memoria y capacidades avanzadas de fabricación que, en nuestra opinión, son difíciles de replicar a gran escala. Japón concentra una parte significativa de los materiales y herramientas críticos, Corea lidera el segmento de los chips de memoria y Taiwán continúa siendo el referente en fabricación avanzada y encapsulado.

El crecimiento de los beneficios continúa su expansión más allá del ámbito de la IA

Aunque se espera que, en general, los actuales líderes del mercado estadounidense sigan registrando un crecimiento superior —especialmente en el sector tecnológico—, existen motivos para ampliar la búsqueda de oportunidades tanto dentro como fuera de EE. UU. En un contexto de crecimiento económico mayor de lo previsto y de apoyo fiscal continuado, el crecimiento de los beneficios empresariales se está extendiendo entre sectores, capitalizaciones y regiones. Este escenario apunta a un universo más amplio de beneficiarios, lo que sugiere que los inversores podrían querer posicionarse para obtener fuentes de crecimiento más diversificadas.

El dólar se mantiene en una posición frágil

Uno de los principales factores que ha respaldado el excepcionalismo estadounidense ha sido el constante fortalecimiento del dólar. Además de generar mayores rentabilidades, ha ofrecido beneficios de diversificación en entornos de aversión al riesgo. Sin embargo, esta continua apreciación del dólar ha llegado a su fin, como demuestra el notable debilitamiento observado antes del conflicto entre EE. UU. e Irán. Aunque la divisa se ha recuperado parcialmente desde entonces, a largo plazo sigue siendo vulnerable a la creciente incertidumbre sobre la sostenibilidad de la posición fiscal de EE. UU. y el papel del dólar como moneda de reserva mundial. El atractivo del dólar podría verse aún más comprometido si los inversores empiezan a percibir la divisa como un factor de amplificación del riesgo, en lugar de un elemento mitigador.

Las medidas políticas de EE. UU. continúan suscitando reacciones en el resto del mundo

Los factores y objetivos políticos condicionan cada vez más las decisiones económicas. Por ello, los inversores deben seguir cada vez más de cerca el rumbo de las políticas para comprender los riesgos y las oportunidades. A medida que las políticas estadounidenses se alejan del anterior orden global, otros países podrían reaccionar potenciando su resiliencia interna y fortaleza económica. Con el tiempo, esta dinámica podría reducir la brecha entre las expectativas de crecimiento de EE. UU. y las del resto del mundo.

Europa y Japón marcan su propio rumbo

Europa, y especialmente Japón, parecen estar redoblando sus esfuerzos para proteger sus economías de turbulencias externas. Tras décadas apoyándose en la demanda externa, la energía importada y la seguridad proporcionada por EE. UU., estas regiones cuestionan ahora la sostenibilidad de ese modelo. En primer lugar, Europa y Japón son importadoras netas de energía, por lo que es probable que aceleren las medidas para reducir su dependencia de los combustibles fósiles. En segundo lugar, ambas regiones han confiado históricamente no solo en el paraguas de seguridad de EE. UU., sino también en su tecnología de defensa. Ante las dudas que despierta el apoyo futuro de EE. UU., cabe esperar que el desarrollo de las capacidades de defensa nacionales se convierta en una prioridad. Por último, como principales beneficiarias de la globalización, ambas regiones han dependido en gran medida de las exportaciones. Sin embargo, ante el exceso de capacidad exportadora de China y el aumento de las barreras comerciales por parte de EE. UU., es probable que Europa y Japón se centren en impulsar la demanda interna y proteger las industrias locales para compensar los factores externos desfavorables.

En nuestra opinión, estos cambios de régimen tanto en Europa como en Japón podrían generar ganadores y perdedores, lo que ampliaría el universo de oportunidades para los gestores activos. Además, todo apunta a que la renta variable de ambas regiones ofrecerá una mayor diversificación a medida que su evolución dependa cada vez menos del ciclo estadounidense.

Conclusión - Dos realidades enfrentadas: el excepcionalismo estadounidense sigue intacto, pero muestra signos de agotamiento

El reto para los inversores en renta variable es cómo afrontar un mundo en el que el excepcionalismo estadounidense se muestra, al mismo tiempo, intacto y con signos de agotamiento. Lo que está en cuestión son 80 años de hegemonía económica, geopolítica y militar estadounidense, que han impulsado la primacía del dólar y de los mercados financieros de ese país, así como, en gran medida, la estabilidad global. Si bien la mayoría de estas dinámicas siguen vigentes, el mundo y EE. UU. se enfrentan a una creciente turbulencia en múltiples frentes: conflictos regionales en expansión, inestabilidad económica y una menor cohesión política. Los efectos de esta dicotomía emergente en los mercados de capitales empiezan a materializarse, y los gestores de activos deben comprender qué implican para las carteras estas dos realidades del excepcionalismo estadounidense: su vigencia y sus signos de agotamiento.

Dado que, en nuestra opinión, el excepcionalismo estadounidense sigue en gran medida intacto, recomendamos a los inversores mantener su exposición a la renta variable estadounidense e incluso ampliarla. Sin embargo, también deben prepararse para obtener rentabilidades ajustadas al riesgo más bajas en comparación con las registradas en los últimos 15 años y frente al resto del mundo, especialmente teniendo en cuenta los elevados niveles de valoración de partida. Y dado que el excepcionalismo estadounidense muestra, al mismo tiempo, signos de agotamiento, los inversores deberían asimismo equilibrar la inversión en EE. UU. con una mayor exposición a mercados no estadounidenses, tanto para diversificar como para mejorar el perfil de rentabilidad ajustada al riesgo.

Andrew Heiskell, equity strategist, Wellington Management

Nicolas Wylenzek, Macro strategist, Wellington Management