



**CAPITAL  
GROUP™**

Perspectivas de inversión

cuarto trimestre de 2025

SOLO PARA INVERSORES PROFESIONALES

Comunicación de marketing



**La Gran Global**  
**Reestructuración**  
Entendiendo el nuevo eje global

# Contenido

	Introducción	02
	1 Productividad: ¿un punto de inflexión de la IA?	04
	2 La cuenta corriente: más que sólo comercio	16
	3 La sostenibilidad de la deuda y el estatus de moneda de reserva del dólar estadounidense	28
	4 Liberar valor para los accionistas en un panorama regulatorio cambiante	39
	Conclusión	50

Este artículo refleja las contribuciones de Andy Budden, Natalya Zeman, Alvaro Peró Gala, Dawn Zeng y Richard Carlyle.

# La Gran Global Reestructuración

## Introducción

En nuestro artículo anterior, "¿Puede continuar el excepcionalismo estadounidense?", examinamos los fundamentos estructurales y estratégicos que sustentan el crecimiento económico a largo plazo de Estados Unidos y su entorno excepcionalmente favorable para los accionistas. Identificamos una fórmula convincente para el éxito duradero, impulsada por una productividad superior, una cultura de innovación y asunción de riesgos, y un marco regulatorio estable y predecible.

En conjunto, estos elementos posicionaron a Estados Unidos como una fuerza dominante en la economía global.

Basándonos en esos hallazgos, ahora exploramos la resiliencia y adaptabilidad de esa fórmula en un panorama global en rápida evolución: lo que llamamos la Gran Reestructuración Global.

El objetivo es ofrecer una perspectiva matizada sobre si EE. UU. puede seguir generando rentabilidades extraordinarias y mantener su ventaja económica en un entorno global más competitivo y volátil. También ampliamos la perspectiva para evaluar cómo evolucionan estos factores en Europa, Asia y los mercados emergentes, ofreciendo así una visión comparativa de la adaptabilidad económica en un contexto global cambiante.

## ¿Qué queremos decir con la Gran Reestructuración Global?

A medida que el mundo avanza hacia una era marcada por un mayor riesgo geopolítico, una creciente incertidumbre comercial y política y un menor consenso sobre las instituciones multilaterales basadas en normas, analizamos cómo se interconectan estas diferentes fuerzas y, lo que es más importante, qué podrían significar los resultados para los inversores.

Los rápidos avances en IA, junto con sus efectos sobre la productividad y la sostenibilidad de la deuda, en un contexto de cambios en los flujos comerciales y de capital, tienen implicaciones para el crecimiento, la inflación y el panorama de inversiones más amplio.

Hemos recopilado las opiniones de nuestros profesionales de inversión en renta variable y renta fija, macroeconomistas y economistas políticos para intentar comprender diversos parámetros. El documento se estructura en cuatro capítulos, cada uno de los cuales aborda una dimensión clave del tema:

#### 1. Productividad: ¿un punto de inflexión de la IA?

La disminución de la influencia del trabajo y el capital como principales motores económicos ha convertido la productividad en la clave fundamental del crecimiento. Analizamos si la IA podría convertirse en la próxima fuerza transformadora, a la par de los ferrocarriles, las computadoras personales e internet, y exploramos el equilibrio entre el avance tecnológico y la inversión en Estados Unidos y a nivel mundial.

#### 2. La cuenta corriente: más que solo comercio. El

comercio y los flujos de capital están intrínsecamente vinculados. Reequilibrar el sistema actual probablemente tendrá múltiples impactos macroeconómicos y de mercado. Los cambios impulsados por las políticas estadounidenses ya han comenzado a surtir efecto. Examinamos tres de estos cambios en curso que podrían ofrecer pistas sobre los posibles impactos del reequilibrio de la cuenta corriente: la repatriación de flujos de cartera; la reorientación de los flujos de inversión extranjera directa (IED); y un mayor gasto fiscal en mercados no estadounidenses.

#### 3. Sostenibilidad de la deuda y la condición de moneda de reserva del dólar

estadounidense. La prolongada fortaleza económica de Estados Unidos ha atraído el excedente de ahorro mundial. La condición de reserva del dólar estadounidense ha mantenido aún más estos flujos. Como resultado, una parte significativa del financiamiento estadounidense se ha vuelto en gran medida insensible a las fluctuaciones de los tipos de interés. Examinamos la magnitud del déficit presupuestario, exploramos posibles mecanismos de política para abordar el desafío de la deuda y consideramos si existen alternativas viables al dólar estadounidense.

#### 4. Liberar valor para los accionistas en un panorama regulatorio cambiante

Un gobierno corporativo sólido y el estado de derecho no son solo virtudes institucionales, sino imperativos de inversión. Durante décadas, Estados Unidos ha marcado la pauta al ofrecer a los inversores claridad jurídica, empoderamiento de los accionistas y mercados de capitales profundos y líquidos. Comparamos a Estados Unidos con competidores globales emergentes y evaluamos la durabilidad de su entorno favorable para los accionistas.

# Productividad: 1

## ¿Un punto de inflexión de la IA?

### Puntos clave

- Estados Unidos ha sido la fuerza dominante del crecimiento económico mundial en los últimos años. Esto se ha visto impulsado por una combinación de productividad superior, una cultura de innovación y asunción de riesgos, y un marco regulatorio estable y predecible.

A medida que disminuye la influencia del trabajo y el capital como principales motores económicos, la productividad se ha vuelto fundamental para el crecimiento. De cara al futuro, la pregunta clave es si la IA puede convertirse en la próxima fuerza transformadora, a la par de los ferrocarriles, las computadoras personales e internet.

- Nuestra opinión es que la IA puede convertirse en un factor general transformador. Tecnología con Propósito (GPT), transformando industrias y redefiniendo la productividad. Los inversores deberían prestar atención a cómo se materializan los beneficios de la IA. ¿Proporcionará un impulso generalizado a la productividad o constituirá una ventaja estratégica para ciertos países? Quienes logren aprovechar las ganancias de productividad de la IA y otras tecnologías definirán a los ganadores finales y la evolución de las economías.

### Qué ver

- Como ocurre con cualquier tecnología nueva, existe una enorme oportunidad para... Invertir en las empresas que instalan la capacidad para implementar e impulsar la IA. En algún momento, esto podría repercutir en las empresas que realmente utilizan la IA. La historia nos advierte que la transición del mercado puede ser una dislocación dolorosa.
- La tecnología, en particular la IA, está desplazando la mano de obra a un ritmo Una tasa sin precedentes podría provocar una disrupción masiva en el mercado laboral y, por ende, en el mercado de consumo. Que esto ocurra dependerá del ritmo de inversión en nuevos empleos basados en IA. Los inversores deberían vigilar atentamente las tasas de inversión.

## Introducción

En este capítulo, demostramos que el crecimiento de la productividad está adquiriendo mayor importancia en el crecimiento de la capacidad productiva que el trabajo y el capital debido al envejecimiento de la población y la saturación del capital.

También proponemos que la Inteligencia Artificial (IA) será un factor crítico para impulsar el crecimiento futuro y que esto puede ser una ventaja particular para los países que han invertido en capacidades de IA.

Para entender mejor esta perspectiva, es útil enmarcar la capacidad productiva de una economía como, en primer lugar, sus recursos, es decir, trabajo (fuerza de trabajo) y capital (máquinas, fábricas, infraestructura, tecnología, etc.) y, en segundo lugar, su capacidad para generar ingresos utilizando esos recursos (productividad).

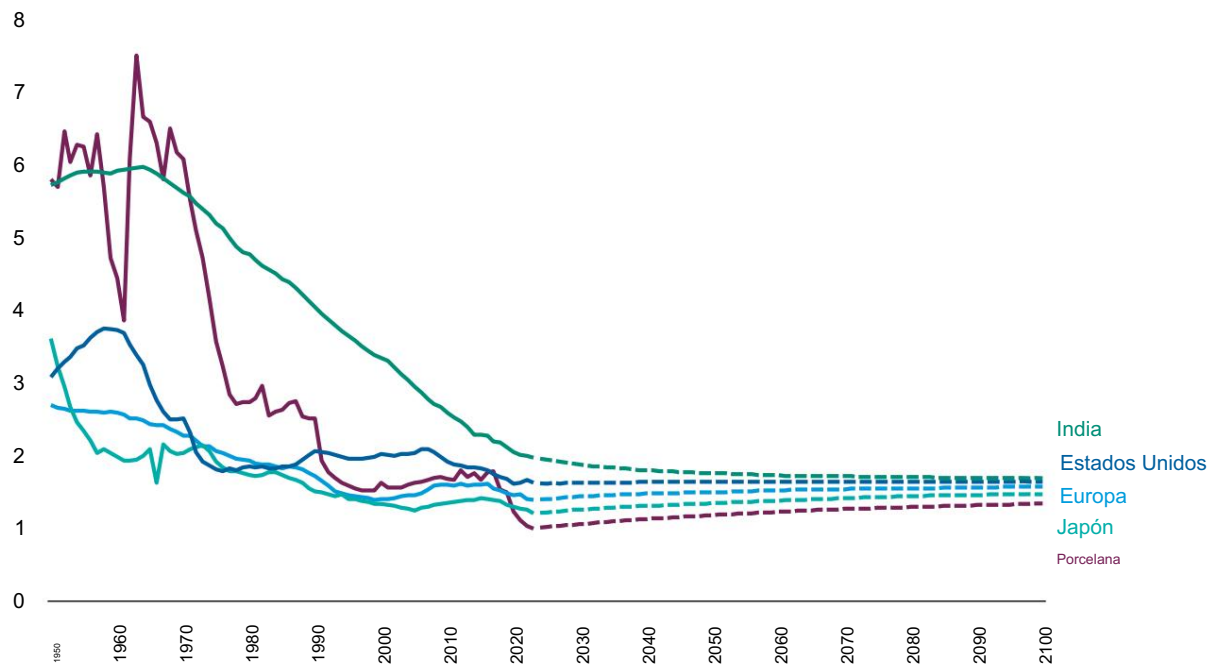
En resumen, (trabajo + capital) x productividad.

## Fuerza laboral y capital

### Personal

La demografía es el factor clave del crecimiento de la fuerza laboral. Las tasas de fertilidad han ido disminuyendo en muchos países desde la Segunda Guerra Mundial. Se cree que múltiples factores contribuyen a ello, como el aumento de la educación y la participación femenina en la fuerza laboral, la reducción de las tasas de mortalidad infantil y el aumento de los costos de crianza. Sin embargo, la conclusión es que, a medida que nos enriquecemos, tenemos menos hijos.

Tasa de fecundidad con proyecciones (nacimientos por mujer)

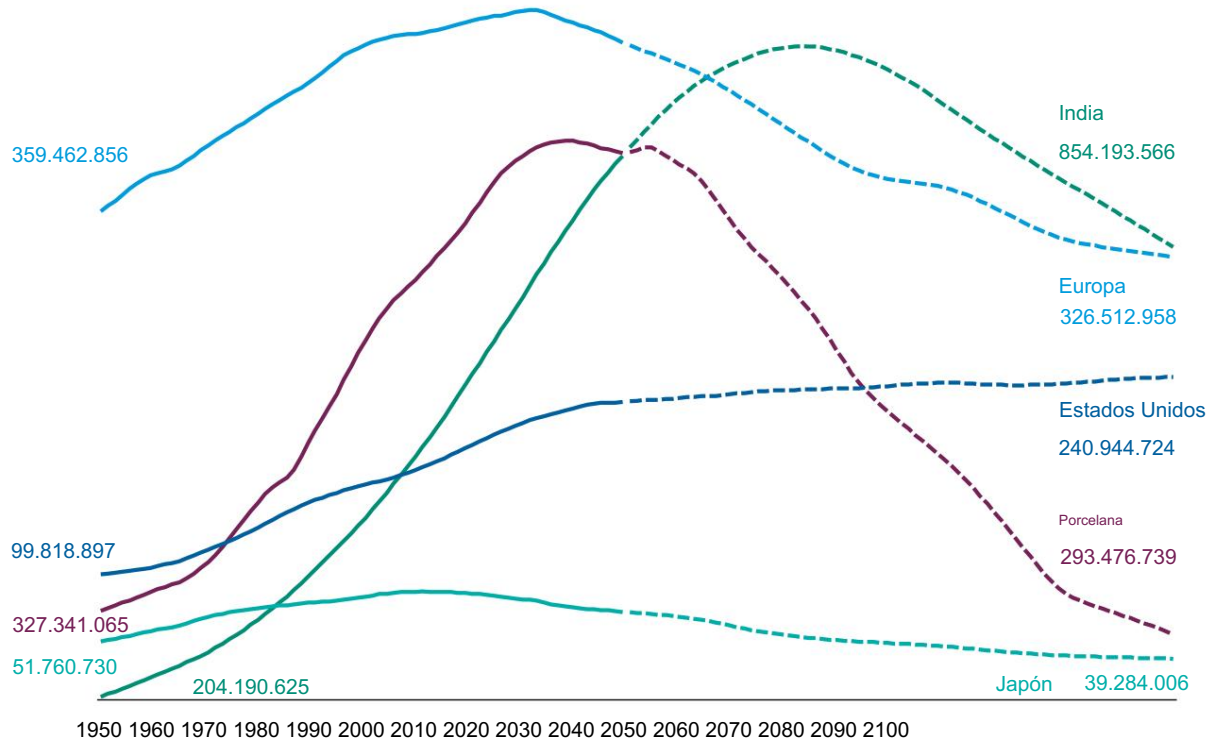


Los pronósticos son sólo para fines ilustrativos.

Fuente: OurWorldinData.org. ONU, Perspectivas de población mundial (2024)

Como consecuencia de esto, la mayoría de las economías avanzadas están experimentando un envejecimiento de la población y, en algunos casos, una reducción de la fuerza laboral, lo que limita directamente el crecimiento económico derivado simplemente del crecimiento de la fuerza laboral. Las economías emergentes varían: algunas aún disfrutan de un crecimiento de la población en edad laboral, lo que debería ser un impulso económico (por ejemplo, India), pero otras experimentan la misma disminución de la fuerza laboral que las economías avanzadas (por ejemplo, China). Sin embargo, las tendencias a largo plazo para las economías emergentes y las economías avanzadas son, en última instancia, las mismas.

Población en edad de trabajar (15-64 años)

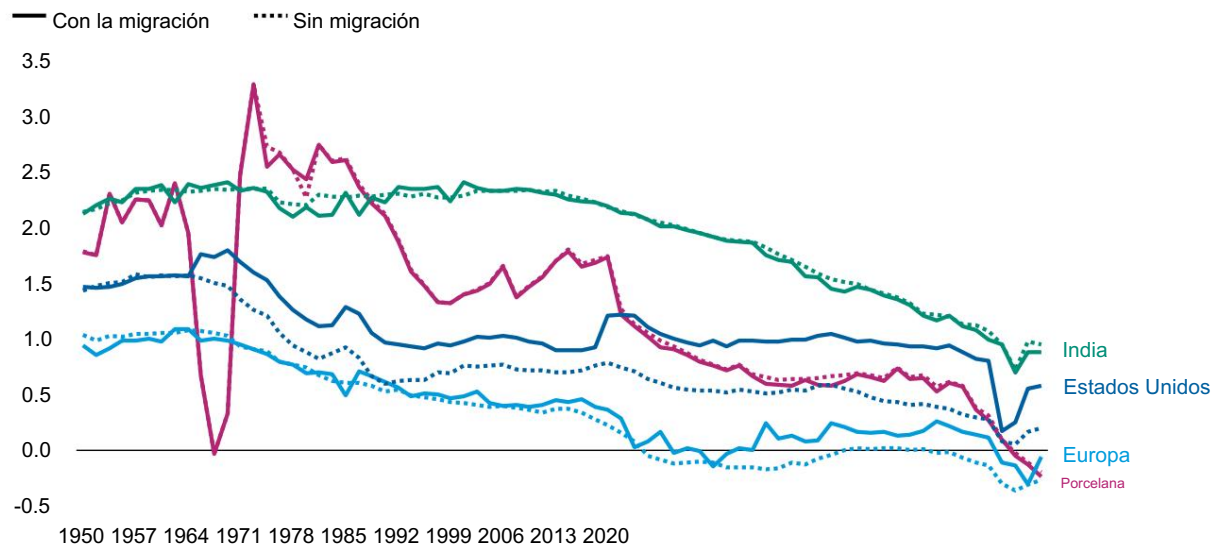


Los pronósticos son sólo para fines ilustrativos.

Fuente: OurWorldInData.org. ONU, Perspectivas de población mundial (2024)

Dentro de esta tendencia más amplia, existen algunos matices importantes. En términos relativos, Estados Unidos ha mantenido una tasa de fertilidad más alta que sus principales pares mundiales, incluida China. Además, Estados Unidos tiene un sólido historial de atracción de inmigrantes e integración exitosa en la economía, en marcado contraste con otros países como China y Japón, e incluso Europa. Es probable que las barreras políticas y sociales sigan limitando el impacto de la inmigración.

Crecimiento poblacional con y sin migración (%)



Al 31 de diciembre de 2023. Fuente: OurWorldInData.org. ONU, Perspectivas de población mundial (2024)

En igualdad de condiciones, esto sugiere que es poco probable que el crecimiento de la fuerza laboral sea un factor significativo para impulsar la capacidad económica futura, aunque sí observamos que Estados Unidos puede seguir teniendo una ventaja marginal en esta área en relación con la mayoría de las demás economías desarrolladas.

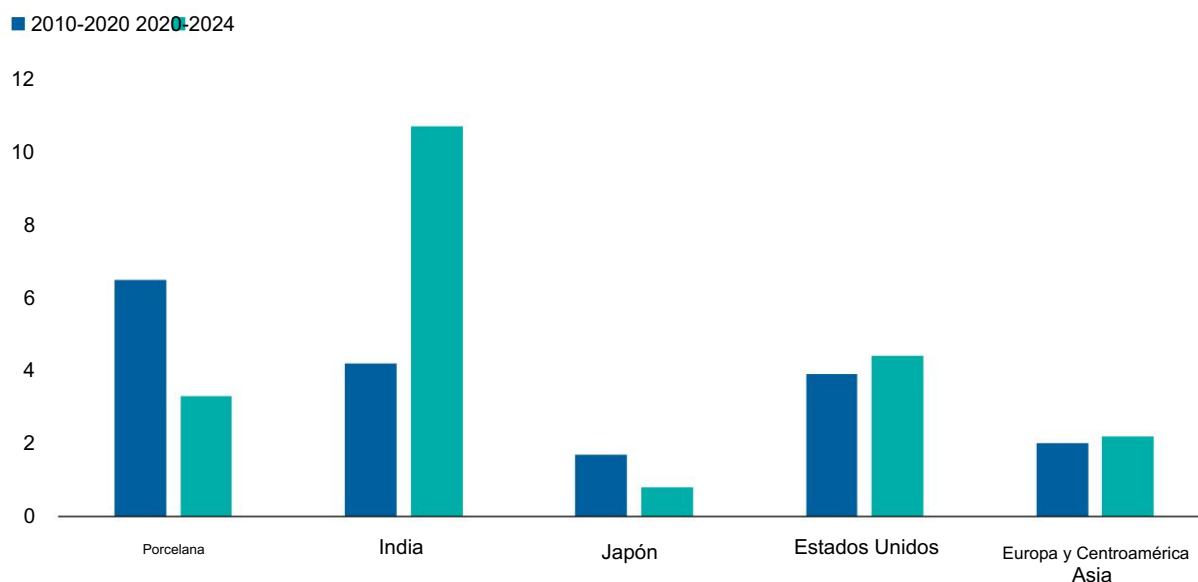
En resumen, las economías avanzadas se enfrentan a una fuerza laboral estancada o en disminución. Gigantes emergentes como China podrían ver su auge demográfico convertirse en una carga, mientras que el auge de la India debería continuar durante varias décadas.

Por lo tanto, a medida que disminuye el crecimiento de la oferta laboral, mejorar la productividad de la fuerza laboral se vuelve primordial.

## Capital

El capital se refiere al conjunto de activos producidos (máquinas, fábricas, infraestructura, tecnología, etc.) que utilizan los trabajadores. Una fuerte inversión en bienes de capital puede impulsar la capacidad de una economía, pero solo si dichas inversiones son productivas.

Formación bruta de capital; crecimiento real anual promedio (%)



Fuentes: Estadísticas oficiales de cada país, Organismos Nacionales de Estadística y/o Bancos Centrales; Archivos de datos de Cuentas Nacionales, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE); Estimaciones del personal técnico, Banco Mundial (BM). La formación bruta de capital incluye las adquisiciones menos las enajenaciones de activos producidos para la formación de capital fijo, inventarios u objetos de valor. Este indicador se expresa a precios constantes, lo que significa que la serie se ha ajustado para tener en cuenta las variaciones de precios a lo largo del tiempo. El año de referencia para este ajuste es 2015. Este indicador se expresa en dólares estadounidenses. Indicadores del Desarrollo Mundial, actualizados al 1 de julio de 2025.

Estados Unidos cuenta con una sólida trayectoria en la formación de capital, beneficiándose de políticas favorables a la inversión, mercados de capital profundos y enormes reservas de ahorro interno (fondos de pensiones, etc.) que se reinvierten en la economía. Gran parte de esta formación de capital se ha concentrado en áreas de mayor rentabilidad, en particular en tecnología, propiedad intelectual e investigación y desarrollo. Además, las empresas estadounidenses redistribuyen rápidamente su capital de aplicaciones de baja rentabilidad a aplicaciones de alta rentabilidad. Esta disposición a invertir en innovación ha expandido el capital productivo estadounidense, impulsando el crecimiento de su productividad.

En cambio, Europa ha invertido menos que Estados Unidos y una proporción menor se ha destinado a tecnología de mayor productividad y a activos intangibles.

Japón cuenta con un gran capital tras décadas de inversión en la posguerra, pero, al igual que su fuerza laboral, el crecimiento del capital japonés se ha desacelerado. Las empresas suelen acumular exceso de efectivo y han sido cautelosas en el gasto de capital desde el estancamiento de la década de 1990. Dicho esto, Japón aún invierte significativamente en...

automatización y equipos de fabricación avanzados, medidas necesarias dada la escasez de mano de obra.

La eficiencia del capital en Japón es mixta: ciertos sectores logran una productividad de clase mundial, como el automotriz y el electrónico, mientras que otros son menos productivos, incluidos los servicios públicos.

China ha sido un motor de inversión durante varias décadas, invirtiendo hasta el 40% de su PIB en formación de capital, principalmente en fábricas, bienes raíces e infraestructura. Si bien inicialmente tuvo éxito, ahora se han observado rendimientos decrecientes, como lo demuestra la infrutilización de bienes raíces e infraestructura. Cabe destacar también que el modelo de asignación de capital generalmente ha sido impulsado por el Estado. En ocasiones, esto ha llevado a un dominio global, como por ejemplo, en el caso de los paneles solares y los vehículos eléctricos. Sin embargo, esto también podría obstaculizar la redirección del capital hacia usos más eficientes e innovadores.

La inversión en India ha aumentado hasta alcanzar cerca del 30% del PIB, pero la eficiencia del uso del capital varía considerablemente. Se han logrado grandes avances en infraestructura digital, como la conectividad móvil y los pagos digitales, pero también existen sectores descapitalizados, como la agricultura y las empresas informales.

En resumen, no sólo importa cuánto invierte un país, sino también cuán bien se hacen esas inversiones.

Estados Unidos ha liderado el mundo en calidad y dinamismo del capital. Europa tiene la oportunidad de recuperarse financiando sus transiciones ecológica y digital, mientras que Japón necesita invertir en innovación para superar su déficit de mano de obra. China debe mejorar la eficiencia del capital a medida que su modelo anterior se debilita, e India debe desarrollar infraestructura para aprovechar su dividendo demográfico.

## Crecimiento futuro de la productividad

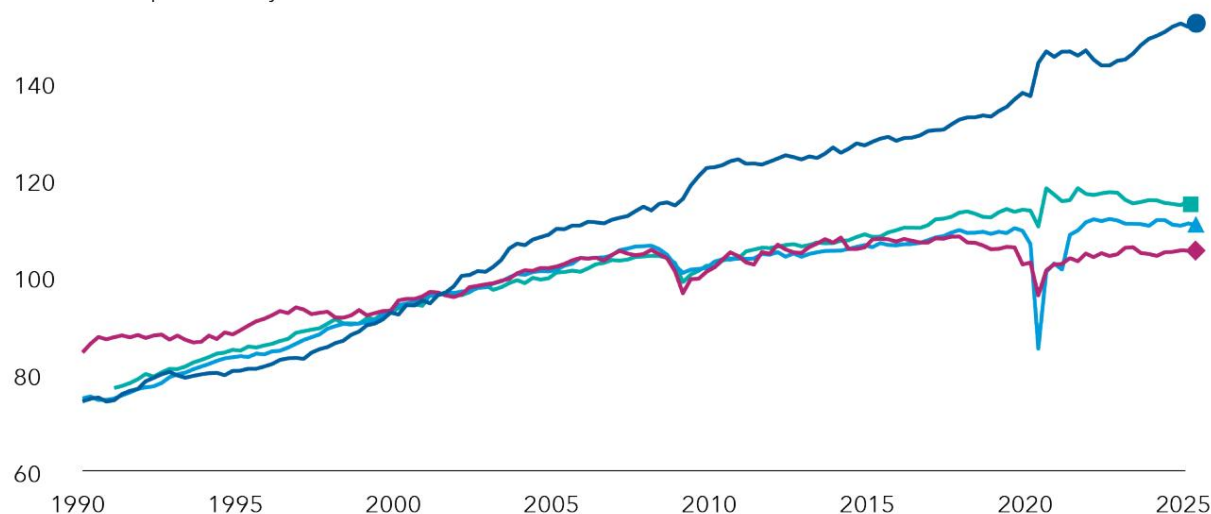
Comencemos con una breve reflexión sobre las tendencias históricas de la productividad.

- Estados Unidos. Este país se ha beneficiado de un sólido crecimiento de la productividad desde fines del siglo XX, cuyos factores clave fueron la innovación, la rápida adopción de tecnología y la reasignación flexible de mano de obra y capital.
- Europa. Tras el auge de la productividad de la década de 1960, Europa ha enfrentado una caída de la productividad, especialmente desde la crisis financiera mundial. Las razones incluyen una menor inversión en tecnología, rigideces estructurales en los mercados laborales y de productos, y una regulación excesiva.
- Japón. Japón registró las tasas de crecimiento de productividad más altas entre 1950 y 1970, pero desde entonces ha mostrado una debilidad persistente. Si bien el sector manufacturero aún presenta fortalezas, Japón necesita invertir en IA y digitalización para aumentar su productividad.
- China. China experimentó espectaculares aumentos de productividad durante su transición de una economía agraria a una manufacturera. Sin embargo, estos aumentos han disminuido y el crecimiento futuro de la productividad dependerá de la innovación y las mejoras en la eficiencia.
- India. Tras décadas de baja productividad, India ha experimentado mejoras en la era de las reformas que comenzó en la década de 1990, impulsadas por el sector de las tecnologías de la información y el salto digital que permitió el uso de internet y la identificación digital. Un mayor progreso dependerá de la eliminación de la burocracia y la reforma de la economía rural.

Estados Unidos ha sido líder en productividad

● US ■ Germany ◆ Japan ▲ UK

160 Labour productivity benchmarked to 2001



Al 20 de agosto de 2025. Fuentes: Capital Group, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., Banco Central Europeo, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina de Estadísticas Nacionales del Reino Unido, Haver Analytics.

Es probable que la productividad futura esté determinada principalmente por los avances tecnológicos, con la IA a la vanguardia del debate tecnológico.

### La inteligencia artificial como motor de la productividad

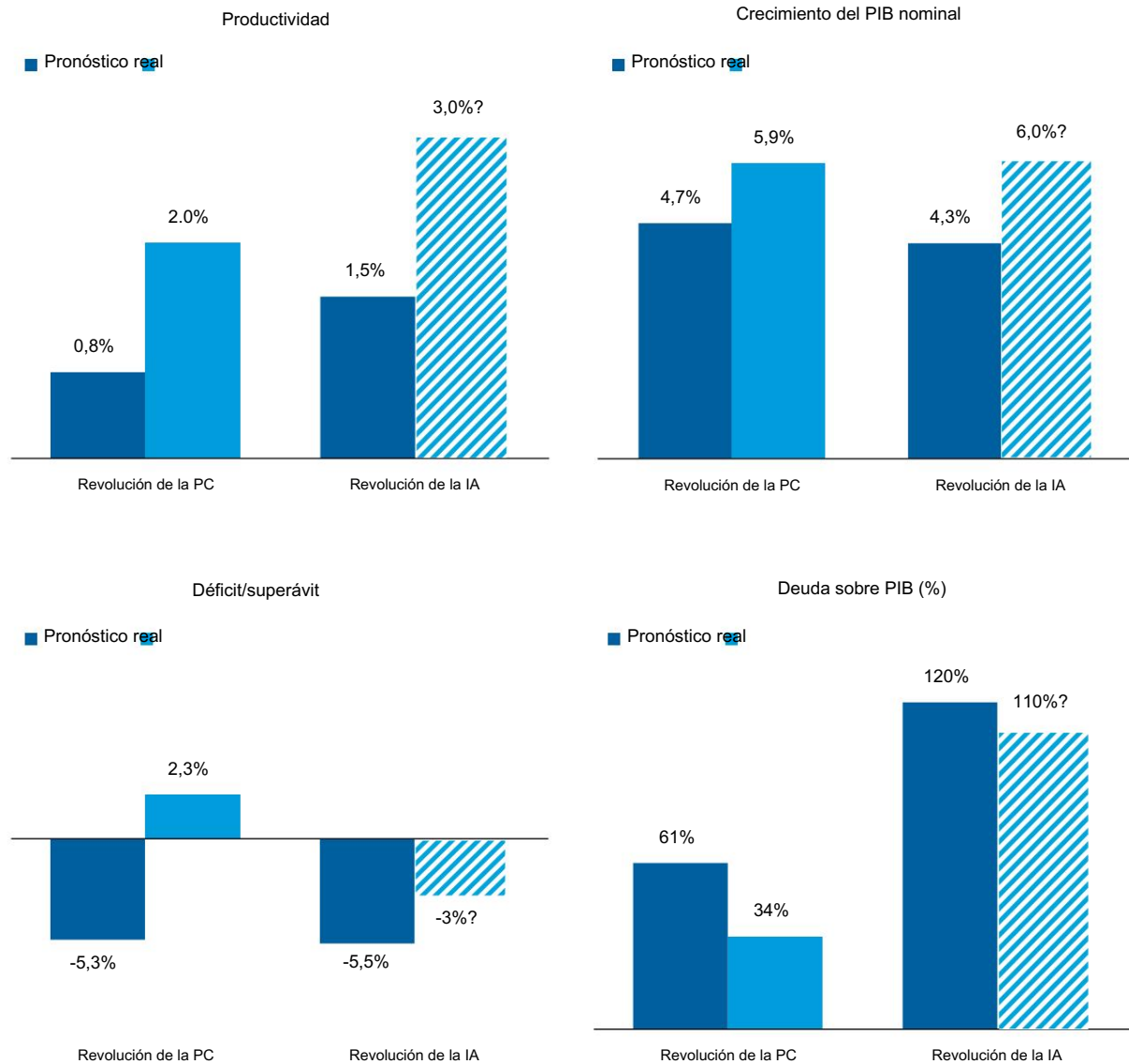
A lo largo de la historia, han surgido varios avances tecnológicos como Tecnologías de Propósito General (TPG), que han transformado múltiples industrias y aumentado sustancialmente la productividad en todos los países. Por ejemplo, la máquina de vapor revolucionó el transporte y la manufactura, la electricidad transformó la industria y los hogares, el motor de combustión interna revolucionó el transporte, los semiconductores crearon las computadoras e internet transformó todos los aspectos de la vida comercial y personal.

Una característica de todas estas tecnologías fue que, si bien los beneficios iniciales correspondían al inventor y a los países con capacidad para invertir en infraestructura, con el tiempo se difundieron por toda la economía global, generando beneficios para todos. Sin embargo, el ritmo de difusión varió significativamente según la tecnología y el país.

Otra característica de estas tecnologías es que, en general, se subestimó su impacto final, como lo demuestra el siguiente estudio de caso sobre la revolución de la informática personal (PC). Las estimaciones iniciales del crecimiento de la productividad y otras medidas económicas importantes fueron demasiado cautelosas en comparación con las ganancias que finalmente se materializaron.

Una pregunta crucial es si estamos cometiendo el mismo error hoy. Trasladar el margen de error de la década de 1990 a las estimaciones actuales define un escenario positivo para el crecimiento y que también podría tener un impacto favorable en la trayectoria de la deuda de EE. UU. y, potencialmente, otros países.

¿Estamos subestimando el impacto de la IA como lo hicimos en la era de la PC?



Los resultados pasados no garantizan resultados futuros. Las previsiones son solo ilustrativas.

Para la revolución de la PC: los pronósticos se refieren a los realizados en 1993 para el año 2000 frente a los resultados reales en 2000.

Para IA: Los pronósticos son los realizados en 2025 para 2032. Las cifras "reales" de IA se calculan aplicando el mismo margen de error de la era de la PC.

Datos a junio de 2025 y solo para EE. UU. Fuentes: Philip Laffont, CBO, OMB, Capital Group

Para determinar si la IA tendrá un impacto similar, es necesario abordar tres preguntas clave:

- ¿La IA impulsará la productividad a nivel global o se concentrará en unos pocos ganadores de IA?
- ¿Cómo afectarán los factores culturales y estructurales la adopción de la IA?
- ¿Cómo afectará la IA a los mercados laborales?

¿La IA proporcionará un impulso generalizado a la productividad a nivel mundial o servirá como una ventaja estratégica concentrada en ciertos países, especialmente Estados Unidos y China?

Vemos tres escenarios potenciales.

- GPT ampliamente difundido. La IA puede aumentar la productividad en muchos países a medida que se adopta en diversas aplicaciones, lo que genera una nueva ola de crecimiento de la productividad mundial, ayudando incluso a las sociedades envejecidas a mitigar la escasez de mano de obra y permitiendo que las economías en desarrollo se salten etapas de desarrollo.
- Beneficio concentrado. Los beneficios de la IA se acumulan en unas pocas naciones líderes, en particular EE. UU. y China, que actualmente lidera la investigación y el desarrollo de IA, concentra la mayor parte de la financiación de startups de IA, el talento más destacado y la mayor producción de investigación. Al considerar estos recursos como activos estratégicos, Estados Unidos y China podrían obtener una parte desproporcionada de las ganancias económicas de la IA, ampliando aún más la brecha entre ellos y otras economías.
- Disrupción estratégica. El país que "gana" en IA, por ejemplo, al ser el primero en lograr...  
La Inteligencia General Avanzada (AGI) podría utilizar esto como un recurso estratégico, compartiéndolo sólo con sus aliados.

Un resultado muy probable podría ser que la IA se convierta en una Tecnología de Propósito General (TPG), pero con una implementación desigual. Por ejemplo, EE. UU. y China podrían ser los primeros en adoptar la IA a gran escala, pero otras naciones se beneficiarían con un retraso (p. ej., Europa) o en áreas específicas (p. ej., Japón en robótica o cuidado de personas mayores, India en su dinámico sector tecnológico).

¿Cuán equitativa será la adopción de la IA en los distintos sectores y regiones? ¿Qué factores culturales o estructurales podrían provocar una adopción desigual?

Varias encuestas publicadas al momento de redactar este informe indican diferencias significativas en la tasa de adopción de la IA por parte de las empresas. Las empresas tecnológicas, financieras y minoristas estadounidenses y chinas reportan una adopción bastante alta, pero la adopción es más cautelosa en otros sectores y países. Factores culturales y estructurales influyen.

- Cultura corporativa y apetito de riesgo: la cultura empresarial estadounidense tiende a "moverse rápido y romper cosas", adoptar incluso las nuevas tecnologías imperfectas. En Europa, una cultura más reacia al riesgo y leyes de privacidad más estrictas hacen que las empresas sean más cautelosas con la IA. La cultura japonesa prioriza la precisión, lo que podría retrasar el despliegue de la IA hasta que se demuestre su seguridad y fiabilidad.
- Flexibilidad del mercado laboral: los países con leyes laborales flexibles (por ejemplo, EE. UU. y el Reino Unido) pueden adoptar la automatización se facilita porque las empresas pueden reasignar o despedir a sus trabajadores si es necesario. En países con protecciones laborales rígidas, como Francia y España, las empresas podrían ser más lentas en automatizar, sabiendo que no pueden adaptar fácilmente su fuerza laboral. Por otro lado, una grave escasez de mano de obra, como en Japón, podría forzar la automatización a pesar de una ética conservadora, simplemente porque, de lo contrario, no hay suficientes trabajadores.
- Infraestructura digital: para utilizar IA avanzada, las empresas necesitan datos y procesos digitales.  
Las regiones que ya han experimentado una transformación digital (por ejemplo, EE. UU. y partes de Asia) están mejor posicionadas.
- Estrategia gubernamental: El gobierno chino impulsa explícitamente la adopción de la IA mediante iniciativas como la Directiva 2025 del Consejo de Estado de China sobre el Avance de la Iniciativa IA+ y siendo un cliente prioritario y entusiasta para ámbitos como la IA de vigilancia. Este impulso descendente implica que incluso los sectores más tradicionales deben experimentar con la IA. En Europa, los reguladores se centran más en los límites de la IA (proteger la privacidad, etc.) que en su adopción, lo que posiblemente ralentice su implementación. Estados Unidos ha optado por una vía intermedia hasta la fecha. Ha permitido que el sector privado lidere la regulación, principalmente en forma de principios o directrices futuras. Por ejemplo, la orden ejecutiva estadounidense sobre IA de 2023 fomenta la innovación segura sin normas restrictivas.

¿Cuáles son las implicaciones de la IA para el empleo y los mercados laborales? ¿Aumentará principalmente la productividad de los trabajadores humanos o los reemplazará?

En resumen, ¿la IA le quitará trabajo a los humanos o hará que los trabajos sean más productivos?

Históricamente, la tecnología creó nuevos empleos al mismo tiempo que destruyó otros. Por ejemplo, mientras los cajeros automáticos trabajaban, los bancos respondieron abriendo más sucursales, cada una con menos personal enfocado en funciones más productivas. En el caso de la IA, puede crear roles completamente nuevos en la IA.

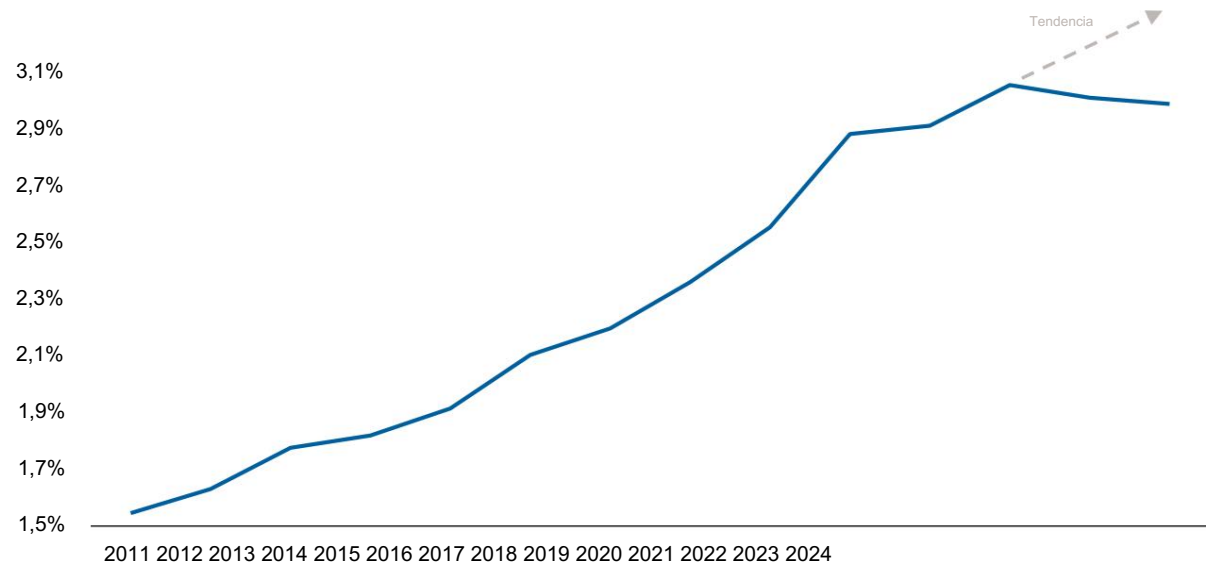
industria, por ejemplo, entrenadores de modelos de IA, mantenimiento de IA, nuevos productos impulsados por IA, etc. También puede aumentar la demanda en ciertas ocupaciones: si la IA hace que un médico sea un 20% más eficiente, se tratarán más pacientes, lo que aumentará la demanda de servicios médicos y trabajos de salud afines.

Históricamente, a menudo ha habido un desfase temporal entre la destrucción de antiguos empleos y la creación de otros nuevos, y hay indicios de que la IA podría estar acelerando el ritmo al que la tecnología está desplazando la mano de obra.

La evidencia preliminar también sugiere que la IA podría conducir al desplazamiento de trabajadores existentes, y el empleo en el sector de TI en los EE. UU. comienza a mostrar una marcada desviación por debajo de su tendencia a largo plazo.

La participación del empleo tecnológico ha disminuido por debajo de la tendencia

Participación del sector tecnológico en el empleo total



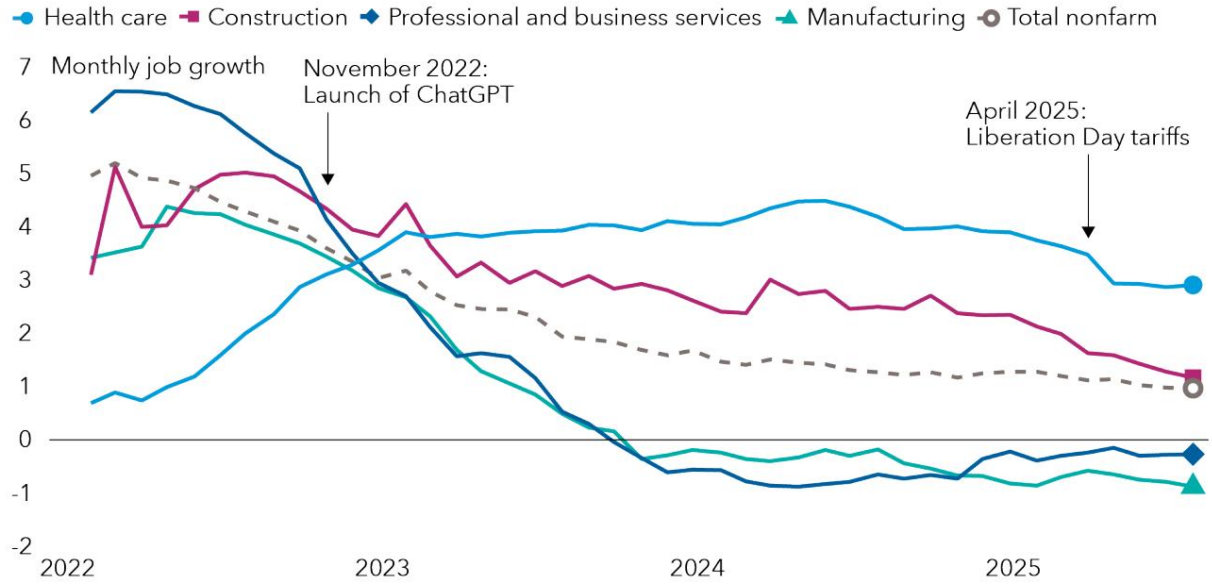
Al 31 de diciembre de 2024. Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., Haver Analytics, Goldman Sachs Research

Nota: Tecnología se refiere a los subsectores de editores de software, procesamiento de datos y relacionados, búsqueda web y relacionados, y diseño de sistemas informáticos.

Un análisis más granular muestra cómo la aceleración de la IA ha coincidido con cambios bruscos en la trayectoria laboral de segmentos que anteriormente gozaban de gran impulso, como la infraestructura informática y los servicios de Internet.

Además, hay evidencia emergente de un comportamiento similar en varias otras industrias donde las anécdotas apuntan a la adopción de IA.

Los empleos están cambiando en medio de la adopción de IA

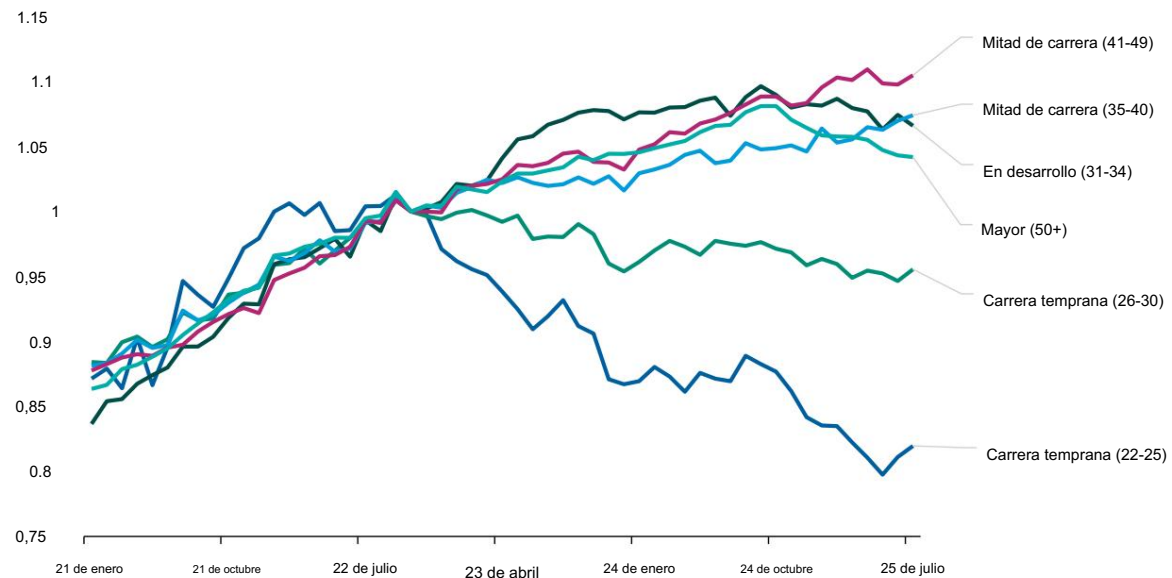


Al 1 de agosto de 2025. Fuentes: Capital Group, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU.

Un estudio reciente de Stanford identificó una tendencia más matizada que muestra que, en trabajos expuestos a IA, los trabajadores más jóvenes experimentaron una disminución en el empleo desde la llegada de ChatGPT, mientras que los trabajadores de mayor edad vieron un aumento constante del empleo.

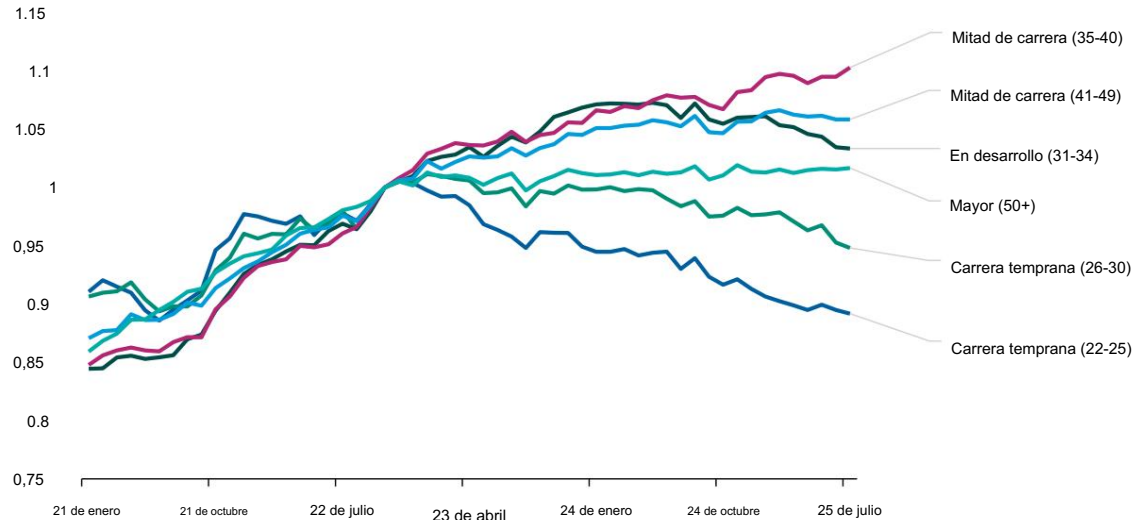
La disminución de la plantilla es más pronunciada en las cohortes más jóvenes

Cambio en la plantilla de desarrolladores de software por edad



Al 1 de julio de 2025. Fuente: Universidad de Stanford. Cambios en el empleo a lo largo del tiempo, normalizados a 1 en octubre de 2022.

Cambio en la plantilla de representantes de servicio al cliente por edad



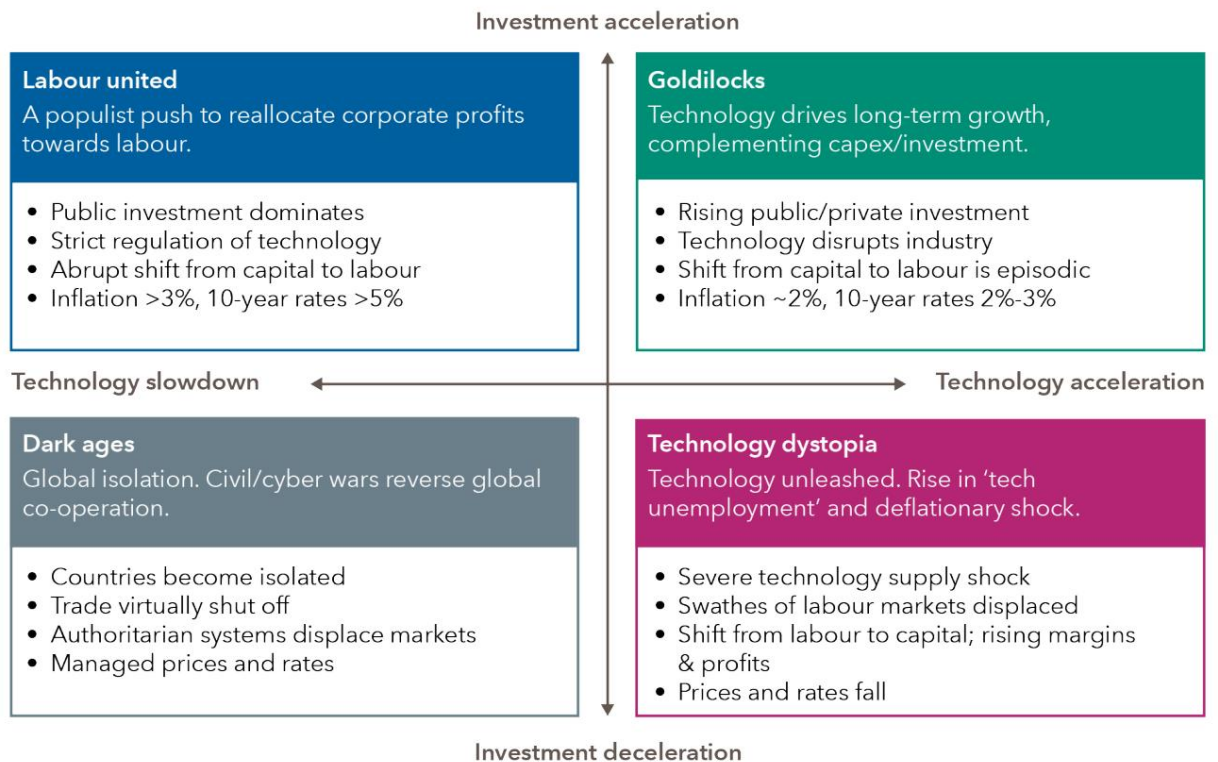
Al 1 de julio de 2025. Fuente: Universidad de Stanford. Cambios en el empleo a lo largo del tiempo, normalizados a 1 en octubre de 2022.

En resumen, en roles desempeñados por trabajadores menos experimentados, es más probable que la IA tome su trabajo, mientras que en roles desempeñados por trabajadores más experimentados, la IA lo ayuda con su trabajo.

Sin embargo, existen dudas sobre si estas tendencias recientes se deben necesariamente al impacto de la IA. Por ejemplo, el análisis de los anuncios de despidos revela que muy pocos mencionan la IA como motivo.

En cualquier caso, la pregunta crucial es qué sucederá a continuación. Vemos varios escenarios posibles.

Mapeando el impacto futuro de la IA: inversión vs. tecnología



Sólo con fines ilustrativos.

A julio de 2025. Fuente: Capital Group

Un factor decisivo es si la tecnología y la inversión avanzan en sintonía. La inversión permite la creación de nuevos puestos, muchos de los cuales podrían estar basados en la IA. La tecnología es, en parte, la capacidad de vanguardia de la IA, por ejemplo, el progreso hacia la Inteligencia Artificial General (IAG), pero también la capacidad de la IA para aprender a realizar nuevas tareas para apoyar a un trabajador en un puesto específico. Esta tasa de aprendizaje probablemente será mayor en puestos basados en el conocimiento, en lugar de en el juicio o el servicio, por ejemplo, tecnología, escritura, derecho o medicina.

Si la tecnología avanza más rápido que la inversión, podría generar un importante shock de oferta. Perturbarán el mercado laboral pero proporcionarán un importante impulso a la productividad en ciertos sectores orientados a la tecnología.

Sin embargo, esto también conduciría a un cambio en la asignación de las ganancias económicas, que se alejaría del trabajo y se dirigiría al capital. En resumen, si una empresa tecnológica logra despedir a cuatro de sus cinco ingenieros, la empresa y los ingenieros restantes se beneficiarán, pero los otros cuatro ingenieros, por supuesto, tendrán dificultades. El consiguiente aumento del desempleo afectaría a los sectores de consumo y servicios. También afectaría...

los ingresos fiscales del gobierno y la necesidad de gastar en servicios públicos como educación y atención sanitaria.

Sin embargo, si los avances tecnológicos se quedan atrás de la inversión, la economía tiene tiempo para desarrollar nuevas aplicaciones tecnológicas, lo que permite la continuidad del empleo productivo en los mercados laborales. Esto probablemente conduciría a una transferencia de las ganancias económicas del capital al trabajo.

El resultado de Ricitos de Oro es aquel en el que la tecnología y las inversiones avanzan juntas.

¿Cuál es el escenario más probable? Actualmente, se invierten más de 2 billones de dólares en el desarrollo de la IA, lo que hace que nuestros escenarios de «unión laboral» y «Ricitos de Oro» sean los más probables.

Otra cuestión clave para la inversión es si la revolución de la IA seguirá el mismo camino que las innovaciones tecnológicas anteriores, según la definición de la economista Carlota Pérez. Ella cree que toda revolución tecnológica tiene dos fases:

1. Instalación: centrada en el lugar donde se construye la infraestructura, por ejemplo, rieles para los ferrocarriles, servidores y Infraestructura de red para Internet.
2. Implementación: aplicación e implementación, por ejemplo, el desarrollo de la parte occidental de los EE. UU. en la era del ferrocarril, la adopción de iPhones, redes sociales, viajes compartidos, etc. en la era de Internet y la telefonía móvil.

También destacó que el punto de inflexión casi siempre ha estado marcado por una crisis financiera y una recuperación. En resumen, los auges tienden a generar más infraestructura de la necesaria, mientras que las crisis contribuyen a restablecer el desarrollo productivo.

Sin embargo, creemos que la revolución tecnológica de la IA podría seguir un camino diferente. Al basarse en el conocimiento humano existente, tiene el potencial de ser productiva incluso durante la fase de instalación.

# 2

## La cuenta corriente: más que sólo comercio



### Puntos clave

Impulsada por preocupaciones económicas y de seguridad nacional, la Administración estadounidense intenta corregir desequilibrios comerciales fundamentales mediante su política arancelaria. Si bien estos esfuerzos han generado volatilidad en los mercados, los intentos de abordar los desequilibrios comerciales y de capital no son nuevos. Históricamente, estas medidas han tenido un éxito limitado.

- Los esfuerzos actuales para reordenar el comercio global, si tienen éxito, podrían tener implicaciones significativas para los flujos de capital y los precios de los activos globales.
- Más allá de los flujos de capital, hay evidencia de que la incertidumbre en torno a las políticas comerciales y de seguridad está acelerando la cooperación entre el resto del mundo y motivando a los gobiernos a buscar una mayor autosuficiencia económica.

### Qué ver

En medio del flujo de noticias impulsado por las políticas, ¿qué rutas y acuerdos comerciales se están fortaleciendo? La ampliación de las cadenas de suministro más allá de China podría beneficiar a diversas economías del Sudeste Asiático, América Latina, Europa e India.

- Los países con grandes reservas de ahorro invertidas en el extranjero podrían encontrar más oportunidades para invertir internamente. Taiwán y Alemania ya han dado muestras de ello. ¿Quiénes más podrían seguir su ejemplo?
- El mayor estímulo fiscal de Europa tiene como objetivo impulsar un mayor crecimiento a partir del consumo interno, en lugar de las exportaciones. Una mayor autonomía económica y estratégica podría hacer a Europa más resiliente, en particular si las inversiones estimulan la innovación, están distribuidas geográficamente y se extienden a otras industrias como las finanzas y la energía.

## Introducción

El reequilibrio del sistema actual para reducir la brecha entre los países con déficit o superávit comercial tendría múltiples impactos macroeconómicos y de mercado potenciales, entre ellos:

- Reducción del valor del dólar estadounidense frente a otras monedas
- Reducir el ahorro extranjero históricamente reciclado en activos estadounidenses
- Repatriación de flujos de cartera fuera de EE.UU.
- Cambios en los patrones de inversión extranjera directa (IED)
- Cambios en las alianzas políticas, geopolíticas y comerciales.

La historia nos muestra que Estados Unidos no ha logrado resolver los desequilibrios fundamentales de la cuenta corriente en intentos anteriores. Los esfuerzos por lograrlo han debilitado el dólar estadounidense y, en algunos casos (aunque no siempre), han impulsado reformas económicas en otras regiones, fortaleciendo los fundamentos económicos en otras regiones.

Una vez más, se están llevando a cabo intentos para reequilibrar la cuenta corriente estadounidense. Algunas de las políticas en consideración son controvertidas y, si bien el riesgo de implementación es bajo, las consecuencias para los mercados podrían ser graves.

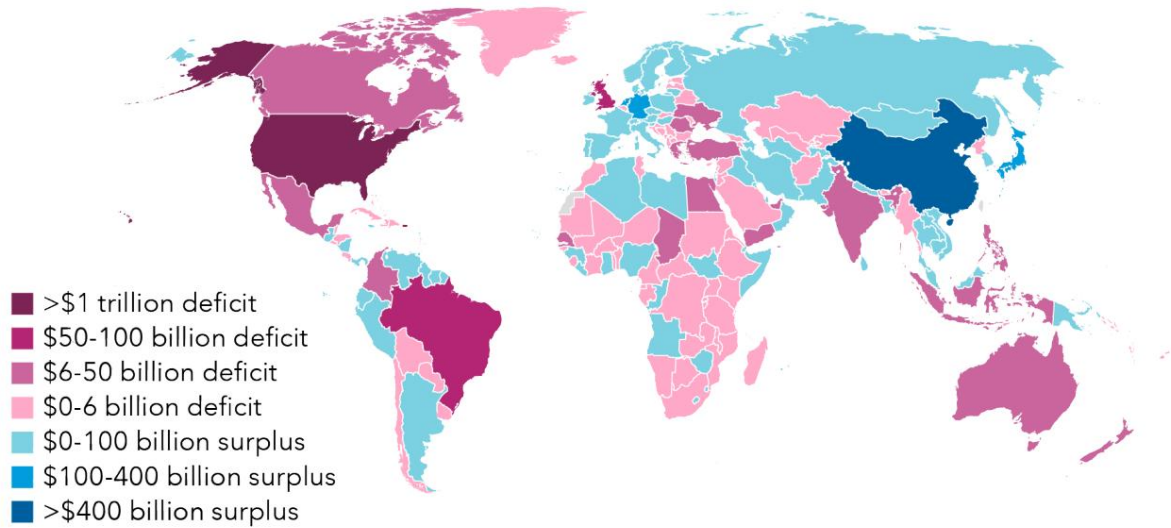
Podemos empezar a reconstruir posibles escenarios futuros observando tres cambios que ya están en marcha:

1. Repatriación de flujos de cartera que genera repuntes en la moneda local y el mercado de valores. Como ejemplo, consideremos Taiwán en mayo de 2025.
2. Cambios a largo plazo en los flujos de IED
  - La IED está cada vez más impulsada por la geopolítica más que por la eficiencia de los costos.
  - Las exportaciones de China están ascendiendo en la cadena de valor, acelerando las oportunidades de exportación para los mercados emergentes fuera de China en sectores que son menos vulnerables a las políticas proteccionistas.
  - La inversión estadounidense es cada vez más nacional, mientras que otras regiones están fortaleciendo sus vínculos con entre sí.
3. El gasto fiscal está aumentando en Europa

## Los flujos comerciales y de capital están fundamentalmente vinculados

Una de las principales motivaciones del régimen arancelario de la administración estadounidense es abordar su desequilibrio comercial con el resto del mundo. Estados Unidos tiene el mayor déficit por cuenta corriente del mundo, mientras que países como China, Alemania y Japón ostentan importantes superávits por cuenta corriente.

Posiciones de cuenta corriente global (en dólares estadounidenses)



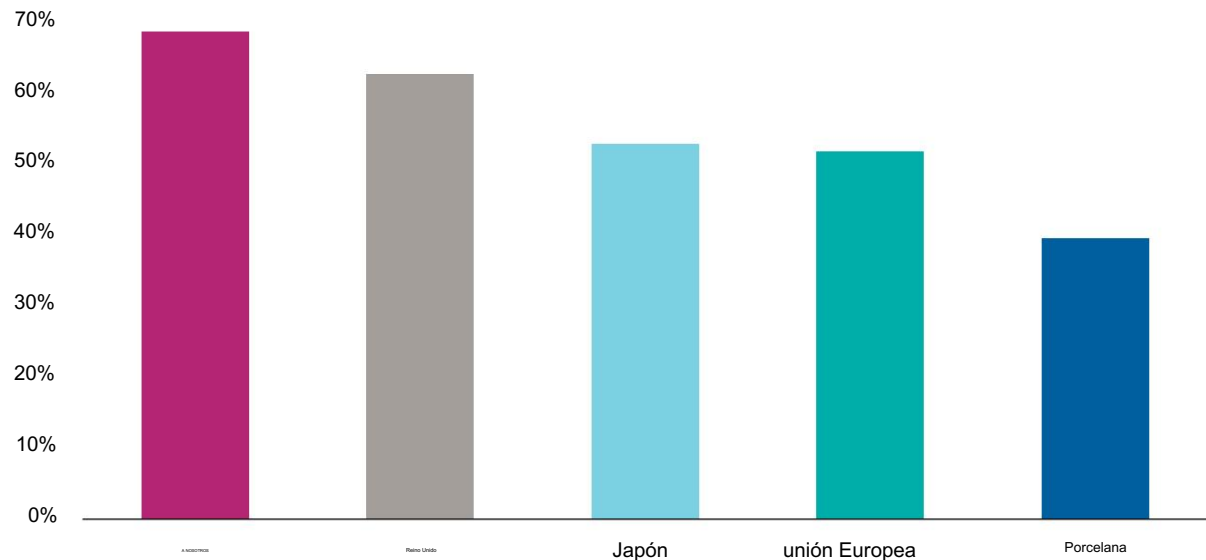
Fuente: Banco Mundial. Datos disponibles a diciembre de 2024.

Un déficit en cuenta corriente, por sí solo, proporciona información limitada sobre la salud de una economía. En el caso de Estados Unidos, indica que el país importa más bienes y servicios de los que exporta. Sin embargo, un superávit en cuenta corriente no refleja necesariamente la fortaleza económica, ya que puede sugerir una alta dependencia económica de las exportaciones y una inversión insuficiente en el crecimiento interno o una falta de consumo interno.

Estados Unidos es una economía impulsada por el consumo que demanda bienes de todo el mundo, especialmente de México, China y Canadá.

Estados Unidos es una economía impulsada en gran medida por el consumo.

Consumo privado (% del PIB)



Datos de EE. UU., EE. UU. y UE a diciembre de 2024. Datos de Japón a septiembre de 2024. Datos de China a diciembre de 2023. Fuente: ceicdata.com

Comparación de las exportaciones chinas con las importaciones estadounidenses



Al 31 de diciembre de 2024. Fuente: Base de datos COMTRADE de las Naciones Unidas.

Un aspecto clave de los países con superávits en cuenta corriente es lo que hacen con su exceso de ahorro proveniente del comercio.

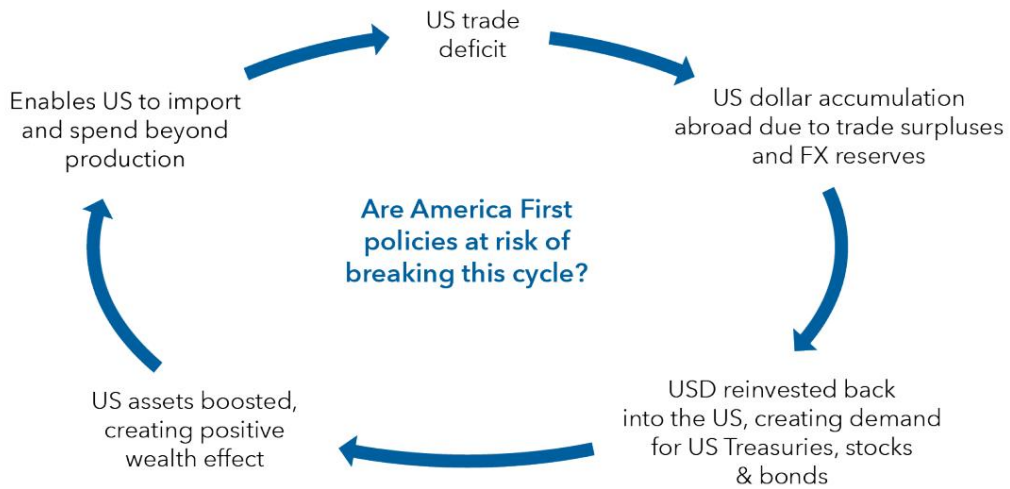
En muchos países, el exceso de ahorro proveniente de las exportaciones se reinvierte en activos estadounidenses, principalmente en bonos del Tesoro, y cada vez más, en los últimos años, en los mercados de valores estadounidenses. Los países con un superávit neto de ahorro compran activos estadounidenses principalmente por tres razones:

- Fines comerciales (la mayor parte del comercio mundial se liquida en dólares estadounidenses)
- Rentabilidad de la inversión (el mercado estadounidense ofrece un mercado financiero profundo, líquido e históricamente estable en el que invertir).
- Reservas de divisas (para estabilizar las monedas y proporcionar liquidez)

A partir de junio de 2025, los inversores extranjeros poseen el 18% del mercado de valores estadounidense, el 32% del mercado de bonos del Tesoro estadounidense y el 28% de los bonos corporativos estadounidenses, según datos de la Reserva Federal de San Luis. La persistente demanda de activos estadounidenses en las últimas décadas ha otorgado a Estados Unidos la condición de refugio seguro y la flexibilidad en la balanza de pagos, con la capacidad de gestionar estos grandes déficits. Sin embargo, no hay garantía de que esta situación continúe.

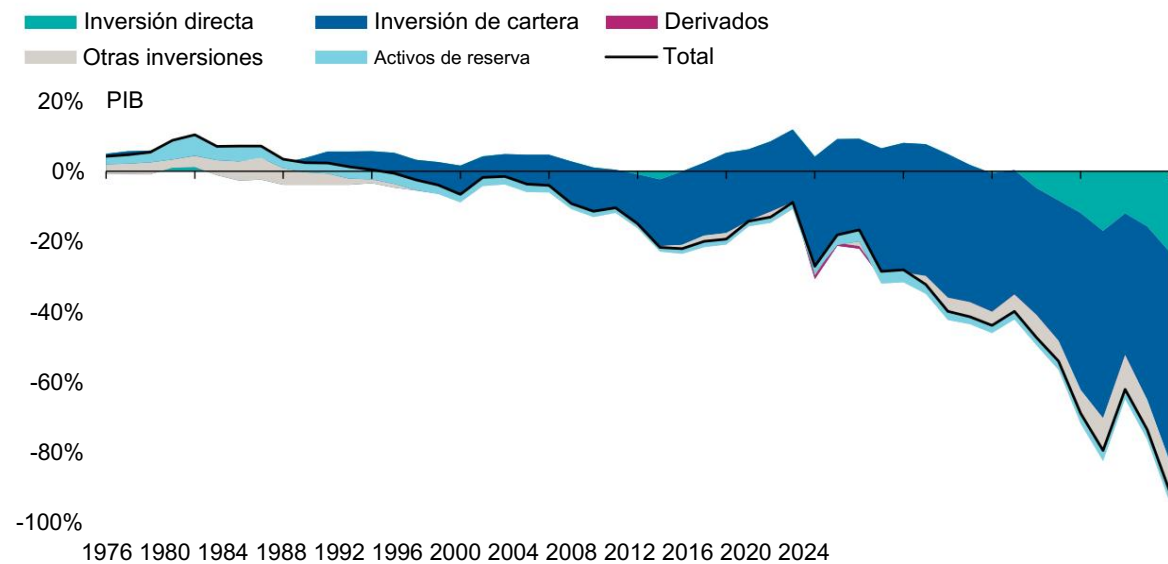
El reciclaje global de dólares estadounidenses impulsa un sistema que se refuerza a sí mismo

Los flujos comerciales y de capital determinan conjuntamente la balanza de pagos general, aunque existe desacuerdo entre los economistas sobre la causalidad. Lo que está claro es que un déficit persistente en cuenta corriente implica que Estados Unidos gasta más de lo que gana, y la historia sugiere que esto no puede continuar indefinidamente.



Las propiedades de este ciclo que se refuerzan a sí mismas han permitido a Estados Unidos mantener a bajo costo una posición de inversión internacional neta (PIIN) profundamente negativa, lo que significa que los extranjeros poseen más activos estadounidenses que los estadounidenses activos extranjeros.

Posición de inversión internacional neta de Estados Unidos (porcentaje del PIB)



Al 31 de diciembre de 2024. Fuente: Oficina de Análisis Económico

El deterioro de la inversión pública neta de Estados Unidos durante la última década es sorprendente. ¿A qué se debe este deterioro?

Un aumento en los flujos financieros extranjeros hacia activos estadounidenses ha sido un factor determinante. Sin embargo, otros dos factores han sido mucho más significativos: la valoración relativa de la moneda (un ciclo fuerte del dólar estadounidense) y las valoraciones relativas de los activos (sólidos mercados de valores estadounidenses frente al resto del mundo). De hecho, los efectos de la valoración y la divisa han impulsado la mayor parte del aumento en el posicionamiento extranjero. Desde 2008, las tenencias de extranjeros en acciones estadounidenses crecieron en US\$15,7 billones, y las entradas netas representaron solo US\$1,7 billones de este aumento. A partir de 2019, las tenencias aumentaron US\$9,8 billones, con solo US\$1,1 billones provenientes de entradas (datos de BEA). La posición neta de capital de EE. UU. se volvió negativa en 2020, tras un cambio en la IED a territorio negativo en 2018. Desde entonces, ambos han disminuido aún más, lo que indica que los extranjeros ahora poseen más acciones y activos comerciales estadounidenses que los estadounidenses en el extranjero.

Dados los desequilibrios y las propiedades autorreforzantes de este sistema, existe una gran cantidad de capital extranjero que fluye hacia un mercado estadounidense de alto valor. Si este patrón se desacelerara o el capital extranjero se trasladara a otros lugares a medida que cambian las relaciones comerciales, las implicaciones para los precios de los activos, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, podrían ser profundas.

## ¿Qué podemos aprender de la historia?

La velocidad con la que la actual administración está intentando reordenar las relaciones comerciales globales ha creado volatilidad en los mercados, pero es importante recordar que los intentos de abordar los desequilibrios comerciales y de capital no son nuevos.

Se han realizado numerosos intentos para resolver el déficit y los desequilibrios comerciales de Estados Unidos, incluyendo la decisión de poner fin a la vinculación del dólar estadounidense al oro y el Acuerdo del Plaza de 1985. Si bien hubo impactos indirectos que obligaron a muchos países a mejorar sus sistemas financieros con sistemas bancarios más sofisticados, regulaciones más estrictas, mayor disciplina fiscal, bancos centrales independientes y un mejor control de la inflación, ninguna de estas medidas resolvió los desequilibrios comerciales globales subyacentes. Estados Unidos no ahorra lo suficiente para financiar su gasto interno, mientras que otros países, en particular Suiza, Alemania y Japón, ahorran más de lo que gastan.

Se están produciendo cambios, impulsados por la política estadounidense

Es difícil saber en última instancia qué pretende la administración estadounidense, pero discursos clave como el de Trump en el Día de la Liberación, las políticas de "Estados Unidos Primero" y otras medidas hasta la fecha sugieren que la administración se centra en reducir el déficit comercial, reequilibrar la posición negativa de inversión internacional y hacer que los países extranjeros paguen por la protección económica y de seguridad de Estados Unidos. Esto refleja un cambio hacia un enfoque más mercantilista de la política económica y exterior internacional.

El gobierno ha sido claro sobre su intención de utilizar el dólar estadounidense como herramienta, debilitándolo para impulsar las exportaciones estadounidenses, reducir el déficit comercial y apoyar las políticas nacionales de reindustrialización. Los aranceles amplios y las negociaciones comerciales bilaterales son la herramienta preferida para abordar el déficit comercial, obligando a los países con superávit a comprar más productos estadounidenses, como armas, gas natural licuado (GNL) y productos agrícolas, a la vez que se aumentan los ingresos públicos.

El secretario del Tesoro, Scott Bessent, y el miembro de la junta de la Reserva Federal, Stephen Miran, han sugerido un posible Acuerdo de Mar-A-Lago, que replicaría el Acuerdo del Plaza negociado por la administración Reagan a mediados de la década de 1980. El Acuerdo no es un acuerdo formal, sino un marco conceptual. Se trata de un conjunto de políticas menos convencionales propuestas por la administración Trump para abordar los persistentes desequilibrios comerciales. Trump, Scott Bessent y Stephen Miran argumentan que los déficits comerciales se deben a que los países con superávit (por ejemplo, China, Alemania y Japón) exportan capital excedente a Estados Unidos.

Afirman que este desequilibrio puede abordarse con medidas no convencionales. Por ejemplo, Estados Unidos podría exigir a sus aliados bajo su paraguas de seguridad (p. ej., Japón) que intercambien sus tenencias de bonos del Tesoro estadounidense por bonos con interés cero a 100 años. Como alternativa, Estados Unidos podría restablecer las retenciones de impuestos extranjeros sobre los ingresos por intereses, una política vigente antes de 1984. Otra propuesta es un esfuerzo de mayor cooperación bajo el liderazgo estadounidense, en el que China y la UE (entidades con superávit) y Estados Unidos y el Reino Unido (naciones con déficit) acuerden impulsar o reducir el consumo, respectivamente. Bessent también ha sugerido la formación de una «coalición de los dispuestos», que incluya a países como Japón y algunas naciones de Oriente Medio, para estimular la demanda de bonos del Tesoro estadounidense a largo plazo, contribuyendo así a contener los tipos de interés a largo plazo y, al mismo tiempo, impulsar las iniciativas comerciales.

Estas políticas de cuenta de capital menos convencionales, junto con aranceles más altos, podrían conducir a un escenario de reequilibrio desordenado, que podría derivar en una mayor inflación y un crecimiento más lento en Estados Unidos, y/o un deterioro gradual de la confianza en EE. UU. como refugio seguro y destino de inversión. Con muchos mercados globales cotizando actualmente en máximos históricos, parece que estos riesgos no se están incorporando a los precios de los mercados.

## ¿Qué podría significar un reequilibrio centrado en “Estados Unidos Primero” para el resto del mundo?

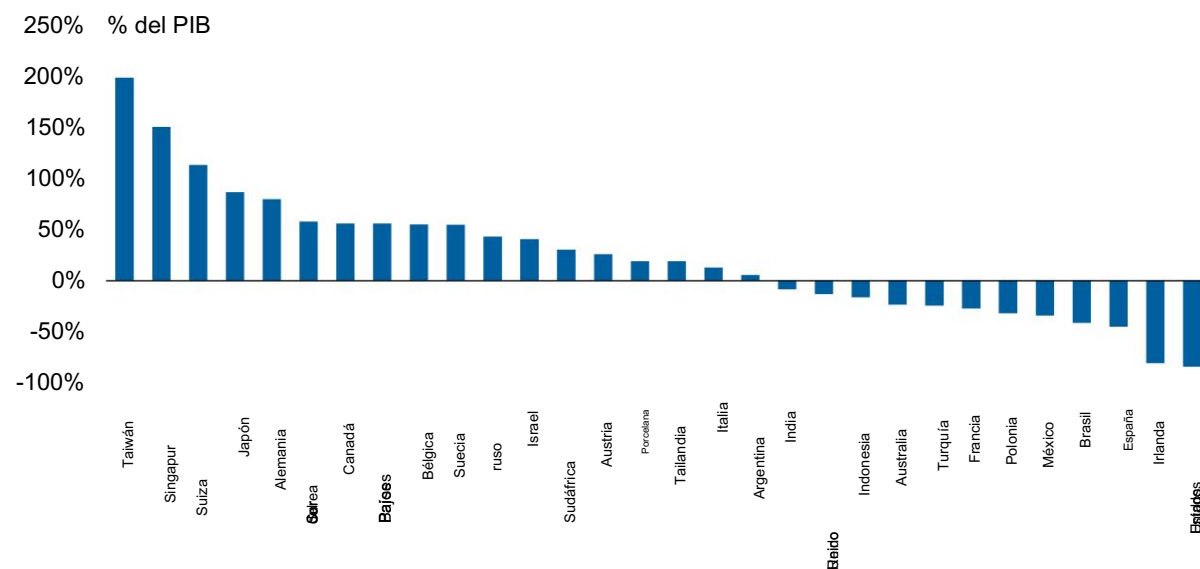
Podemos comenzar a reconstruir los escenarios futuros a largo plazo y las implicaciones del reequilibrio estadounidense analizando tres cambios existentes.

### Repatriación de flujos de cartera

El primer ejemplo se produjo después del Día de la Liberación, cuando se observó la repatriación de los flujos de cartera a Taiwán, lo que provocó un repunte tanto de la moneda local como del mercado de valores taiwanés. Esto fue un fuerte recordatorio del posible impacto de la reversión de los activos extranjeros desde EE. UU. Cabe destacar que la apreciación de los activos taiwaneses coincidió inesperadamente con la depreciación del dólar estadounidense. Esto probablemente se debió a la incertidumbre generada por los aranceles del Día de la Liberación, que redujeron el incentivo para invertir, aumentaron los riesgos de una recesión en EE. UU. y plantearon dudas sobre la solvencia crediticia de Estados Unidos.

Taiwán posee la mayor posición de inversión internacional neta (PIIN) positiva del mundo, medida como porcentaje del PIB (1,74 billones de dólares estadounidenses). En términos brutos, el total de activos de Taiwán en el extranjero (activos extranjeros propiedad de residentes taiwaneses) representa el 388 % del PIB, o 3 billones de dólares estadounidenses<sup>1</sup>. Casi una cuarta parte de esta cantidad se acumula en los balances de las compañías de seguros de vida taiwanesas. Los exportadores taiwaneses también han acumulado grandes depósitos en dólares en tierra.

Posición de inversión internacional neta: Taiwán lidera, EE. UU. se queda atrás



Al 12 de mayo de 2025. Fuentes: MacroBond, FMI, Banco Central de Taiwán.

A finales de abril de 2025, el dólar taiwanés comenzó a apreciarse rápidamente debido a la repatriación de depósitos en divisas de los exportadores y a la entrada de capitales. Este evento apunta a dos cambios importantes: un cambio en la asignación de capital, con un impulso creciente de la repatriación a la economía nacional, lo que sugiere que los inversores taiwaneses podrían reducir sus activos estadounidenses en el futuro a medida que las oportunidades nacionales se tornan más atractivas; y un posible cambio en el régimen cambiario controlado por el banco central hacia una mayor flexibilidad, sustentado por los sólidos fundamentos económicos de Taiwán.

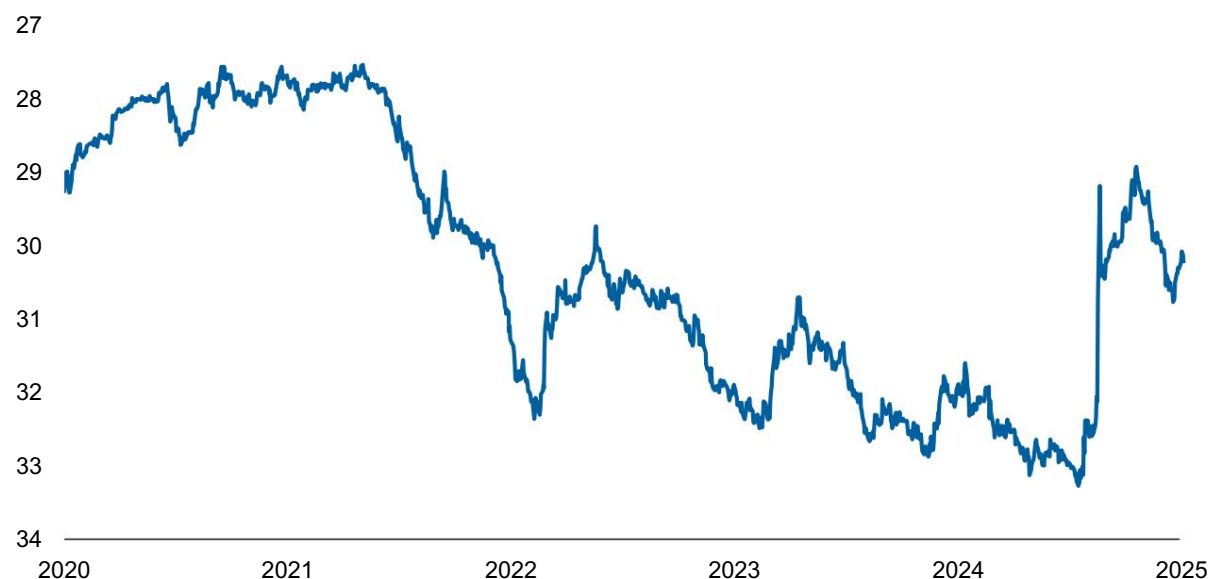
1. Al 31 de diciembre de 2024. Fuentes: Banco Central de Taiwán, FMI

La tendencia de repatriación ha sido evidente durante varios años: en 2019, los 'Taishangs' (Los empresarios taiwaneses que operan en el extranjero) mostraron una mayor repatriación de activos a raíz de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China durante el primer mandato de Trump.

Para finales de 2024, estas empresas que regresaron habían invertido más de 77 000 millones de dólares estadounidenses en Taiwán, lo que dinamizó la economía y el mercado bursátil locales. La repatriación de activos y el auge económico interno sugieren que los inversores taiwaneses podrían priorizar cada vez más las oportunidades nacionales sobre los activos estadounidenses. El gobierno taiwanés también ha introducido programas de exención de impuestos para atraer más financiación a largo plazo a sus mercados nacionales, con el objetivo de duplicar los activos bajo gestión (AUM) nacionales, de 900 000 millones de dólares estadounidenses a 1,8 billones de dólares estadounidenses, en los próximos seis años.

Estas políticas podrían incentivar aún más la inversión local y reducir el atractivo relativo de los activos extranjeros. Este capital no solo ha aportado liquidez a los mercados de inversión de Taiwán, sino que también ha reforzado las valoraciones y la confianza, contribuyendo a la posición de Taiwán como una de las economías mejor clasificadas a nivel mundial en términos de capitalización bursátil/PIB. La reciente disposición del banco central a permitir el fortalecimiento del dólar taiwanés podría verse influenciada por el sólido contexto económico. Sin embargo, es probable que el banco central desee evitar una apreciación excesiva de la moneda, que podría perjudicar la competitividad de las exportaciones.

Tipo de cambio al contado entre el dólar estadounidense y el dólar taiwanés



Al 19 de septiembre de 2025. Fuente: LSEG

Los tres factores principales que impulsaron la repatriación de flujos hacia Taiwán —una gran cantidad de inversiones nacionales en el extranjero, fundamentos económicos sólidos o en mejora, y apoyo político— no son exclusivos de ese país. Están presentes en otros mercados, como Corea del Sur, Arabia Saudita y Alemania, y podrían impulsar una afluencia similar de capital, sobre todo si persiste la incertidumbre política en Estados Unidos.

2. Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos de Taiwán.

Hasta el momento, políticas estadounidenses como el Día de la Liberación han generado volatilidad a corto plazo, pero los flujos fundamentales hacia activos estadounidenses durante el primer semestre de 2025 no han cambiado. Sin embargo, la composición sí ha cambiado, con una menor demanda de bonos sin cobertura, más que compensada por mayores entradas de capital. Por lo tanto, los flujos generales de capital extranjero hacia EE. UU. se han mantenido firmes. El déficit comercial estadounidense también se ha mantenido profundamente negativo.

A más largo plazo, la magnitud de la repatriación de activos extranjeros probablemente dependa de ambos factores de "empuje": mayor incertidumbre política en Estados Unidos, mayor riesgo de recesión en ese país, mayores dudas sobre la solvencia crediticia de Estados Unidos y factores de atracción (mejoras en los fundamentos económicos en otras partes que podrían llevar a un reequilibrio estructural de los activos a nivel mundial).

#### Cambios a largo plazo en la IED

Además del potencial de cambios en los flujos de cartera, el segundo cambio que hemos observado es en la inversión extranjera directa (IED).

La IED tiende a ser un capital más estable y a largo plazo que los flujos de cartera, por lo que las tendencias que observamos pueden ofrecernos importantes pistas sobre el futuro. Algunos temas son evidentes: los flujos de IED se ven impulsados cada vez más por la geopolítica que por la eficiencia de costes. Por ejemplo, las empresas están diversificando sus cadenas de suministro más allá de China, un fenómeno que denominamos «China+1». Esto se debe a la geopolítica y a los riesgos arancelarios, pero también al hecho de que China continúa ascendiendo en la cadena de valor, lo que ofrece oportunidades a otros países con una mano de obra numerosa y relativamente barata para que se apropien de las exportaciones de menor valor.

A medida que disminuye la IED en China, los países que se encuentran a caballo entre fallas geopolíticas están ganando negocios y se posicionan como vínculos entre Estados Unidos y China, o entre China, Europa y otras economías asiáticas.

En consecuencia, las cadenas de suministro se están alargando. Economistas del Banco de Pagos Internacionales analizaron datos de más de 25.000 empresas y descubrieron que las cadenas de suministro se están alargando a medida que otros países, especialmente en Asia, se convirtieron en puntos de conexión adicionales en el comercio entre China y Estados Unidos.

Otro patrón cambiante parece ser la trayectoria contradictoria de la inversión extranjera directa (IED) en el exterior. Estados Unidos está reduciendo su inversión extranjera al mismo tiempo que la de China se expande. Todo esto ocurre mientras las regiones fuera de Estados Unidos parecen estar fortaleciendo sus lazos económicos y políticos. En conjunto, esto proporciona cierta evidencia de que el proteccionismo estadounidense está acelerando la cooperación con el resto del mundo.

En 2000, Estados Unidos era el principal socio comercial de más del 80% de las economías.

Hoy en día, su participación se ha reducido al 30%, y China se ha convertido en el principal socio comercial de más de 120 países.

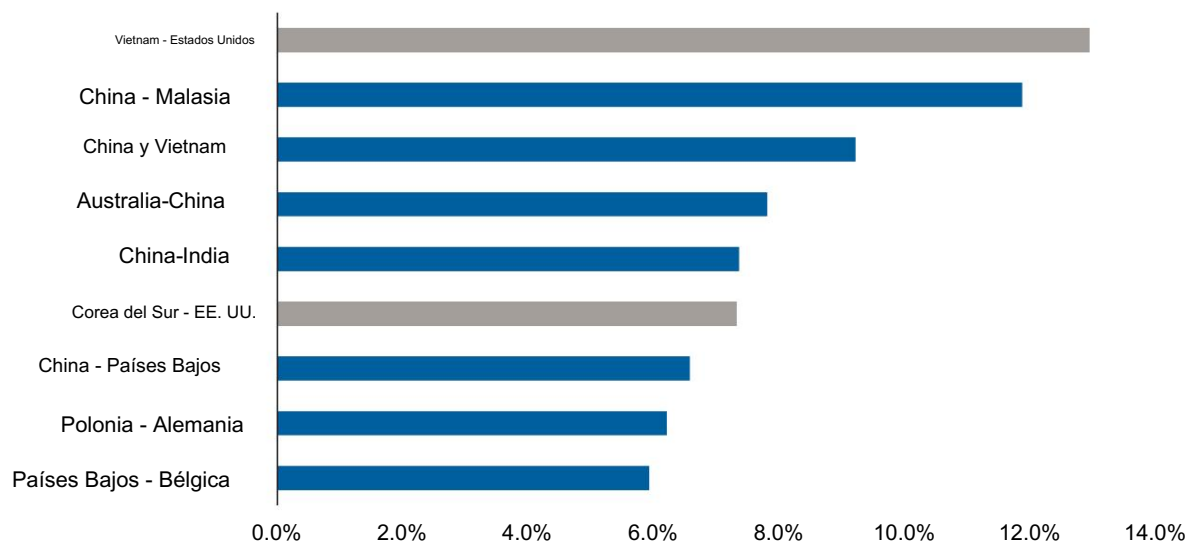
La participación de Estados Unidos en las importaciones mundiales ronda el 13,6%. En cambio, el continente europeo y las tres mayores economías asiáticas juntas representan el 38% de la demanda total de importaciones.

Según Global Trade Alert, si Estados Unidos detuviera todas las importaciones, los principales socios comerciales del país podrían recuperar todas sus exportaciones perdidas en cinco años.

Incluso antes de la escalada de fricciones comerciales de este año, el comercio internacional venía cambiando.

Las rutas que involucran a Asia y otras regiones han cobrado importancia. Desde 2018, ocho de los diez corredores comerciales de más rápido crecimiento no incluyen a Estados Unidos.

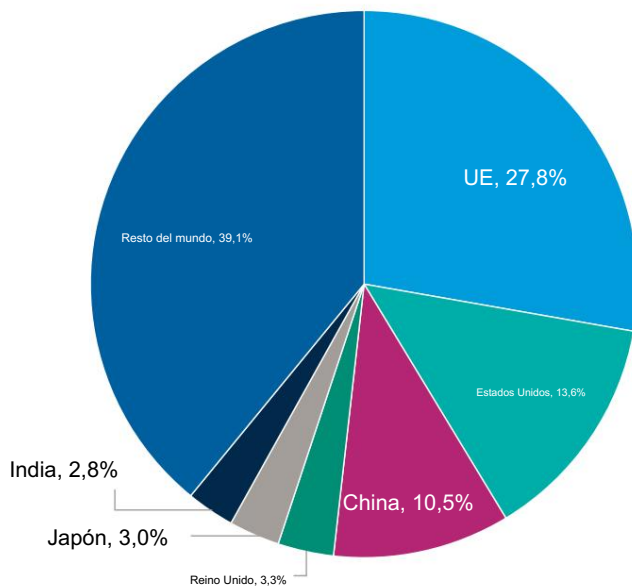
Corredores comerciales de más rápido crecimiento (crecimiento anual promedio 2018-2023, %)



Datos anuales de 2018 a 2023. Fuente: Base de datos ComTrade de la ONU

Es posible que las corporaciones estadounidenses no sean inmunes a los riesgos a la baja derivados de la retirada de Estados Unidos del libre comercio. Actualmente, las multinacionales estadounidenses generan más del 40 % de sus ingresos en el extranjero. Los márgenes de beneficio de las empresas del S&P 500 casi se duplicaron, alcanzando alrededor del 13 % después de la década de 2000, coincidiendo con la entrada de China en la Organización Mundial del Comercio. La disminución del comercio con esos mercados podría limitar el potencial de crecimiento y las ganancias de estas empresas.

Participación en las importaciones mundiales de bienes



A diciembre de 2024. Fuente: Base de datos de Perspectivas de la economía mundial del FMI

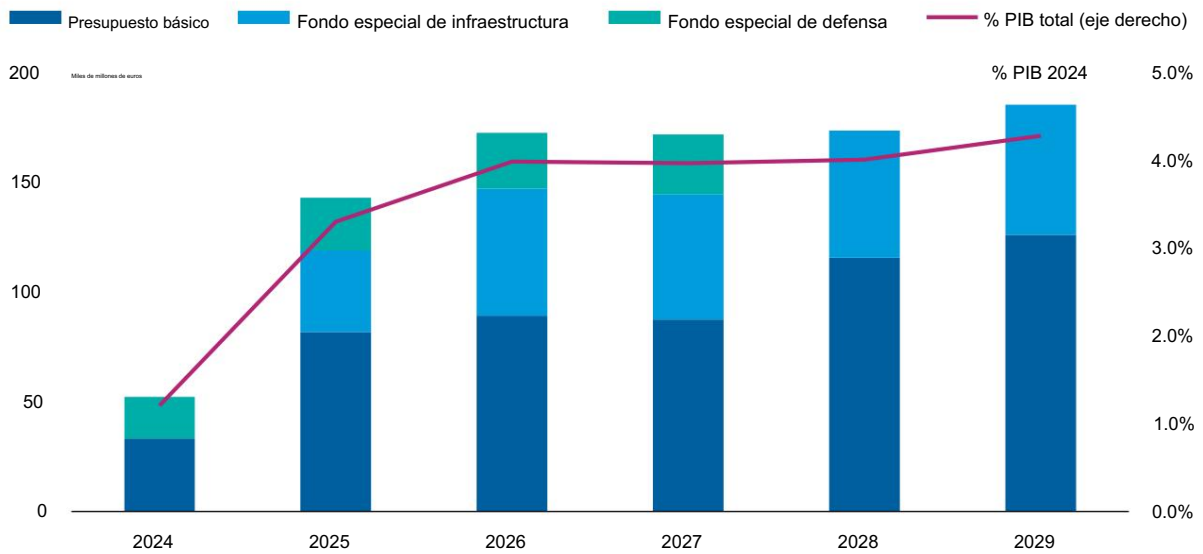
4. Fuente: Bloomberg

### Aumento del gasto fiscal

El tercer cambio es un cambio notable en el gasto fiscal en Europa, impulsado por la eliminación del freno a la deuda alemana. Se prevé que los aranceles estadounidenses a las importaciones europeas reduzcan el PIB de la UE entre un 0,5 % y un 0,75 % a corto plazo, pero los aranceles, junto con la guerra en Ucrania, también han impulsado a Europa a avanzar hacia una mayor autonomía económica y estratégica.

La eliminación del freno a la deuda alemana ha permitido un aumento espectacular del gasto previsto.

### Nuevos préstamos federales para Alemania (proyecciones oficiales)



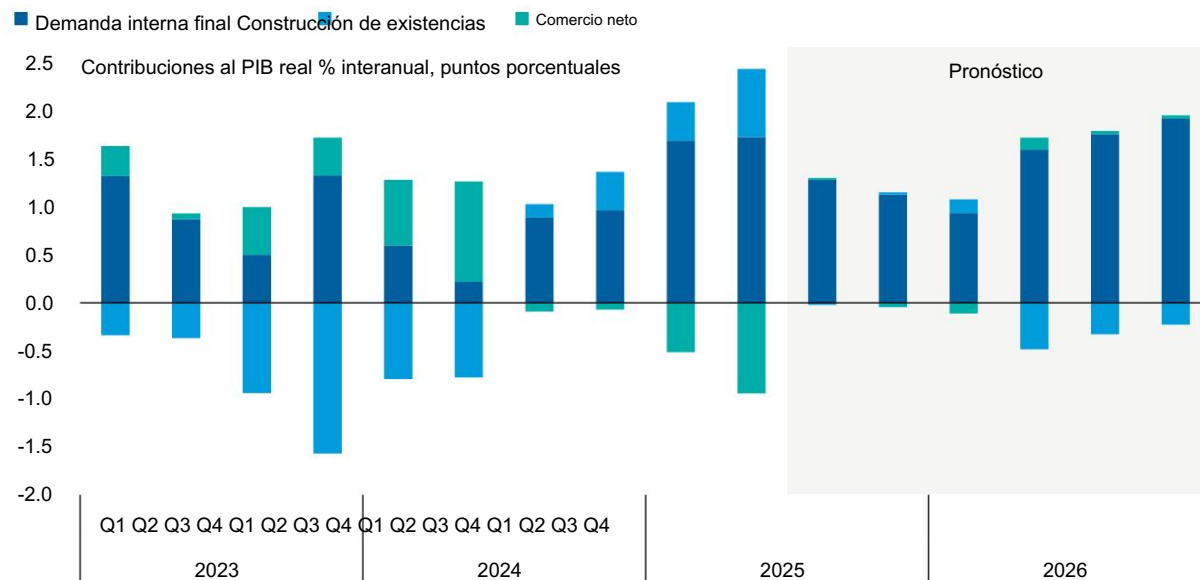
Los pronósticos son sólo para fines ilustrativos.  
Previsiones a junio de 2025. Fuentes: Datastream, BMF, Deutsche Bank

Lograr una mayor autonomía económica y estratégica implica implementar una política industrial a nivel europeo, aumentar el gasto en defensa y aplicar políticas para impulsar el consumo. Estos esfuerzos podrían hacer que Europa sea más resiliente e innovadora a largo plazo. De materializarse, la UE tiene potencial para evitar la desindustrialización y apoyar el crecimiento a largo plazo, especialmente porque la defensa puede impulsar la innovación, tiende a estar geográficamente dispersa y tiene repercusiones naturales en otros sectores, como el financiero y el energético.

Los esfuerzos europeos hasta la fecha sugieren que la UE sabe que necesita aumentar el consumo interno para contrarrestar el impacto del reequilibrio impulsado por EE. UU. Las previsiones apuntan a que la demanda interna contribuirá de forma más significativa al PIB en el futuro. Esto se ve respaldado además por factores cíclicos: una alta tasa de ahorro de los hogares en Europa en comparación con la media prepandemia, tipos de interés más bajos, mercados laborales resilientes y precios de la vivienda en alza.

5. Fuente: Previsión de Capital Group.

## Contribuciones al crecimiento de la eurozona



Los pronósticos son sólo para fines ilustrativos.

Previsiones a junio de 2025. Fuentes: Eurostat, previsiones de Capital Group.

El aumento del gasto interno en Europa, en particular en infraestructura u otras iniciativas orientadas al crecimiento, podría reducir con el tiempo el superávit por cuenta corriente de la región y, a su vez, reducir el reciclaje de los flujos de capital hacia EE. UU. a través de inversiones en acciones y deuda estadounidenses. Esto es especialmente cierto en países europeos con altas tasas de ahorro, como Alemania, con una larga trayectoria de exportación de excedentes de ahorro a EE. UU., lo que respalda el dólar estadounidense y financia el déficit por cuenta corriente. El aumento del gasto interno probablemente absorbería una mayor parte de estos ahorros a nivel local, lo que podría provocar una disminución de las entradas netas de capital a EE. UU. Esto podría debilitar el dólar estadounidense y requerir ajustes en las políticas fiscales y monetarias estadounidenses para abordar la reducción del financiamiento externo.

Además, si se estimula con éxito el crecimiento en Europa, esto podría reducir el atractivo relativo de los activos estadounidenses a medida que mejoran las oportunidades europeas, lo que llevaría a una ruptura del ciclo liderado por Estados Unidos y al surgimiento de un nuevo conjunto de dinámicas en los mercados financieros.

## Un futuro más fluido y menos predecible

La cuenta corriente ha cobrado mayor relevancia en los recientes debates políticos, dado el enfoque de la administración estadounidense en los déficits comerciales, la resiliencia de la cadena de suministro y un enfoque más mercantilista de la política exterior. Sin embargo, es fundamental recordar que la cuenta corriente tiene dos caras, y que el comercio es solo una parte de la historia.

La reducción del déficit comercial estadounidense va de la mano con la reducción de las entradas de capital, lo que podría tener profundas consecuencias para las valoraciones relativas de los activos a nivel mundial. Como ilustran tres ejemplos (la repatriación de los flujos de cartera de Taiwán, los cambios en los patrones de IED y la evolución del gasto europeo), el cambio ya está en marcha. A medida que el mundo cambia, las instituciones y los acuerdos multilaterales que conocimos tras la Segunda Guerra Mundial están siendo rápidamente reemplazados por acuerdos bilaterales temporales, lo que sugiere que el futuro probablemente será más fluido y menos predecible, con un conjunto de riesgos muy diferente al del pasado. Gestionar este entorno requerirá una gestión de la renta variable ágil, flexible y más activa.

# Sostenibilidad de la deuda y el dólar estadounidense

## 3 estado de moneda de reserva

### Puntos clave

La prolongada fortaleza económica de EE. UU. ha atraído el excedente de ahorro mundial y la condición de reserva del dólar ha sostenido aún más estos flujos. Como resultado, una parte significativa del financiamiento estadounidense se ha vuelto en gran medida insensible a las fluctuaciones de los tipos de interés.

- Sin embargo, a medida que aumentan los niveles de deuda y la situación financiera mundial a medida que la arquitectura evoluciona, surgen crecientes interrogantes sobre los fundamentos de este "privilegio" estadounidense. ¿Existe una alternativa viable al dólar y qué podría significar esto para los inversores?
- A pesar de las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda estadounidense y las especulaciones en torno al estatus de reserva del dólar, nuestra opinión es que el predominio estructural de los mercados de renta fija de Estados Unidos sigue en gran medida sin ser cuestionado.

### Qué ver

Si bien los bancos centrales están diversificando gradualmente sus reservas y el índice del dólar se ha debilitado, el comportamiento de los inversores hacia los activos estadounidenses en general se mantiene estable. Los mercados de valores se encuentran en máximos históricos y los diferenciales son ajustados. Es importante estar atentos a las fluctuaciones en las primas a plazo de los bonos del Tesoro y los diferenciales de base entre divisas, ya que son indicadores tempranos de un cambio estructural en la demanda.

- La emisión denominada en dólares aún domina el crédito global. Mercados, lo que ancla las asignaciones de los inversores. La falta de sustitutos escalables, ya sea en bonos soberanos en euros, activos en renminbi u oro, sugiere una dependencia continua de la renta fija estadounidense a pesar de los riesgos macroeconómicos en EE. UU.
- A medida que aumentan los niveles de deuda, la carga de intereses se convierte en una limitación clave para el alcance de la subida de las tasas. Los inversores pueden utilizar los límites de sostenibilidad —donde los costes de los intereses se aproximan al crecimiento del PIB nominal— como marco práctico para calibrar la exposición a la duración y asegurar los ingresos antes de que disminuya el potencial alcista de las tasas.

## Introducción

A pesar de lo que la teoría económica tradicional pueda sugerir, Estados Unidos ha mantenido durante mucho tiempo déficits fiscales y comerciales persistentes sin provocar una liquidación generalizada de los rendimientos ni causar inestabilidad en el dólar.

Esta inusual resiliencia se basa en el arraigado papel del dólar estadounidense como moneda de reserva dominante a nivel mundial, una posición que permite a Estados Unidos endeudarse a menor costo, atraer capital global y mantener su dominio económico a pesar de las crecientes presiones fiscales. Sin embargo, a medida que aumentan los niveles de deuda y evoluciona la arquitectura financiera global, los cimientos de este privilegio se ven cada vez más expuestos al escrutinio.

Entender cómo surgió este equilibrio —y qué fuerzas podrían desestabilizarlo— es clave para evaluar la durabilidad del modelo económico estadounidense.

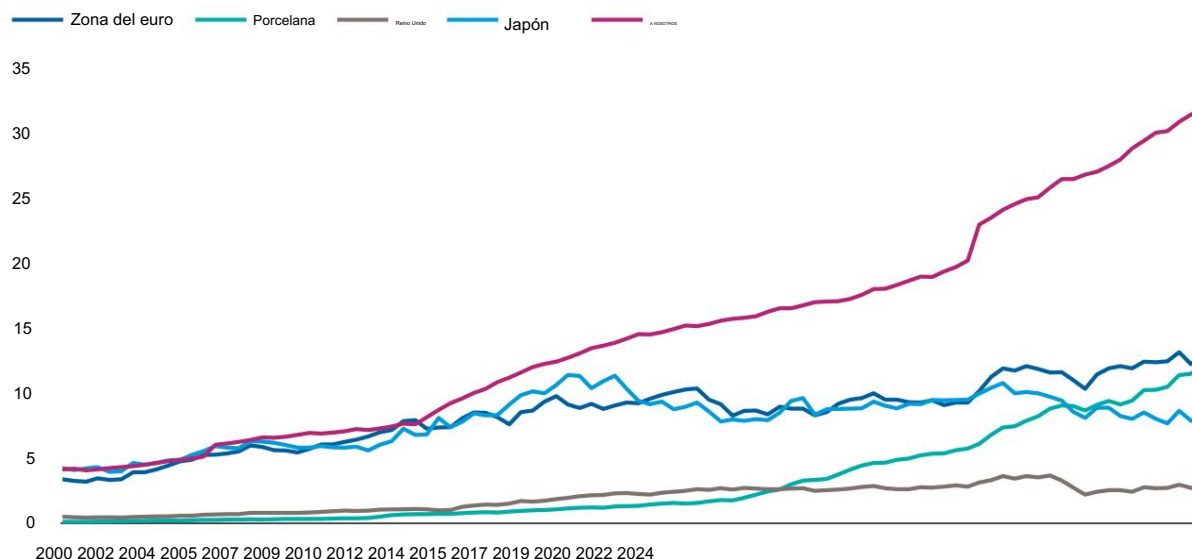
## Cómo acumuló Estados Unidos su deuda

En las últimas décadas, Estados Unidos ha disfrutado de un período de excepcional fortaleza económica, superando constantemente a gran parte del resto del mundo. Como se describe en el capítulo uno, esto se debió en gran medida al aumento de la productividad impulsado por la innovación y al crecimiento de la fuerza laboral, dos fuerzas que atrajeron capital extranjero en busca de rentabilidades altas, pero estables. Estas entradas impulsaron la expansión de los sectores de servicios de alto valor, en particular el tecnológico, a la vez que impulsaron un fuerte consumo interno.

A medida que el dólar se apreciaba y el costo de vida subía, los sectores de menor valor, como la manufactura, perdieron competitividad gradualmente y se trasladaron al exterior, especialmente a China. Esta reasignación global de la producción contribuyó a grandes superávits comerciales en países como China, Alemania y los países exportadores de petróleo. En lugar de reinvertir internamente, estas economías reciclaron su exceso de ahorro en los mercados financieros estadounidenses, especialmente en activos estadounidenses, como bonos del Tesoro, bonos corporativos y acciones. — que han experimentado un crecimiento exponencial.

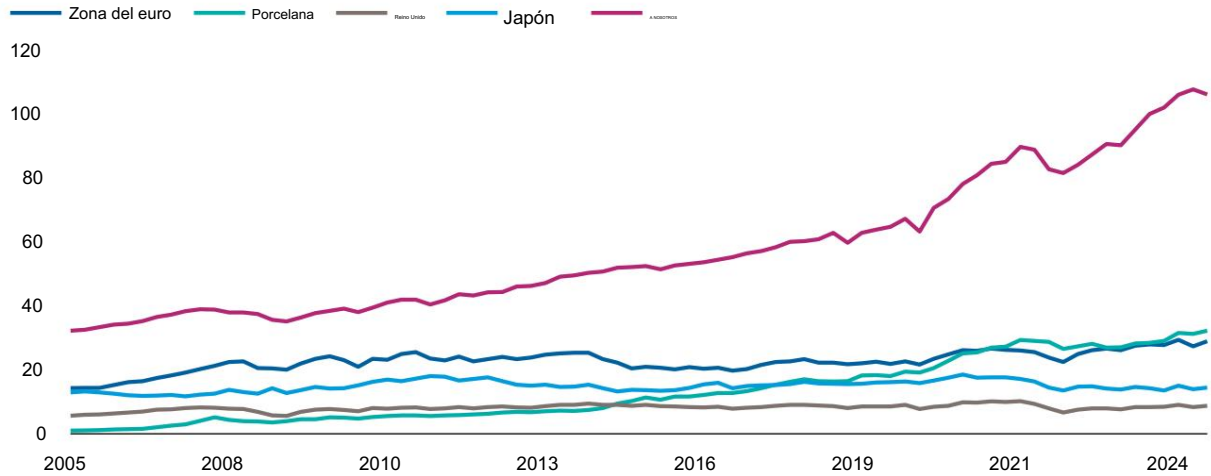
Profundidad de los mercados de capitales de EE. UU.

Stock de bonos gubernamentales (en billones de dólares estadounidenses)



Al 31 de marzo de 2025. Fuente: Estadísticas de deuda del Banco de Pagos Internacionales.

Capitalización del mercado de acciones y bonos (en billones de dólares estadounidenses)



Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros.

Al 31 de marzo de 2025. Fuentes: Estadísticas de Deuda del Banco de Pagos Internacionales; Datos del CEIC; Thomson Reuters Datastream; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI. Los mercados de bonos incluyen títulos de deuda emitidos por el gobierno general en todos los mercados, a todos los vencimientos, denominados en todas las monedas y con valores nominales (excepto el Reino Unido, que utiliza valores de mercado debido a la disponibilidad de datos). Los mercados de renta variable están representados por los siguientes índices: EE. UU.: S&P 500; Euro Stoxx 50 de la zona euro; China: Shanghai Shenzhen CSI 300; Reino Unido: FTSE All Share; Japón: Topix.

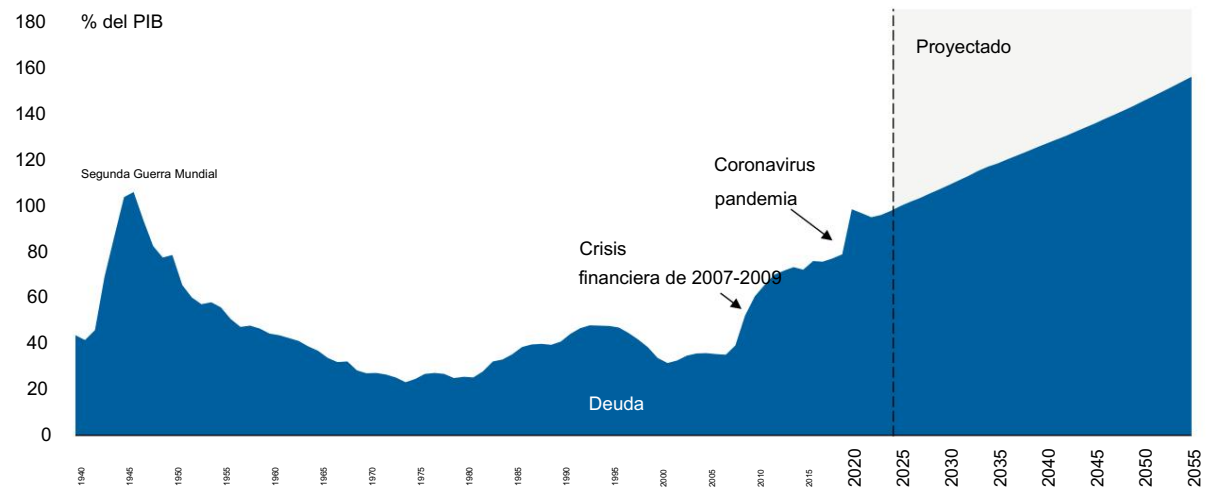
En efecto, Estados Unidos se convirtió en el destino de un exceso de ahorro global. Estas entradas de capital extranjero ayudaron a financiar los persistentes déficits gemelos de Estados Unidos —fiscal y comercial—, a la vez que mantuvieron bajas las tasas de interés. Esto, a su vez, permitió a Estados Unidos endeudarse a bajo costo y consumir por encima de su capacidad productiva interna. Este acuerdo ha otorgado una ventaja notable a Estados Unidos, que ha sustentado décadas de resiliencia y liderazgo global.

Esta dinámica ha contribuido a que Estados Unidos haya acumulado una relación deuda/PIB superior al 100%.

Además, se proyecta que recientes medidas de política fiscal, como la Ley One Big Beautiful Bill, consoliden déficits de alrededor del 7% del PIB en los próximos años, frente al 6,4% anterior, lo que podría añadir aproximadamente 3,3 billones de dólares a la deuda nacional a largo plazo durante la próxima década. Sin embargo, es importante contextualizar la naturaleza del aumento de la deuda. La mayor parte del aumento se produjo durante dos eventos extraordinarios: la crisis financiera mundial de 2007-2009 y la crisis de la COVID-19 de 2020.

Excluyendo estos períodos, la relación deuda/PIB se ha mantenido relativamente estable.

Deuda federal en poder del público



Los pronósticos son sólo para fines ilustrativos.

Fuente: Informe de la Oficina de Presupuesto del Congreso de marzo de 2025. Proyecciones de 2025 a 2055.

Sin embargo, a pesar de esta creciente carga de deuda, los tipos de interés se han mantenido históricamente bajos. Esta aparente contradicción —altos niveles de deuda coexistiendo con bajos costes de financiación— se explica por el singular papel global del dólar estadounidense. La demanda estructural de activos denominados en dólares ha hecho que muchos inversores sean relativamente insensibles a la magnitud de la acumulación de deuda estadounidense, lo que ha permitido al país obtener préstamos a bajo precio y mantener la estabilidad financiera.

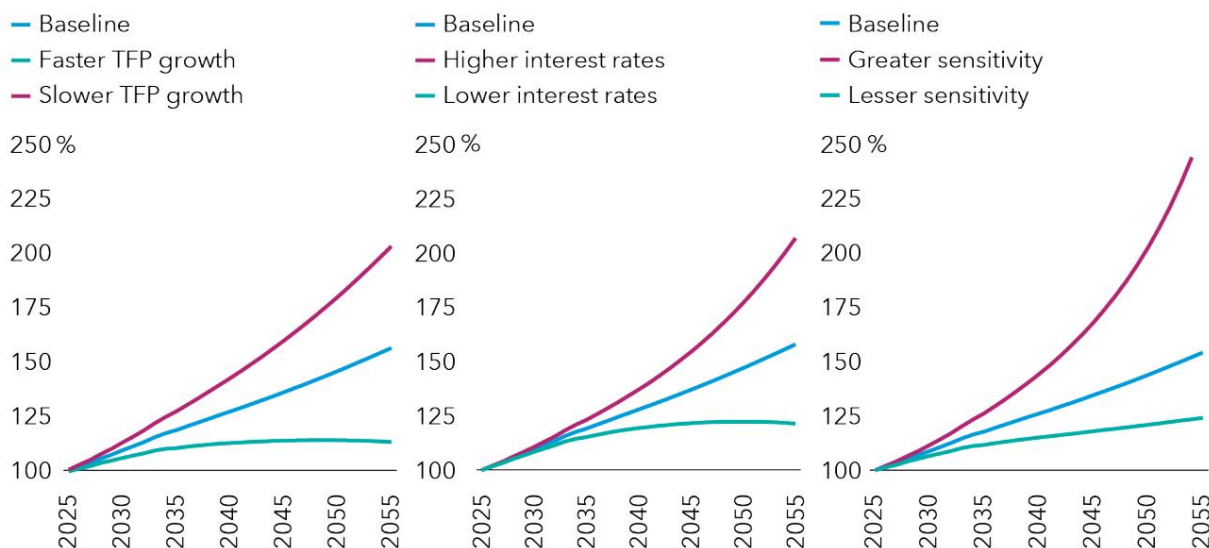
De cara al futuro, es importante señalar que la trayectoria de las proyecciones de la ratio deuda/PIB de EE. UU. depende en gran medida de diversos supuestos macroeconómicos. Estos incluyen la trayectoria futura de las tasas de interés y las expectativas de crecimiento del PIB real. Incluso pequeñas desviaciones en estas variables pueden alterar significativamente las proyecciones de sostenibilidad de la deuda. Por ejemplo, un período prolongado de tasas de interés elevadas podría aumentar significativamente los costos del servicio de la deuda, duplicando potencialmente la ratio deuda/PIB en los próximos 30 años. Por el contrario, una aceleración significativa de la productividad... particularmente si es impulsada por la adopción generalizada de inteligencia artificial —podría mejorar el crecimiento económico y los ingresos fiscales, limitando el aumento de la carga de la deuda a aproximadamente el 15% durante el mismo horizonte.

Es importante destacar que los responsables políticos estadounidenses cuentan con un amplio conjunto de herramientas para influir en estos resultados. Reformas estructurales como la inversión en infraestructura digital y la capacitación de la fuerza laboral para impulsar la adopción de la IA pueden impulsar la productividad. Estrategias monetarias como la orientación prospectiva o la expansión cuantitativa de la Reserva Federal para anclar los tipos de interés a largo plazo pueden ayudar a gestionar los costes de financiación. Y políticas fiscales como los créditos fiscales específicos para gastos de capital en sectores estratégicos como la energía limpia o la manufactura avanzada pueden impulsar la inversión del sector privado y apoyar el crecimiento a largo plazo.

La trayectoria futura de la deuda respecto del PIB depende en gran medida de múltiples supuestos

Palanca 1: Aumentar la productividad Palanca 2: Bajar la tasa de interés

Palanca 3: Desbloqueo de la inversión del sector privado



Los pronósticos son sólo para fines ilustrativos.

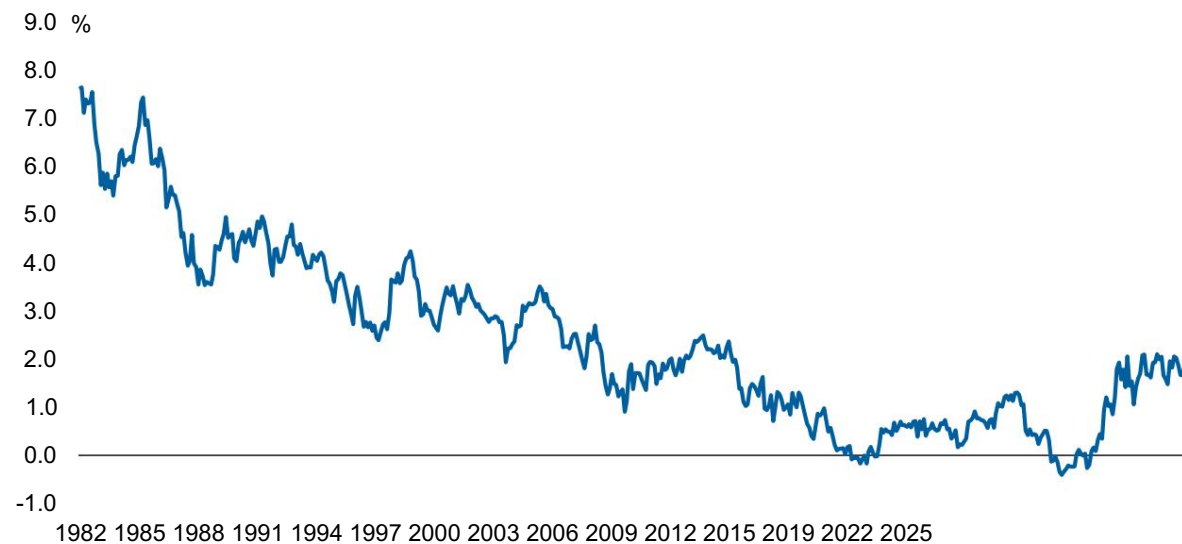
Los datos reflejan proyecciones a mayo de 2025. Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), Capital Group

1. PTF: Productividad Total de los Factores. El crecimiento más rápido y más lento de la PTF refleja un crecimiento del 0,5% en la PTF del sector empresarial no agrícola. más rápido o más lento que las proyecciones de referencia.
2. Las tasas de interés más altas reflejan tasas de interés promedio de la deuda federal superiores a la tasa base, comenzando en 5 puntos básicos en 2025 y aumentando en la misma cantidad cada año posterior. Las tasas de interés más bajas reflejan tasas de interés promedio de la deuda diferida inferiores a la tasa base, comenzando en 5 puntos básicos en 2025 y disminuyendo en la misma cantidad cada año posterior.
3. Una mayor sensibilidad refleja el escenario en el que cada dólar de variación en el déficit fiscal reduce la inversión privada en 66 centavos. Una menor sensibilidad refleja el escenario en el que el endeudamiento público no afecta la inversión privada.

## Por qué los costos de endeudamiento siguen siendo bajos a pesar del aumento de la deuda

A pesar del fuerte aumento de la deuda, el tipo de interés real a 10 años en Estados Unidos ha disminuido en las últimas cuatro décadas. Esta tendencia contradice los modelos económicos convencionales, que sostienen que el aumento de la deuda debería generar mayores rendimientos, ya que los inversores exigen una mayor compensación por el mayor riesgo. Esta paradoja se comprende mejor a través de la perspectiva del estatus único del dólar como moneda de reserva mundial.

tasa de interés real a 10 años



Al 1 de septiembre de 2025. Fuente: Banco de la Reserva Federal de Cleveland

La designación del dólar estadounidense como principal moneda de reserva mundial se remonta al Acuerdo de Bretton Woods de 1944, cuando los líderes mundiales establecieron un nuevo sistema monetario internacional tras la Segunda Guerra Mundial. Bajo este marco, el dólar se vinculó al oro a 35 dólares estadounidenses por onza, mientras que otras monedas también lo estaban. Este acuerdo posicionó al dólar como el pilar de las finanzas globales, otorgándole credibilidad y estabilidad inmediatas. Al vincular el dólar al oro, Estados Unidos ofreció un punto de referencia fijo y confiable para las transacciones internacionales, fomentando su adopción global y reforzando la confianza en los activos denominados en dólares.

Incluso después del colapso de Bretton Woods en 1971, el dólar conservó su dominio. Esto se debió al gran tamaño y liquidez de los mercados financieros estadounidenses, la profundidad de sus mercados de capital, la confianza en sus instituciones financieras y la estabilidad geopolítica del país. Con el tiempo, el dólar se convirtió en la moneda por defecto para el comercio internacional, la fijación de precios del petróleo y otras materias primas, y las reservas de los bancos centrales.

Como moneda de reserva mundial, el dólar se mantiene en grandes cantidades en manos de gobiernos, instituciones e inversores extranjeros, principalmente en bonos del Tesoro estadounidense, como parte de sus reservas oficiales. Esto también significa que el comercio y las finanzas mundiales se realizan principalmente en dólares estadounidenses, lo que crea una demanda estructural de liquidez en dólares.

Este estatus confiere varios privilegios a los Estados Unidos:

- **Demanda global estructural de bonos del Tesoro:** los bancos centrales extranjeros y los fondos soberanos de riqueza compran consistentemente bonos del gobierno estadounidense, manteniendo los rendimientos bajos incluso cuando aumentan los niveles de deuda.
- **Condición de refugio seguro:** En tiempos de incertidumbre global, los inversores acuden en masa a los activos denominados en dólares, lo que refuerza la demanda y reduce los rendimientos cuando más se necesita financiación barata.
- **Estabilidad monetaria:** Estados Unidos puede mantener déficits comerciales persistentes sin desencadenar crisis monetarias, ya que los exportadores extranjeros reinvierten sus ganancias en dólares en activos estadounidenses.

Este acuerdo financiero ha permitido a Estados Unidos disociar eficazmente la disciplina fiscal de los costes de financiación. A diferencia de la mayoría de los países, que se enfrentan a una presión inmediata del mercado cuando aumentan los déficits, Estados Unidos disfruta de una demanda estructural de su deuda. Ejemplos recientes en Europa ponen de manifiesto la rapidez con la que los mercados pueden reaccionar ante los errores fiscales. En el Reino Unido, el «minipresupuesto» de 2022, bajo la presidencia de Liz Truss, desencadenó una fuerte liquidación de bonos del Estado y un aumento repentino de los rendimientos, lo que finalmente obligó a su dimisión. Más recientemente, en 2025, el déficit presupuestario francés del 5,8 % del PIB, sumado al estancamiento político en torno a la consolidación fiscal, provocó una advertencia de rebaja de la calificación crediticia. Esto condujo a la destitución de la primera ministra mediante una moción de censura e impulsó los rendimientos de los bonos franceses a 10 años por encima de los de Grecia.

En cambio, Estados Unidos sigue beneficiándose de un mercado de deuda profundo y líquido, respaldado por el papel global del dólar. Esta persistente demanda ha hecho que muchos inversores sean relativamente insensibles al aumento de los niveles de deuda, lo que ha permitido que los tipos de interés se mantengan bajos incluso ante el aumento de las presiones fiscales.

## ¿Qué podría perturbar el dominio del dólar?

Es fundamental comprender las múltiples funciones que desempeña el dólar estadounidense en el sistema financiero global como medio de intercambio, activo de reserva y refugio seguro. Cada una de estas funciones está profundamente arraigada en la confianza institucional, la infraestructura del mercado y los precedentes históricos, lo que convierte cualquier desafío al dominio del dólar en un proceso complejo y gradual.

- Medio de intercambio: más del 50% del comercio mundial y de los reclamos financieros transfronterizos se facturan en dólares<sup>1</sup>, a pesar de que Estados Unidos representa solo el 13% de las importaciones globales<sup>2</sup>.
- Activo de reserva predominante: aunque su participación ha disminuido gradualmente, el dólar aún representa representarán el 58% de las reservas mundiales de divisas en 2024, frente al 65% de una década antes<sup>3</sup>.
- Refugio del sector privado: el dólar sigue siendo la reserva de valor preferida durante las crisis globales, incluso cuando la crisis se origina en Estados Unidos, como la crisis financiera mundial de 2008<sup>4</sup>.

Estos roles se ven reforzados por el liderazgo histórico de Estados Unidos en la configuración de la era posterior a la Segunda Guerra Mundial. El sistema internacional y su influencia sobre las instituciones multilaterales. Desafiar este dominio requeriría no solo cambios económicos, sino también una reconfiguración de la confianza global, la solidez institucional y la infraestructura del mercado de capitales.

Si bien algunos responsables políticos, como Stephen Miran, presidente del Consejo de Asesores Económicos (CEA) del presidente Trump, argumentan que la condición de reserva del dólar es una "carga costosa" que contribuye a la desindustrialización y los déficits comerciales, la realidad es más compleja. La posición privilegiada del dólar permite a Estados Unidos endeudarse a tasas más bajas, incurrir en déficits persistentes sin desencadenar crisis monetarias y ejercer influencia monetaria global.

1. A septiembre de 2025. Fuente: Atlantic Council.org

2. Al 31 de diciembre de 2024. Fuente: Organización Mundial del Comercio

3. A diciembre de 2024. Fuente: FMI

4. La crisis financiera mundial de 2008 no solo reforzó la influencia regulatoria de Estados Unidos, sino que también subrayó el papel fundamental de la Reserva Federal en las finanzas globales a través de la implementación de líneas swap de emergencia.

Si bien la posición del dólar sigue siendo dominante, varios riesgos estructurales y políticos podrían erosionar gradualmente su estatus:

**Fragmentación geopolítica:** Las crecientes tensiones entre EE. UU. y las principales economías, junto con el mayor uso del dólar como herramienta geopolítica mediante sanciones, han acelerado los esfuerzos para construir sistemas financieros alternativos. Iniciativas como el Sistema de Pagos Interbancarios Transfronterizos (CIPS) de China y los acuerdos comerciales bilaterales denominados en yuanes u otras monedas reflejan un impulso estratégico hacia la desdolarización.

- **Disrupción tecnológica:** La aparición de las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC) y los sistemas de pago basados en blockchain podrían transformar la infraestructura global de pagos. Si se adoptan ampliamente, estas tecnologías podrían reducir la necesidad de intermediación en dólares en las transacciones transfronterizas.

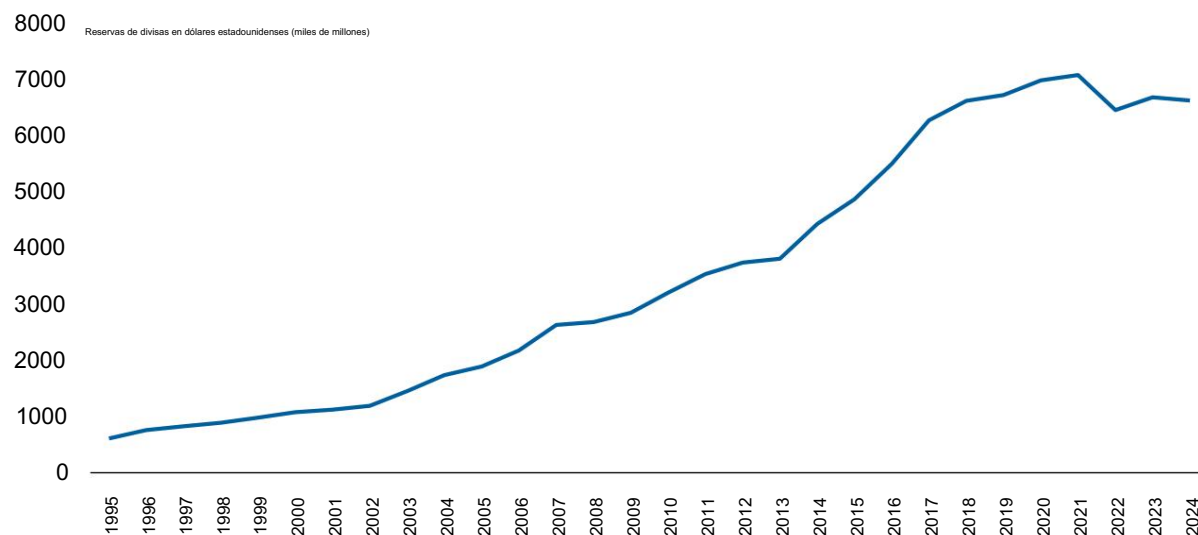
**Pérdida de credibilidad institucional:** La pérdida de independencia de la Reserva Federal, si esta se ve sometida a influencia política, podría socavar la confianza en la política monetaria estadounidense. Al mismo tiempo, los recurrentes enfrentamientos políticos sobre el techo de la deuda, los polémicos debates sobre política fiscal y las elecciones controvertidas podrían ser una señal de inestabilidad para los inversores globales. Si la confianza en la fiabilidad de las instituciones estadounidenses comienza a erosionarse, los bancos centrales y los gestores de reservas de todo el mundo podrían empezar a reasignar activos denominados en dólares.

- **Imprudencia fiscal:** Los déficits persistentes y el aumento de la ratio deuda/PIB —que se prevé que se mantenga por encima del 7%— podrían acabar poniendo a prueba la paciencia de los inversores. Si los mercados empiezan a dudar de la sostenibilidad fiscal a largo plazo de EE. UU., podrían exigir una mayor compensación por el riesgo, lo que impulsaría los rendimientos y debilitaría el atractivo del dólar como refugio seguro.

## ¿Existe una alternativa viable al dólar?

Si bien los bancos centrales se han ido diversificando gradualmente desde 2018, el ritmo ha sido lento y las alternativas viables siguen siendo limitadas. Esta tendencia refleja un creciente deseo de reducir la dependencia del dólar, pero también subraya la realidad de que pocas monedas pueden ofrecer la misma profundidad, estabilidad y aceptación global.

Las reservas de divisas del dólar se han estancado desde 2018



Al 31 de diciembre de 2024. Fuente: FMI

Las alternativas posibles podrían incluir:

- Renminbi chino: Con el respaldo de la segunda economía más grande del mundo, el yuan ha ganado cierta fuerza. Sin embargo, los estrictos controles de capital, la convertibilidad limitada y las preocupaciones geopolíticas limitan su papel como activo de reserva global.
- Euro: El euro se considera a menudo la alternativa más viable al dólar. Sin embargo, su atractivo se ve limitado por la ausencia de un activo seguro unificado para toda la eurozona y una gobernanza fiscal fragmentada. Los mercados de deuda soberana de la eurozona siguen siendo menos líquidos y menos escalables que los bonos del Tesoro estadounidense.
- Oro y criptomonedas: si bien estos activos no tradicionales han despertado un mayor interés, su alta volatilidad, liquidez limitada y falta de confianza institucional los hacen inadecuados como reserva de valor estable o alternativas viables al dólar a gran escala por ahora.

## ¿Estamos viendo señales de cambio hoy?

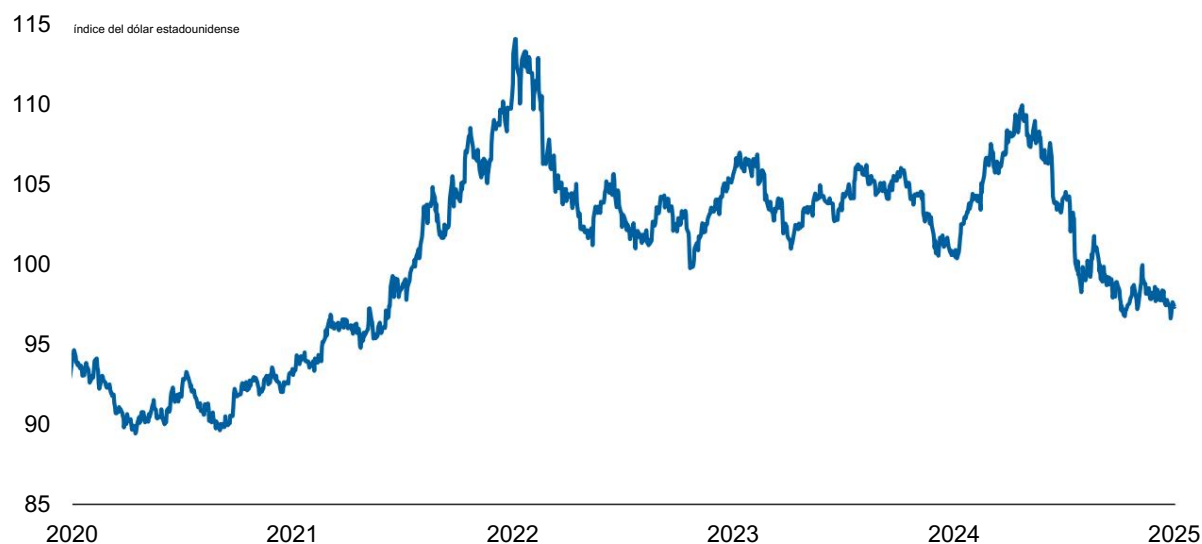
La reciente evolución del mercado ha suscitado debate sobre si estamos empezando a ver indicios tempranos de desdolarización. Si bien los bancos centrales han ido diversificando gradualmente sus reservas, el comportamiento de los inversores sigue siendo el indicador más inmediato y sensible de la confianza en el mercado.

Dólar estadounidense.

Al comienzo del segundo mandato del presidente Trump, se esperaba que políticas como aranceles y recortes de impuestos fortalecieran al dólar al reducir las importaciones y la demanda de moneda extranjera.

Sin embargo, contrariamente a las expectativas, el dólar se debilitó drásticamente, lo que se reflejó en una caída del 10% en el índice del dólar en el primer semestre de 2025.

El dólar estadounidense se ha depreciado a lo largo de 2025



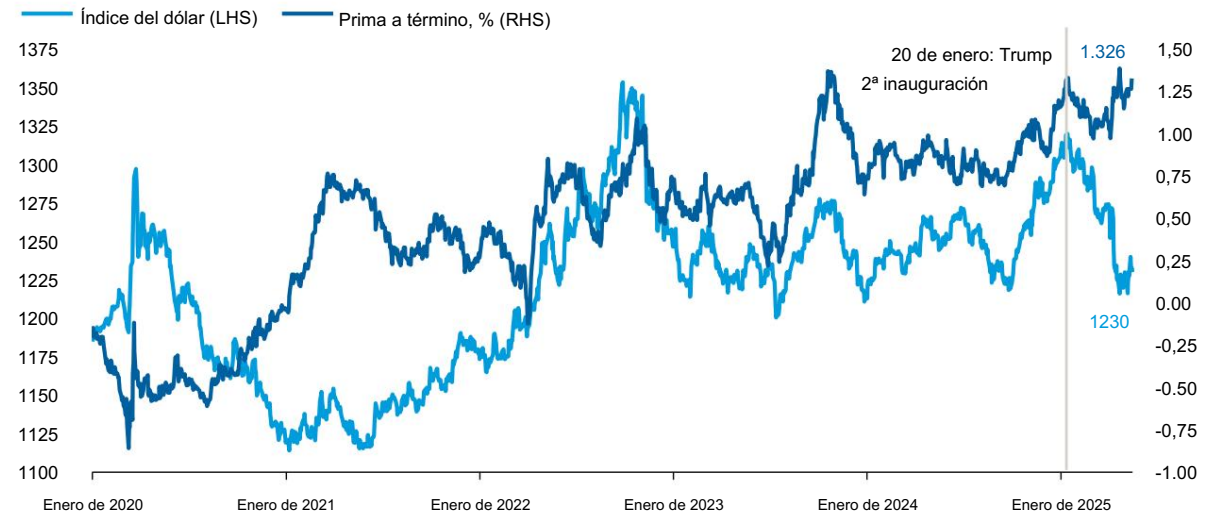
Al 19 de septiembre de 2025. Fuente: Bloomberg

Esta inesperada caída ha reavivado las preocupaciones sobre la sostenibilidad a largo plazo del dólar como moneda de reserva. Si bien han surgido múltiples argumentos para explicar la caída, la interpretación más coherente es que los mercados están empezando a descontar un descuento estructural del dólar.

Esto refleja las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos, los riesgos a la independencia de la Reserva Federal, la imprevisibilidad de las políticas bajo la administración actual y la tendencia más amplia de desdolarización global.

Sin embargo, el panorama general de activos presenta una historia más matizada. Si los inversores realmente rechazaran la condición de reserva del dólar, esperaríamos una liquidación generalizada de los activos estadounidenses. En cambio, la renta variable estadounidense se mantiene cerca de máximos históricos, los diferenciales de crédito son estrechos y no existe una prima de riesgo clara reflejada en los mercados estadounidenses en general. Además, la caída del dólar no ha venido acompañada de un aumento en las primas de plazo de los bonos del Tesoro —el rendimiento adicional que exigen los inversores para mantener bonos a largo plazo, lo cual es una señal típica de cambios estructurales en la demanda o de una «huelga de compradores» de bonos estadounidenses.

Dólar estadounidense y prima a plazo sobre los bonos del Tesoro de Estados Unidos

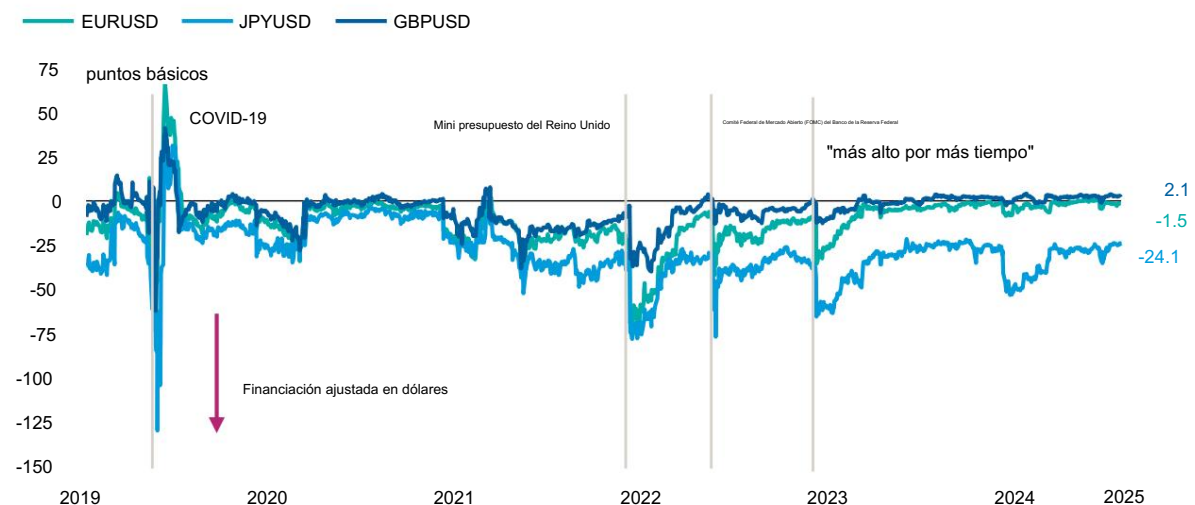


Al 15 de mayo de 2025. Fuentes: Datos de Bloomberg, estimaciones de la Reserva Federal de San Francisco, cálculos de Capital Strategy Research.

Además, los diferenciales de base entre divisas —que reflejan el coste de cambiar a otras— se han mantenido estables. Esto es especialmente notable en el caso del par USD/JPY, un indicador clave dada la popularidad del carry trade en yenes, donde los inversores se endeudan en yenes para invertir en activos estadounidenses de mayor rendimiento, beneficiándose del diferencial de tipos de interés. Si la confianza en el dólar se estuviera erosionando, cabría esperar una ampliación de los diferenciales de base y señales de tensión financiera.

Hasta el momento, la ausencia de tales cambios sugiere que el papel de reserva del dólar se mantiene intacto a pesar de la reciente depreciación. Si bien el dólar puede estar enfrentando dificultades cíclicas, los cimientos estructurales de su dominio —liquidez, confianza y solidez institucional— siguen anclando el comportamiento de los inversores.

Base de divisas cruzadas (3 meses)



Al 15 de mayo de 2025. Fuente: Macrobond. SVB: colapso de Silicon Valley Bank. FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto.

## Impacto en la inversión global

### ¿Ofrecen los mercados de crédito alternativas al dólar?

A pesar de la creciente preocupación por la sostenibilidad de la deuda estadounidense y la especulación sobre el estatus de reserva del dólar, el dominio estructural de los mercados de renta fija estadounidenses permanece prácticamente indiscutible. Esto es especialmente evidente en los mercados de crédito globales, donde las emisiones denominadas en dólares siguen anclando las asignaciones de los inversores.

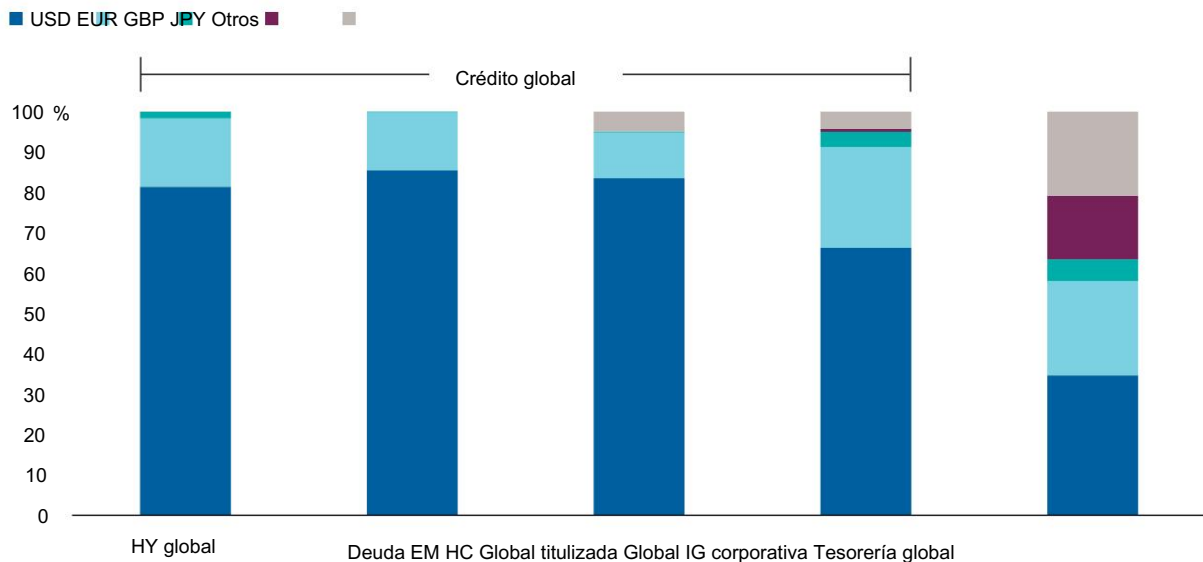
Más del 80% de la deuda en moneda fuerte de los mercados emergentes, el alto rendimiento global y el crédito titulado son emitidos en dólares. Incluso en el crédito con grado de inversión —posiblemente el segmento con mayor diversidad geográfica— más del 65% sigue denominado en dólares. Esto refleja no solo la inercia histórica, sino también la profundidad, la liquidez y la confianza institucional arraigadas en los mercados de capitales estadounidenses.

La única vía significativa de diversificación, más allá del dólar, dentro de la renta fija, es la deuda soberana. Sin embargo, incluso en este caso, los bonos del Tesoro estadounidense representan aproximadamente un tercio del mercado mundial de bonos gubernamentales. Fuera de los bonos del Tesoro, el universo de inversión en deuda soberana convertible, líquida y de gran volumen es relativamente limitado. Por ejemplo, el mercado de bonos gubernamentales de Alemania —a menudo considerado una alternativa de alta calidad— asciende a tan solo 1,5 billones de euros, una fracción del mercado de bonos del Tesoro estadounidense, de 35 billones de dólares.

El oro ha despertado un renovado interés como activo refugio en el contexto de las tasas estadounidenses, pero su inherente volatilidad de precios limita su papel como activo de reserva fundamental. Los bonos denominados en euros ofrecen cierto potencial de diversificación, pero la fragmentación y su escala limitada limitan su utilidad estratégica.

En resumen, si bien los riesgos macroeconómicos, que abarcan desde la expansión fiscal hasta la posible depreciación del dólar, se reflejan cada vez más en las narrativas de los inversores, las limitaciones estructurales de la arquitectura global de renta fija ofrecen vías limitadas para una diversificación significativa. Esta falta de alternativas viables modera el riesgo inmediato de una rotación generalizada de inversores fuera de los mercados estadounidenses.

Desglose de los mercados de renta fija



Al 31 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg.

Los índices representativos son los siguientes: Alto rendimiento global (HY) – Bloomberg Global High Yield Corporate Index; Deuda EM HC – Índice Bloomberg EM Hard Currency Aggregate; Global Securitised – Índice Bloomberg Global Aggregate Securitised; Títulos corporativos con grado de inversión (IG) global – Índice Bloomberg Global Aggregate Corporates; Títulos del Tesoro global – Bloomberg Índice del Tesoro Global. Otros: todas las demás monedas de emisión, excepto USD, EUR, GBP y JPY.

## ¿Puede la sostenibilidad de la deuda imponer un límite a las tasas?

La relación entre los niveles de deuda y los tipos de interés ofrece a los inversores un marco práctico para gestionar el riesgo de duración. La deuda se vuelve insostenible cuando la carga de intereses —calculada como el tipo de interés medio de la deuda pública multiplicado por la ratio deuda/PIB— supera el crecimiento del PIB nominal. Incluso con un presupuesto primario equilibrado (es decir, excluyendo el pago de intereses), los gobiernos deben endeudarse más o monetizar la deuda (los bancos centrales compran bonos del Estado) para cubrir los costes de los intereses, lo que puede provocar reacciones adversas en el mercado. La única alternativa...

Mantener superávits fiscales persistentes es históricamente poco común debido a sus costos económicos y políticos.

Según estimaciones del FMI, la deuda pública puede alcanzar entre el 160% y el 180% del PIB antes de volverse insostenible. Con los niveles actuales de deuda pública estadounidense rondando el 100% del PIB, esto sugiere un margen potencial de aproximadamente dos décadas. Sin embargo, esta proyección depende de la confianza continua de los inversores en la deuda estadounidense y de la eventual adopción de normas fiscales creíbles.

Sin estas salvaguardias, el umbral de la sostenibilidad podría traspasarse mucho antes.

Para los inversores, este marco ofrece una perspectiva estratégica para la gestión de la duración. Cuando los rendimientos se acercan al límite de sostenibilidad, el potencial alcista de los tipos es limitado, lo que hace atractivo ampliar la duración y asegurar mayores ingresos. Por el contrario, cuando los rendimientos están muy por debajo del umbral, el riesgo de subida de los tipos aumenta, lo que justifica una reducción de la duración para protegerse contra pérdidas de capital.

En el contexto actual, podemos aplicar este marco estimando un crecimiento del PIB nominal de alrededor del 4% y una deuda pública estadounidense de aproximadamente el 100% del PIB. Esto implica un límite teórico de sostenibilidad para los tipos de interés promedio de aproximadamente el 4%.

Cuando los rendimientos del mercado superan este umbral, el potencial alcista de las tasas se vuelve cada vez más limitado, lo que lo convierte en un momento oportuno para extender la duración y fijar niveles elevados de ingresos.

Por el contrario, si los rendimientos se sitúan significativamente por debajo de este límite, aumenta el riesgo de nuevas subidas de tipos, lo que sugiere una postura más defensiva respecto a la duración. Esta dinámica proporciona a los inversores una herramienta pragmática para calibrar la exposición a los tipos de interés en función de las restricciones macroeconómicas y fiscales.

# 4

## Liberar valor para los accionistas en un panorama regulatorio cambiante



### Puntos clave

Los estándares de gobernanza global están convergiendo. Si bien Estados Unidos ha marcado desde hace tiempo el punto de referencia para la alineación de los accionistas, mercados como Japón y Corea del Sur están acortando distancias mediante reformas de gobernanza significativas, lo que impulsa un renovado interés de los inversores.

La gobernanza es un factor clave para el valor del accionista. Una gobernanza corporativa sólida se reconoce cada vez más como un factor clave para la valoración y los flujos de capital. Los mercados que mejoran la gobernanza suelen experimentar una mayor confianza de los inversores y una mayor rentabilidad a largo plazo. retornos a término.

- El panorama competitivo está evolucionando. A pesar del aumento global En cuanto a sus estándares internacionales, Estados Unidos conserva ventajas estructurales, incluidos mercados de capital profundos, claridad jurídica y una base accionarial activa, que siguen respaldando su posición de liderazgo.

### Qué ver

- Impulso de la reforma: Seguir el ritmo y la profundidad de las reformas de gobernanza, que pueden liberar valor en mercados históricamente descontados por el riesgo de gobernanza.
- Señales de deterioro de la gobernanza: Esté alerta a las señales de debilitamiento de los estándares, lo que podría justificar una postura más cautelosa en los mercados afectados.
- Liderazgo sostenido de EE. UU.: monitorear cómo EE. UU. equilibra sus fortalezas tradicionales con expectativas cambiantes en torno a la transparencia, la rendición de cuentas y la participación de las partes interesadas.

## Introducción

Los cambios recientes en el panorama mundial han coincidido con cambios notables en la estructura y las prioridades de la administración estadounidense.

Estos avances se producen en un momento en que el orden mundial en general ya está en constante cambio, con potencias emergentes, alianzas en desarrollo y nuevas tecnologías cobrando impulso. Como resultado, presenciamos el auge de sistemas marcadamente diferentes que desafían los marcos tradicionales para evaluar riesgos y oportunidades. Para los inversores, esto implica replantearse cómo evaluar la innovación, la orientación política y la solidez institucional en un entorno en rápida transformación.

En medio de esta complejidad, una gobernanza sólida sigue siendo fundamental para la creación de valor para los accionistas, independientemente de los cambios geopolíticos o los reajustes administrativos. En este capítulo, nos centramos en por qué la gobernanza es más importante que nunca, incluyendo cómo consolida la confianza de los inversores y define los resultados a largo plazo.

## Gobernanza en transición

### Estados Unidos

Durante décadas, Estados Unidos ha ofrecido a los inversores una combinación de claridad jurídica, empoderamiento de los accionistas y mercados de capitales profundos y líquidos. A esto se suman estándares de gobierno corporativo que alinean firmemente los intereses de los accionistas con los intereses corporativos. Estos pilares se han traducido en un mayor valor para los accionistas a largo plazo y una menor prima de riesgo para los activos estadounidenses.

Si bien los desafíos a ciertos elementos de las normas de gobernanza de Estados Unidos ahora son noticia, algunos se han ido desarrollando con el tiempo, lo que nos da un contexto histórico para entender cómo podrían evolucionar los sistemas estadounidenses.

Evolución de los acontecimientos en Estados Unidos entre 2017 y 2025

El período 2017-2020 se destaca por ser una fase de recalibración. Una serie de actualizaciones de políticas y mejoras regulatorias introdujeron nuevas dinámicas en el panorama de gobernanza, lo que impulsó a los inversores a reevaluar sus estrategias de interacción y mecanismos de supervisión.

Desarrollos clave:

- **Ajustes regulatorios.** Se revisaron ciertas disposiciones de la Ley Dodd-Frank para agilizar el cumplimiento normativo y reducción de la carga de información, especialmente para las instituciones más pequeñas. Estos cambios buscaban mejorar la formación de capital, manteniendo al mismo tiempo la protección de los principales inversores.
- **Mejoras en las normas de la SEC.** La Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) introdujo actualizaciones en la normativa sobre asesoramiento de representación y en los umbrales para las propuestas de los accionistas. Estas medidas se diseñaron para mejorar la transparencia y la eficiencia del proceso de representación, aunque también redefinieron la mecánica de la influencia de los accionistas.
- **La evolución del discurso ESG.** El tratamiento de los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) Las consideraciones han seguido evolucionando, atrayendo un mayor escrutinio regulatorio en los últimos años y generando diversos puntos de vista en todo el espectro político y de inversión. Los consejos de administración se enfrentaron a expectativas cada vez mayores de abordar estas cuestiones con claridad y capacidad de respuesta, lo que refleja un cambio más amplio en las prioridades de las partes interesadas.

## Cronología: seguimiento del impacto de los cambios de gobernanza<sup>1</sup>



### Impacto en el valor para los accionistas

- **Reajuste de las prioridades de los accionistas:** Los inversores se han reorientado hacia temas fundamentales de gobernanza, como la asignación de capital, la composición del consejo y la alineación estratégica, a medida que el apoyo a las propuestas ambientales y sociales disminuyó drásticamente. La divulgación de información sobre los poderes de representación refleja este cambio con un enfoque de participación centrado en el rendimiento financiero y los fundamentos de gobernanza.

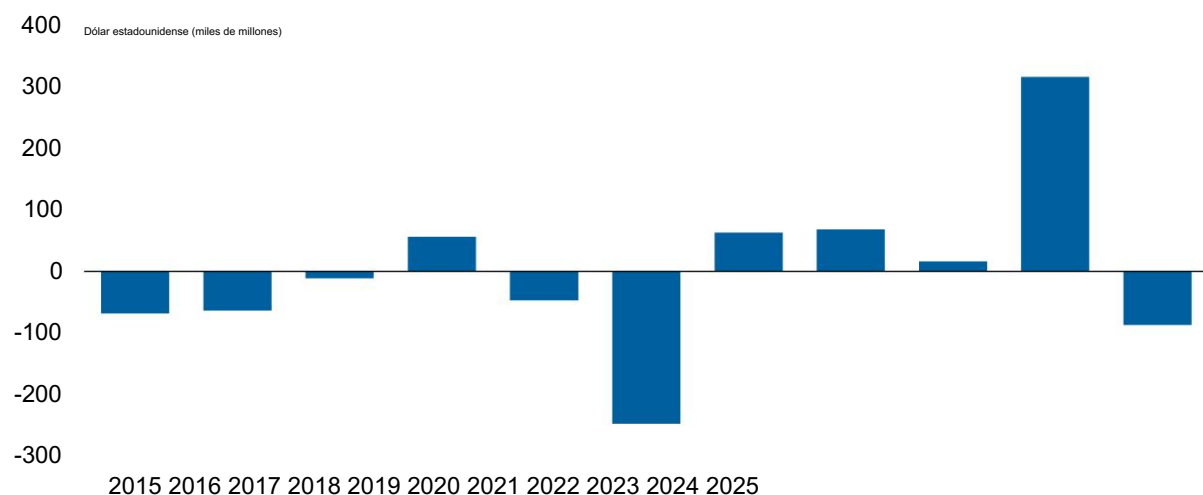
1. Fuentes: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, Servicio de Investigación del Congreso (CRS), The Street

- Las valoraciones se han mantenido sólidas: Si bien no son inmunes a los focos de volatilidad, las valoraciones de las acciones estadounidenses han mantenido una prima sobre otros mercados. El múltiplo precio-beneficio (P/E) a plazo promedio de 10 años para el S&P 500 es de 18,7x, en comparación con 14,3x para el MSCI EAFE (al 15 Septiembre de 2025). Si bien la prima de valoración de las acciones estadounidenses se debe principalmente a un crecimiento superior de las ganancias, sí proporciona un indicio del nivel de confianza que los inversores depositan en los activos estadounidenses.
- Continúa la sólida alineación entre accionistas y empresas: La emisión de opciones sobre acciones es mucho más común en EE. UU. que en otros mercados. Las opciones sobre acciones promueven una sólida alineación de los intereses de la gerencia y los accionistas y han sido un factor clave en la rentabilidad de las acciones. Al mismo tiempo, EE. UU. lidera el mundo en recompras de acciones, lo que representa un sólido impulso para el crecimiento del BPA. Durante la última década, el crecimiento del BPA ha sido mayor en EE. UU. (y Japón; véase más abajo) que en cualquier otro momento desde 1969. La expansión del BPA ha sido la mayor entre las acciones de crecimiento, dada la prevalencia de las recompras de acciones por parte de las empresas y su amplio uso de opciones sobre acciones en la remuneración total de los empleados.
- La gobernanza es una ventaja competitiva: Los fracasos de Enron y, más recientemente, de Theranos ilustran la importancia de los estándares de gobernanza. El colapso de Enron se debió a una contabilidad fraudulenta, la falta de supervisión del consejo de administración y conflictos de intereses. Theranos fracasó porque engañó a los inversores, fomentó una cultura de secretismo y contaba con una junta directiva con conocimientos insuficientes. Ambos escándalos expusieron graves fallos de gobernanza. En respuesta a Enron, Estados Unidos introdujo la Ley Sarbanes-Oxley (2002) para fortalecer la rendición de cuentas corporativa, los controles internos y la independencia del consejo de administración.<sup>2</sup> Hoy en día, vemos cada vez más cómo la gobernanza se convierte en un factor diferenciador.

Las empresas con juntas directivas diversas e independientes, informes transparentes y una clara alineación de accionistas son recompensadas con primas de valoración, mientras que las firmas con preocupaciones de gobernanza enfrentan un escrutinio cada vez mayor, participación de activistas y múltiplos descontados.

Los inversores globales han seguido invirtiendo en EE. UU.: La mayoría de las categorías de renta variable estadounidense, en particular los fondos mixtos de gran tamaño y los fondos tecnológicos, experimentaron reembolsos netos hasta mediados de año, impulsados por el aumento de los aranceles y la mayor incertidumbre política. Sin embargo, la magnitud de las salidas de capital se ha mantenido relativamente contenida. A pesar de estas caídas intermitentes, la confianza de los inversores se ha mantenido, respaldada por la solidez de los fundamentos corporativos y un sólido rendimiento de los beneficios. Este optimismo cauteloso refleja un mercado que, si bien navega por la volatilidad, sigue confiando en la solidez subyacente de las empresas estadounidenses.

Flujos netos del año calendario hacia acciones estadounidenses



Los resultados pasados no son garantía de los resultados futuros.

Al 31 de julio de 2025. Fuente: Broadridge Global Market Intelligence. Incluye fondos activos y pasivos, así como flujos de ETF a nivel mundial.

2. Fuentes: Bloomberg, Comisión de Bolsa y Valores

Por qué Estados Unidos ha tenido la ventaja

- **Infraestructura jurídica confiable:** Una sólida regulación de valores, una aplicación transparente y un sistema judicial fiable han brindado a los inversores una protección significativa. Según los estándares globales, EE. UU. tiene una alta puntuación en los indicadores de estado de derecho y gobernanza, y el índice de gobernanza del Banco Mundial lo sitúa constantemente en el decil superior. Hasta ahora, los inversores han pagado sistemáticamente una prima por los activos estadounidenses, depositando su confianza en un sistema predecible, justo y ejecutable.
- **Alta participación de los accionistas:** Una cultura accionarial activa ha creado un entorno donde los inversores institucionales y los fondos activistas interactúan habitualmente con los equipos directivos. Esta dinámica ha impulsado cambios significativos: una mayor rendición de cuentas mediante el voto por poder, la reestructuración de las juntas directivas y una mayor supervisión de las remuneraciones.

**Mercados de capitales profundos y líquidos:** Los mercados de valores estadounidenses, valorados en más de 45 billones de dólares estadounidenses, representan casi la mitad de la capitalización total de los mercados globales.<sup>3</sup> Esta escala proporciona liquidez, lo que permite una asignación eficiente de capital y la absorción de impactos. La diversidad de sectores y el escrutinio constante de analistas, inversores y reguladores crean un ciclo de retroalimentación que refuerza la transparencia y la rendición de cuentas.

Si bien el panorama de gobernanza estadounidense evoluciona bajo la presión de múltiples partes interesadas, su alineación fundamental con los intereses de los accionistas se mantiene intacta. Sin embargo, su dominio ya no es indiscutible, y la competencia está acortando distancias.

## Competencia global

Mientras Estados Unidos continúa perfeccionando su marco de gobernanza consolidado, varios mercados están experimentando cambios más transformadores. Japón y Corea del Sur, en particular, han lanzado ambiciosas agendas de reforma destinadas a elevar los estándares de gobernanza y generar valor para los accionistas. Para los inversores globales, estos avances presentan atractivas oportunidades, junto con las inversiones en Estados Unidos.

## Japón<sup>4</sup>

Japón inició su revolución de gobernanza hace una década, pasando de un modelo centrado en las partes interesadas y con baja eficiencia de capital a un marco más alineado con los accionistas. Desde 2014, una serie de reformas, basadas en el Código de Gobierno Corporativo y el Código de Administración, han reconfigurado las estructuras de los consejos de administración, la participación de los inversores y la asignación de capital. El resultado ha sido un renacimiento impulsado por la gobernanza en la renta variable japonesa.

Fase 1 (2015-2023): Construcción de las bases

- Se introdujeron códigos de gobernanza

El Código de Gobierno Corporativo de Japón (2015) fomentó la supervisión independiente de los directorios y el diálogo con los accionistas, mientras que el Código de Administración impulsó a los inversores institucionales a votar y participar activamente.

En 2020, todas las empresas TOPIX 100 tenían al menos dos directores independientes, frente a solo el 20% en 2013.

Entre 2015 y 2022, la independencia de la junta directiva aumentó a más de un tercio y las propuestas de los accionistas se cuadruplicaron.

3. Al 30 de junio de 2025. Fuente: Bloomberg

4. Fuentes: Japan Exchange Group, Agencia de Servicios Financieros

- Ganancias de eficiencia de capital

Los equipos de gestión comenzaron a priorizar el retorno sobre el capital (ROE) y a racionalizar los balances.

El ROE promedio se duplicó de ~5% en 2010 a ~10% a fines de la década de 2010.

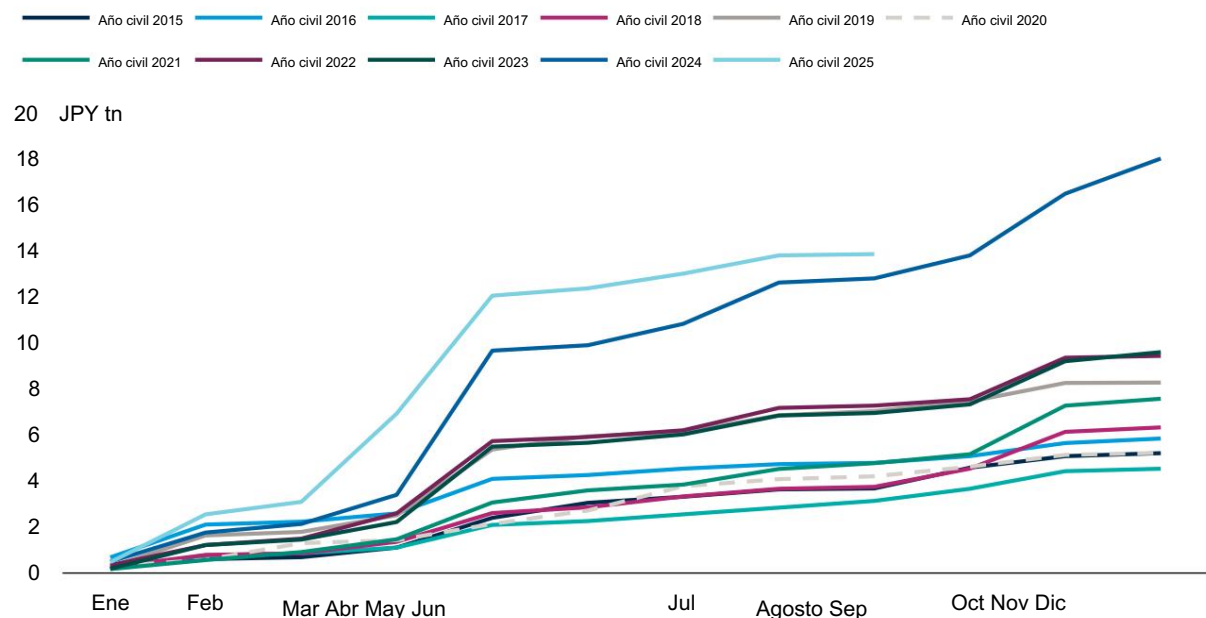
Las empresas liquidaron participaciones cruzadas, se deshicieron de activos no esenciales y redistribuyeron capital en recompras y reducción de deuda.

- Mejora de la valoración

La relación precio-valor contable de TOPIX aumentó de ~0,9x en 2012 a ~1,2x en 2019, lo que refleja una reducción de la brecha de valoración con sus pares globales.

El enfoque de la gerencia en la eficiencia del capital ha tenido resultados tangibles

Recompras anunciadas en Japón (acumuladas, billones de yenes)



Los resultados pasados no son garantía de los resultados futuros.

Al 19 de septiembre de 2025. Fuentes: Nikkei Value Search, Goldman Sachs, Capital Group

Fase 2 (2023-presente): Aceleración de la eficiencia del capital<sup>5</sup>

- Reforma del mercado principal de la Bolsa de Valores de Tokio (TSE)

En 2022, la Bolsa de Tokio lanzó el Mercado Prime con estándares de gobernanza más estrictos. En 2023, instó públicamente a las empresas que cotizan por debajo de su valor contable a mejorar la eficiencia de capital.

A mediados de 2023, el 92% de las empresas que cotizan en las principales bolsas habían revelado planes para aumentar el ROE u optimizar balances.

- Mejoras en el código de gobernanza

Revisado en 2021, el Código ahora requiere que un tercio de sus directores sean independientes y fomenta la diversidad en la junta.

El nivel de cumplimiento es alto: casi todas las grandes empresas cumplen con sus objetivos de independencia y la representación femenina en los directorios se ha más que duplicado hasta alcanzar aproximadamente el 15% en el índice TOPIX 100.

5. Fuentes: Agencia de Servicios Financieros, Bolsa de Tokio

- Aumento del activismo

Activistas nacionales y extranjeros han ganado fuerza con campañas en grandes empresas como Toshiba, Sony y Olympus.

La privatización de Toshiba en 2023 marcó un hito en la influencia de los accionistas.

- Divulgación de información sobre gestión consciente del costo del capital

TSE inició su solicitud de gestión consciente del costo del capital en marzo de 2023. Desde entonces, el 92% de las empresas que cotizan en el Prime Market han divulgado información (esto incluye empresas con un estado de divulgación de "en consideración") en comparación con solo el 51% de las empresas que cotizan en la bolsa. mercado estándar.

## Impacto en el valor para los accionistas<sup>6</sup>

Las reformas han provocado un renacimiento del mercado de valores de Japón:

- Rendimientos de capital récord

Las empresas japonesas han aumentado significativamente los dividendos y las recompras de acciones.

Durante el año fiscal 2022, las recompras alcanzaron los 9 billones de yenes japoneses (65 mil millones de dólares estadounidenses), el doble que el año anterior.

Los rendimientos de los dividendos aumentaron del 1,5% en 2015 a aproximadamente el 2,6% en 2023, incluso cuando los precios de las acciones subió.

- Recalificación del mercado

Las reformas de gobernanza han impulsado una recalificación de las acciones japonesas.

El TOPIX superó los 2.300 a mediados de 2023, su nivel más alto desde 1990.

Los inversores extranjeros fueron compradores netos de 6,3 billones de yenes japoneses (50.000 millones de dólares estadounidenses) en 2023, la mayor entrada en más de una década.

El P/E adelantado del TOPIX redujo su brecha con el S&P 500 (14x frente a 18x), lo que refleja una mejora confianza de los inversores.

- Rendimiento operativo

Las mejoras de gobernanza se han traducido en fundamentos más sólidos.

Los márgenes netos de los componentes de TOPIX alcanzaron el 7% en 2022, frente al 4% en 2010.

El ROE se estabilizó en torno al 10%, reduciendo la brecha con EE.UU. (14%).

Las ganancias por acción (EPS) han crecido un 6,9% en la última década.

Empresas como Toyota pasaron de acumular efectivo a una inversión activa de capital, con el objetivo de mantener un ROE por encima del 10%, lo que ha impulsado el rendimiento de las acciones.

## Cambio cultural e impulso reformista

La transformación de la gobernanza en Japón es cada vez más autosostenible. La eficiencia del capital se ha convertido en un tema recurrente en las presentaciones de resultados. Las reformas han continuado en todas las administraciones con un amplio apoyo político y de los inversores. Incluso las empresas de mediana y pequeña capitalización están adoptando voluntariamente las mejores prácticas de gobernanza, impulsadas por la presión de sus pares y los incentivos del mercado.

La Asociación Asiática de Gobernanza Corporativa (ACGA) otorgó a Japón su puntuación de gobernanza más alta en su historia en 2023, citando mejoras en las normas, la aplicación y la capacidad de respuesta corporativa.

## Corea del Sur<sup>7</sup>

Corea del Sur se encuentra en una etapa mucho más temprana de su revolución reformista, pero ha seguido el ejemplo de Japón. Las acciones surcoreanas se han cotizado durante mucho tiempo con descuento respecto a sus pares globales, a menudo atribuido a problemas de gobernanza, como complejas estructuras de participación cruzada, bajos pagos de dividendos y una limitada independencia del consejo de administración. En respuesta, Corea lanzó el Programa de Valorización Corporativa (CVUP) en 2024, una iniciativa impulsada por el mercado diseñada para mejorar la rentabilidad para los accionistas y alinear las prácticas corporativas con los estándares globales.

### Características principales de CVUP

- Planes de Valorización Voluntaria

Se anima a las empresas que cotizan en bolsa a presentar planes plurianuales que busquen mejorar la rentabilidad sobre el capital (ROE) y el valor para los accionistas. Estos planes incluyen compromisos de mayor distribución de dividendos, recompra de acciones, estructuras de grupo simplificadas y una mayor independencia del consejo de administración.

A finales de 2024, más de 150 empresas (que representan casi la mitad del mercado de capital flotante de KOSPI cap) había publicado dichos planes.

En particular, varios bancos importantes se comprometieron a aumentar los ratios de pago de dividendos desde niveles inferiores al 20% a entre el 30% y el 50%, mientras que los chaebols (grandes conglomerados familiares) comenzaron a simplificar las estructuras para reducir los descuentos de valoración.

- Incentivos de KRX e inclusión en el índice

La Bolsa de Valores de Corea (KRX) lanzó el índice KRX Value-Up que incentiva la participación en planes "Value-Up" a través de flujos pasivos y beneficios reputacionales.

Las empresas con planes creíbles también reciben tarifas de cotización reducidas y una mayor visibilidad.

- Apoyo regulatorio y reforma legal

Si bien el CVUP es voluntario, los reguladores han señalado la posibilidad de adoptar medidas obligatorias si su adopción se desacelera.

En 2025, la Asamblea Nacional de Corea aprobó enmiendas a la Ley Comercial, fortaleciendo los derechos de los accionistas minoritarios a través de mecanismos como la votación acumulativa para las elecciones de juntas directivas.

### Impacto en el valor para los accionistas

La iniciativa CVUP ya ha producido beneficios mensurables:

- Los retornos de capital aumentan

En 2024, las empresas coreanas repartieron 30,3 billones de wones en dividendos, un aumento interanual del 10,5%, de los cuales 18 billones de wones provinieron de los participantes de CVUP. Las recompras de acciones también alcanzaron un récord de 18,8 billones de wones.

Samsung Electronics se comprometió a realizar recompras regulares de acciones y dividendos más altos.

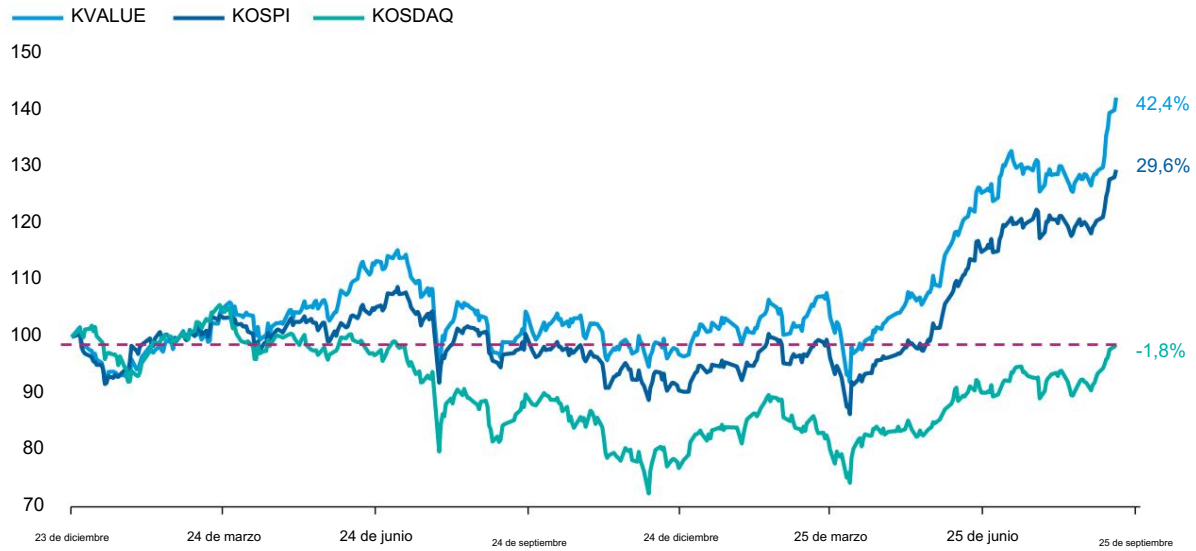
Los principales bancos como KB Financial y Shinhan aumentaron sus tasas de pago hasta alcanzar las normas globales.

- Rendimientos del mercado y aumento de la valoración

Desde principios de 2024, el índice KRX Value-Up ha subido un 42,4%, superando significativamente los índices más amplios KOSPI (29,6%) y KOSDAQ (-1,8%).

7. Fuentes: KRX – Bolsa de Corea, Business Korea

El índice Value-Up de Corea ha superado al resto de las acciones coreanas desde 2024.



Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros.

Al 16 de septiembre de 2025 (rebasado a 100 al 28 de diciembre de 2023). Fuente: Sistema de Datos de Mercado KRX.

Los inversores extranjeros se convirtieron en compradores netos de acciones coreanas, revirtiendo años de salidas.

La relación precio-valor contable del KOSPI 200 aumentó durante 2025, pasando de 0,8x a 1,25x. Esto refleja una  
Se ha reducido el descuento por gobernanza, aunque todavía hay margen de mejora.

• Aumento de la participación de los accionistas

Durante la temporada de representación de 2025 se recibieron 78 propuestas de accionistas, un aumento del 48 % respecto de 2024, centradas en los dividendos y la independencia de la junta.

Los niveles de apoyo fueron significativamente más altos que en años anteriores, lo que indica un cambio cultural en  
Expectativas de los inversores y capacidad de respuesta corporativa.

¿Revelar o no revelar? Los indicadores a corto plazo son positivos para los participantes del CVUP.

	Divulgadores	No divulgadores
Rentabilidad del precio de las acciones en el año civil 2024	+4,5%	-16,9%
Rentabilidad sobre el capital del año fiscal 2024	8.0%	5,5%
Relación precio-valor contable del ejercicio 2024	0,8x	0,9x
Tasa de pago de dividendos del año fiscal 2024	41%	21,4%

Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros.

Al 31 de diciembre de 2024. Fuente: Bloomberg. CY: Año calendario. FY: Año fiscal.

El panorama de gobernanza de Corea está evolucionando significativamente

- Los derechos de los accionistas minoritarios se han fortalecido mediante el voto acumulativo y umbrales más bajos para acciones legales.
- La independencia de auditoría ha mejorado y la diversidad en los directorios está ganando terreno.
- Empresas como LG Chem, inicialmente reticentes, se unieron a CVUP después de la presión del mercado, anunciando dividendos especiales y reducción de las brechas de valoración.

Aún persisten desafíos, como la ambición desigual en los planes de valorización y los posibles cambios políticos. Sin embargo, estas reformas representan un cambio estructural y están cobrando impulso institucional. Los esfuerzos de Corea están reduciendo activamente la brecha entre la solidez de la gobernanza soberana y los estándares de gobernanza corporativa.

#### Implicaciones estratégicas para los inversores globales<sup>8</sup>

Las reformas de gobernanza han hecho que los mercados de valores de Japón y Corea sean más invertibles y atractivos. Antes de las reformas, ambos mercados cotizaban consistentemente con grandes descuentos respecto a sus pares internacionales. En 2012, el PER ajustado cíclicamente de Corea fue aproximadamente un 40 % inferior al de Estados Unidos, y el de Japón, un 35 % inferior. Para 2023, esas brechas se habían reducido al 20% y al 15%, respectivamente, siguiendo de cerca el cronograma de mejoras de gobernanza.

En conjunto, estos estudios de caso demuestran que la reforma de la gobernanza es una palanca poderosa para la creación de valor para los accionistas y puede reposicionar un mercado en las carteras globales.

### China: Reformas de gobernanza 2024-2025 para liberar valor para los accionistas

Si bien Japón y Corea han liderado la transformación de la gobernanza de Asia, China está siguiendo su ejemplo. Las reformas impulsadas por la regulación están empezando a remodelar el comportamiento corporativo, y el valor para los accionistas está ahora firmemente en la agenda.

Históricamente, el modelo de gobernanza de China se distanció del de sus pares regionales. Un mercado con una fuerte presencia minorista y el papel desproporcionado del Estado implicaban que las empresas cotizadas, especialmente las empresas estatales (EPE), a menudo priorizaban las políticas sobre las ganancias. Sin embargo, con los mercados de capitales bajo presión y la confianza de los inversores en declive, los reguladores están cambiando de estrategia. La Comisión Reguladora de Valores de China (CRVCh) ahora insta a las empresas a gestionar activamente el valor de mercado, alineando las acciones corporativas con los intereses de los inversores.

#### Un cambio histórico: la gestión del valor de mercado<sup>9</sup>

En noviembre de 2024, la CSRC emitió su primera directiva integral sobre "gestión del valor de mercado", instando a las empresas a respaldar los precios de las acciones mediante dividendos, recompras, fusiones y adquisiciones y mejoras del ROE.

El impacto fue inmediato: durante la junta general anual (JGA) de 2024, las empresas que cotizan en bolsa repartieron un récord de 2,4 billones de yuanes en dividendos y recompraron acciones por valor de 147.600 millones de yuanes. Este es un récord histórico para ambos indicadores, ya que las empresas respondieron a normas de distribución más estrictas y a la presión regulatoria. Este impulso se ha mantenido en 2025, con más empresas comprometiéndose a adoptar medidas que favorezcan a los accionistas.

#### Impacto en el sentimiento del mercado

Los mercados han respondido como se esperaba. Las antiguas preocupaciones sobre la ineficiencia y la opacidad del capital, desde el exceso de acumulación de efectivo hasta las inversiones cuestionables, comenzaron a disiparse. Con un mayor retorno de efectivo y unos incentivos más claros para impulsar la rentabilidad de las acciones, la confianza de los inversores ha mejorado.

Los sectores subvaluados, en particular las empresas estatales tecnológicas e industriales conocidas por acumular capital inactivo, vieron renovado interés a medida que aumentaban las expectativas de pagos y reestructuraciones.

8. Fuentes: World Population Review, CEIC, Sibilis Research, Monevator

9. Fuentes: Oficina de Información del Consejo de Estado de la República Popular China (SCIO), Bolsa de Valores de Taiwán, Valores Comisión de Malasia, Comisión de Bolsa y Valores (Tailandia)

Empresas estatales: las reformas de gobernanza afectan el núcleo

Reconociendo el papel descomunal de las empresas estatales, el gobierno está impulsando reformas más profundas. En enero de 2024, la Comisión de Supervisión y Administración de Activos Estatales (SASAC) anunció que la "gestión del valor de mercado" se incluiría en las evaluaciones del desempeño ejecutivo de las empresas estatales de gestión centralizada. Esto supone un cambio importante: el rendimiento de las acciones y la rentabilidad para los inversores forman ahora parte del sistema de evaluación de los líderes corporativos más poderosos de China.

Impulso regional: la gobernanza está en aumento en Asia

Las reformas de gobernanza de China no se están produciendo de forma aislada. Taiwán introdujo comités de auditoría obligatorios para las grandes empresas en 2024. Malasia y Tailandia han reforzado la protección de las minorías y la supervisión de los consejos de administración. A medida que los estándares de gobernanza mejoran en Asia y estos mercados acortan distancias con Estados Unidos, el capital global está cada vez más dispuesto a fluir hacia mercados que premian la transparencia, la rendición de cuentas y la alineación de los inversores.

El mensaje es claro: la gobernanza ha dejado de ser una métrica blanda para convertirse en un factor clave para la creación de valor. En un mundo de creciente paridad de gobernanza, Estados Unidos debe seguir ganándose la prima de confianza que históricamente lo ha distinguido.

## La gobernanza es una ventaja competitiva: ¿puede Estados Unidos conservarla?

Mientras otros ascienden, Estados Unidos conserva fortalezas únicas de innovación, profundidad y reinversión.

- **Dominio de la innovación:** una cultura de innovación significa que Estados Unidos fomenta empresas que tienen Se convertirán en líderes globales y dominantes del mercado. Los inversores seguirán asignando capital a estas empresas, y las mejoras en la gobernanza, que ya muestran muchas grandes tecnológicas, no hacen más que reforzar el argumento.
- **Profundidad del mercado:** Los grandes fondos de capital en fondos indexados, fondos de pensiones y fondos de dotación brindan estabilidad y una prima de liquidez.
- **Adaptabilidad de la gobernanza:** desde la opinión sobre los salarios hasta la supervisión de los riesgos de la junta directiva, Estados Unidos ha demostrado una capacidad para la reinversión y ha demostrado su capacidad de evolución. La turbulencia política está impulsando un renovado enfoque en la integridad institucional, lo que podría elevar los estándares de gobernanza con el tiempo.

Los inversores están más atentos a las cuestiones de gobernanza debido a los acontecimientos recientes. Paradójicamente, esto podría conducir a estándares de gobernanza más altos a largo plazo, al igual que Enron y Theranos renovaron la atención a la supervisión de los consejos de administración. No debe subestimarse la capacidad del sistema estadounidense para aprender y adaptarse; ha sido un factor clave del liderazgo económico del país durante décadas.

# Conclusión

## Señales y desarrollos a tener en cuenta

La resiliencia del modelo económico estadounidense enfrenta nuevas pruebas a medida que la economía global cambia bajo el peso de la disrupción tecnológica, el realineamiento geopolítico y los flujos de capital en evolución.

Los pilares fundamentales de la productividad, la gobernanza y la estabilidad financiera se mantienen sólidos. Sin embargo, su trayectoria futura dependerá de la eficacia con la que Estados Unidos y sus pares globales se adapten a las presiones de la Gran Reestructuración Global.

Para los inversores, los acontecimientos clave que deben seguir de cerca en el futuro incluyen:

- El ritmo y el impacto de las ganancias de productividad impulsadas por la tecnología.

La IA tiene el potencial de convertirse en una tecnología de propósito general transformadora, transformando industrias y redefiniendo la productividad. Los inversores deberían prestar atención a cómo se desarrollan los beneficios de la IA a nivel global. ¿Proporcionará un impulso generalizado a la productividad o servirá como una ventaja estratégica concentrada en ciertos países? Quienes logren aprovechar las ganancias de productividad de la IA y otras tecnologías definirán a los ganadores finales y cómo evolucionarán las economías.

Un factor crítico es si la tecnología y la inversión avanzan a la par. Si la tecnología avanza más rápido que la inversión, podríamos observar fuertes aumentos de productividad a costa de la disrupción del mercado laboral. Si la inversión lidera, habrá tiempo para que las economías se adapten. El resultado ideal es aquel en el que la tecnología y la inversión avanzan juntas.

- La reconfiguración de los flujos comerciales y de inversión. Los intentos históricos de abordar los desequilibrios comerciales de Estados Unidos han sido en gran medida insuficientes, lo que a menudo ha debilitado el dólar, al tiempo que ha impulsado reformas estructurales en el extranjero. Los esfuerzos actuales de reequilibrio ya están reconfigurando los flujos globales de capital.

A corto plazo, la repatriación de inversiones de cartera ha impulsado el repunte de las acciones regionales. A largo plazo, la inversión extranjera directa (IED) podría estar impulsada por una alineación geopolítica más que por razones económicas, lo que fortalecería los vínculos entre economías no estadounidenses y podría redefinir el panorama global de la inversión.

- Sostenibilidad de la deuda y el dólar estadounidense. Las proyecciones de la relación deuda/PIB de EE. UU. dependen de diversos supuestos, e incluso pequeñas desviaciones pueden alterar significativamente las previsiones. Los inversores deben estar atentos a las medidas políticas que podrían implementarse, como las inversiones en infraestructura digital y la adopción de inteligencia artificial para impulsar la productividad; la orientación prospectiva o la expansión cuantitativa para anclar los tipos de interés a largo plazo; y el gasto de capital en sectores estratégicos para impulsar el crecimiento a largo plazo.

La depreciación del dólar estadounidense podría reflejar un descuento debido a las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal estadounidense, la independencia de los bancos centrales y la imprevisibilidad de las políticas. Sin embargo, si bien el dólar puede estar enfrentando dificultades cíclicas, los fundamentos estructurales de su dominio —liquidez, confianza y solidez institucional— siguen anclando el comportamiento de los inversores.

- Durabilidad de la gobernanza centrada en los accionistas. Ciertos elementos de la gobernanza corporativa estadounidense. Están evolucionando. La alineación estratégica ha cobrado relevancia, mientras que el apoyo a las propuestas ambientales y sociales ha disminuido. Las lecciones de errores pasados, como los de Enron y Theranos, destacan la resiliencia del sistema estadounidense y su capacidad para restaurar la confianza de los inversores.

La fuerte alineación entre la gerencia y los accionistas sigue siendo una fortaleza fundamental de los activos estadounidenses. Sin embargo, sus pares globales se están poniendo al día. Japón y Corea están demostrando que la gobernanza puede ser una fuente de ventaja competitiva y un impulsor de la rentabilidad de las acciones.

Éstas son sólo algunas de las dinámicas que determinan el futuro del excepcionalismo estadounidense, así como el panorama competitivo en los mercados desarrollados y emergentes.

La pregunta ya no es si se avecina un cambio, sino cómo afrontarlo.

Todos los datos corresponden al 30 de septiembre de 2025, salvo que se indique lo contrario.

Las declaraciones atribuidas a una persona representan sus opiniones a la fecha de publicación y no necesariamente reflejan la opinión de Capital Group ni de sus filiales. Esta comunicación es para uso interno y confidencial del destinatario y no debe transmitirse a terceros. Esta comunicación es de carácter general y no pretende ofrecer asesoramiento en materia de inversión, fiscalidad ni de otro tipo, ni constituir una solicitud de compra o venta de valores. Toda la información corresponde a la fecha indicada y se atribuye a Capital Group, salvo indicación contraria. Si bien Capital Group realiza esfuerzos razonables para obtener información de terceros que considera precisa, no puede garantizarla.

Esta comunicación es emitida por Capital International Management Company Sàrl (CIMC), a menos que se indique lo contrario, que está regulada por la CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier de Luxemburgo.

En Suiza, esta comunicación la emite Capital International Sàrl, autorizada y regulada por la Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero Suizo (FINMA).

En el Reino Unido, esta comunicación la emite Capital International Limited, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido.

En Australia, esta comunicación es emitida por Capital Group Investment Management Limited (ACN 164 174 501 AFSL No. 443 118), miembro de Capital Group, ubicada en Suite 4201, Level 42 Gateway, 1 Macquarie Place, Sydney, NSW 2000 Australia.

En Hong Kong, esta comunicación ha sido preparada por Capital International, Inc. (CIIInc), miembro de Capital Group, sociedad constituida en California, Estados Unidos de América. La responsabilidad de los miembros es limitada. Este anuncio o publicación no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong.

En Singapur, esta comunicación ha sido preparada por Capital Group Investment Management Pte. Ltd. (CGIMPL), miembro de Capital Group, sociedad constituida en Singapur. Este anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur ni por ningún otro organismo regulador.

Todas las marcas comerciales de Capital Group son propiedad de The Capital Group Companies, Inc. o de una empresa afiliada. Todos los demás nombres de empresas mencionados son propiedad de sus respectivas empresas.

© 2025 Capital Group. Todos los derechos reservados.

