

Perspectivas 2024

Reconfiguración de la inversión

Tras el reajuste de los tipos:
Cinco consideraciones para el año
que comienza

J.P.Morgan PRIVATE BANK

Las opiniones y estrategias expresadas en este artículo se basan en las condiciones actuales, están sujetas a cambios, podrían no ser adecuadas para todos los inversores y podrían diferir de las de otras filiales y empleados de JPMorgan Chase & Co. Las opiniones y estrategias podrían no ser adecuadas para todos los inversores. Los inversores deben hablar con sus representantes financieros antes de contratar cualquier producto de inversión o asumir cualquier estrategia. Este material no debe considerarse como una investigación, ni como un informe de investigación de J.P. Morgan. **Las perspectivas y las rentabilidades pasadas no son indicadores fiables de los resultados futuros.** Le rogamos que lea la documentación sobre regulación, comunicaciones, limitaciones de responsabilidad, riesgos y otra información importante que figura al final de este artículo

PRODUCTOS DE INVERSIÓN: • SIN GARANTÍA FDIC • SIN GARANTÍA BANCARIA • PUEDEN PERDER VALOR

Prólogo

En muchos sentidos, este último año ha desafiado las expectativas. La recesión que todos preveían en Estados Unidos no se ha producido. En muchas economías, el crecimiento ha demostrado una capacidad de resistencia sorprendente. La inflación ha retrocedido desde máximos de las últimas décadas. Las carteras globales multi activos han recuperado más de la mitad del terreno perdido desde que el mercado tocara techo a finales de 2021 hasta el mínimo de octubre de 2022.

Al mismo tiempo, la histórica subida de las rentabilidades de la renta fija global ha reconfigurado el entorno de inversión. Efectivamente, la subida de los tipos da más opciones a los inversores a la hora de elaborar sus planes financieros, lo que no ocurría desde la crisis financiera global.

En nuestro artículo de Perspectivas 2023, titulado “Ver el potencial”, animábamos a los clientes a mirar más allá de los factores que podían perjudicar al crecimiento y a considerar las perspectivas que apuntaban a unos mercados más fuertes. Resultó ser un buen consejo.

Al prepararnos para el año que comienza, confiamos en la experiencia de nuestro Grupo de Estrategia de Inversión Global para ayudarnos a identificar tanto los riesgos como las oportunidades que se presentan a los inversores. En su opinión, las rentabilidades más altas de la renta fija y las valoraciones razonables de la renta variable hacen que las expectativas de rentabilidad de muchas clases de activos sean las más prometedoras desde hace más de una década.

Con independencia de lo que suceda en los mercados, confiamos los unos en los otros y en las relaciones que hemos forjado a lo largo de los años para prestarle nuestro mejor servicio. Es un honor para nosotros seguir a su lado.

Gracias por seguir confiando en J.P. Morgan.

Atentamente,



David Frame
CEO, U.S. Private Bank



Martin Marron
CEO, International Private Bank

Claves de Perspectivas 2024

Es probable que la inflación se estabilice.

Aun así, debería protegerse frente a ella. Una opción es la renta variable; otra, los activos reales.

El dilema de la liquidez.

Sí, las rentabilidades resultan tentadoras. No obstante, creemos que ya han tocado techo.

La renta fija es más competitiva ahora.

El reajuste de los tipos ha llegado a su fin. Es el momento de considerar la posibilidad de asegurar rendimientos más altos.

La renta variable parece avanzar hacia nuevos máximos.

El consenso no se equivoca. La inteligencia artificial puede cambiar las reglas del juego.

Tensión crediticia contenida.

Los inversores pueden considerar oportunidades en activos inmobiliarios y créditos privados sometidos a estrés.

Índice

INTRODUCCIÓN

Páginas 6-9

Tras el reajuste de los tipos

INFLACIÓN

Páginas 10-15

Es probable que la inflación se estabilice

LIQUIDEZ

Páginas 16-19

El dilema de la liquidez

RENTA FIJA

Páginas 20-23

La renta fija es más competitiva ahora

RENTA VARIABLE

Páginas 24-29

La renta variable parece avanzar hacia nuevos máximos

CRÉDITO

Páginas 30-35

Tensión crediticia contenida

CONCLUSIÓN

Páginas 36-37

Reconfiguración del entorno de inversión

PERSPECTIVAS GLOBALES

Páginas 38-47

Ampliar el horizonte

Tras el reajuste de los tipos: Reconfiguración de la inversión

Hace más de una década que no había tantas opciones de inversión atractivas. Pero, ¿cómo personalizar las posibilidades con una estrategia que optimice sus necesidades y objetivos financieros concretos? Creemos que la clave para aprovechar la dinámica del nuevo entorno de tipos es comprender —y analizar más detenidamente— cinco consideraciones importantes.

El gran cambio hacia un nuevo entorno de tipos de interés

Hace tres años, casi un 30% de toda la deuda gubernamental global se negociaba con rentabilidades negativas. Parecía que la época de tipos de interés ultra bajos nunca terminaría.

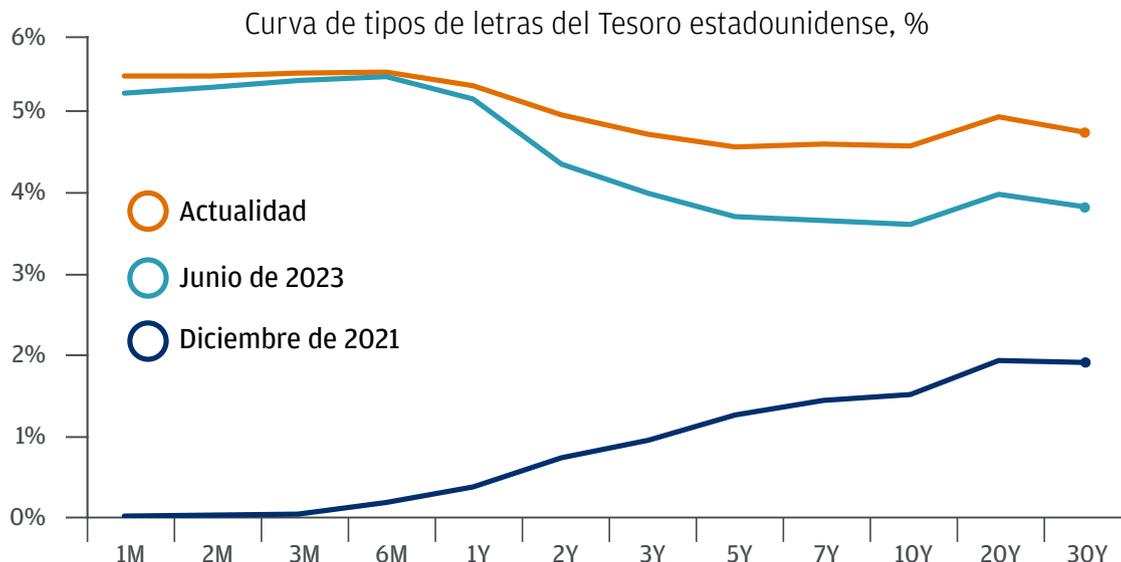
Pero lo hizo.

En la actualidad, la deuda con rendimientos negativos prácticamente ha desaparecido. Más de la mitad de la deuda soberana de los países desarrollados se negocia con rentabilidades superiores al 4%, y las letras del Tesoro estadounidense, en toda la curva, desde las letras a 3 meses hasta los bonos a 30 años, ofrecen rendimientos que oscilan entre casi el 4,5% y el 5,5%.

La subida de los rendimientos de la renta fija en todo el mundo no solo es histórica –también es el acontecimiento más importante en los mercados desde que salimos de la pandemia de COVID-19.

Además, ha reconfigurado el entorno de inversión. Los tipos de interés cercanos al 5% dan más opciones a los inversores a la hora de elaborar planes patrimoniales alineados con sus objetivos, lo que no ocurría desde la crisis financiera global.

EL REAJUSTE DE LOS TIPOS: MOVIMIENTOS SIGNIFICATIVOS EN TODA LA CURVA DE TIPOS



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 15 de noviembre de 2023.

Muchos inversores ya han pagado un precio por esta nueva flexibilidad. Las carteras globales multi activos tan sólo han logrado ligeras ganancias desde que la renta variable se disparó en noviembre de 2020 con la noticia del éxito del ensayo clínico de la vacuna de Pfizer contra el COVID. Por primera vez en la historia, la deuda *investment grade* (incluyendo valores soberanos, bonos municipales y crédito corporativo) podría sufrir rentabilidades totales negativas durante tres años consecutivos. A pesar de un buen año 2023, a los mercados de renta variable en general también les ha costado encontrar su dirección, con fuertes oscilaciones en algunas acciones y sectores.

Mientras que las carteras multi activos se han mantenido estancadas, hace más de 15 años que la liquidez no resulta tan atractiva. Por ello, no debe sorprendernos que nuestros clientes hayan aumentado en más de 120.000 millones de dólares sus posiciones en fondos monetarios, letras del Tesoro y otras inversiones de renta fija a corto plazo, para generar un rendimiento incremental con riesgo bajista limitado. Estas posiciones no han provocado una caída de los depósitos -también se han añadido al

menos 18.000 millones en cuentas corrientes y de ahorro, y certificados de depósito. En pocas palabras, nuestros clientes mantienen una liquidez significativamente más elevada que hace dos años.

Es comprensible que la liquidez resulte tentadora. Al mismo tiempo, los rendimientos más altos de la renta fija y las valoraciones razonables de la renta variable implican que las expectativas de rentabilidad de muchas clases de activos parecen más prometedoras que en ningún momento desde la crisis financiera global.

En resumen, está claro que los mercados han entrado en un régimen de tipos de interés completamente nuevo. Nuestra sugerencia es que los inversores consideren la posibilidad de aprovechar lo antes posible esta oportunidad, que en nuestra opinión sólo se da una vez en cada generación, y que podría no estar disponible dentro de un año. Pero ¿cómo personalizar las distintas posibilidades con una estrategia que optimice sus necesidades y objetivos financieros concretos?

Creemos que la clave para aprovechar la dinámica del nuevo entorno de tipos al 5% es comprender —y analizar más detenidamente— las siguientes cinco consideraciones importantes:

01

Es probable que la inflación se estabilice. Aun así, debería protegerse frente a ella.

02

El dilema de la liquidez: beneficios y riesgos de mantener demasiada.

03

La renta fija es más competitiva frente a la renta variable; debe ajustar la combinación en función de sus ambiciones.

04

Con el impulso de la inteligencia artificial, la renta variable parece estar avanzando hacia nuevos máximos.

05

Se avecinan focos de tensión en el crédito, pero probablemente serán limitados.



—
01
—

Es probable que la
inflación se estabilice.
Aun así, debería
protegerse frente
a ella.



Es importante citar las circunstancias que provocaron el reajuste de los tipos para explicar hacia dónde creemos que se dirigirán la inflación y los tipos de interés. En 2021 y 2022, cuando la inflación se disparaba en todo el mundo, casi todos los principales bancos centrales (salvo el Banco de Japón y el Banco Popular de China) subieron los tipos de interés de forma agresiva. Aunque los tipos de interés a corto plazo subieron rápidamente, los rendimientos a más largo plazo no lo hicieron hasta el final del verano o principio de otoño.

Un posible motivo de este cambio es que los inversores están empezando a creer que la inflación será más elevada que a finales de la segunda década del siglo XXI, y que van a necesitarse unos tipos de referencia más altos para mantenerla a raya.

Estamos de acuerdo con esta valoración.

No obstante, creemos que, a corto plazo, la inflación caerá.

La inflación ya ha retrocedido desde sus recientes e inesperados máximos. En Estados Unidos, se ha desplomado desde un máximo superior al 9%, al 3,5% actual. Conviene destacar el reciente enfriamiento de la inflación de servicios como hoteles y parques de ocio, donde las subidas de los precios tienden a persistir. Las perspectivas de inflación del alojamiento, que actualmente representa cerca de tres cuartas partes de todo el cambio interanual del Índice de Precios al Consumo (IPC), nos hace confiar aún más en que la inflación seguirá cayendo en Estados Unidos. Los datos más recientes sobre inflación de los alojamientos, incluyendo los precios de la vivienda y los nuevos arrendamientos, indican que ésta seguirá enfriándose hasta llegar a un nivel manejable.

Fuera de Estados Unidos la inflación también se está desacelerando, aunque más lentamente. En las economías desarrolladas ha caído al 4% desde un máximo cercano al 8%. A nivel global, la inflación real va por debajo de las previsiones de los economistas desde abril de 2023, y creemos que tanto en Estados Unidos como en Europa, la inflación de precios se acercará al mandato del 2% de los bancos centrales a finales de 2024.

En lo que respecta a los salarios, existe un mayor equilibrio entre la oferta y la demanda de mano de obra. La diferencia entre ofertas de empleo (demanda de mano de obra) y trabajadores desempleados (oferta de mano de obra) en Estados Unidos ha caído desde su máximo de más de 6 millones a cerca de 2,5 millones en la actualidad.

El aumento de la inmigración también ha incrementado el número de trabajadores disponibles. Este año hasta la fecha, los trabajadores nacidos en el extranjero representan más del 40% de los más de 3 millones de nuevos empleos en Estados Unidos.

Por ello, puede decirse que el crecimiento salarial estadounidense, visto a través de su aproximación del índice del coste del empleo excluyendo el pago de incentivos, se ha frenado, pasando de más de un 6% a cerca del 4%.

Los bancos centrales seguirán buscando una mayor moderación, pero los avances son claros y alentadores. Aun así, creemos que la inflación del 2% probablemente acabe siendo más bien un suelo que un techo para la evolución de los precios. Los indicadores de mercado

LA INFLACIÓN YA HA CAÍDO DESDE LOS MÁXIMOS DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

IPC, cambio porcentual interanual



*Economías avanzadas incluyen: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

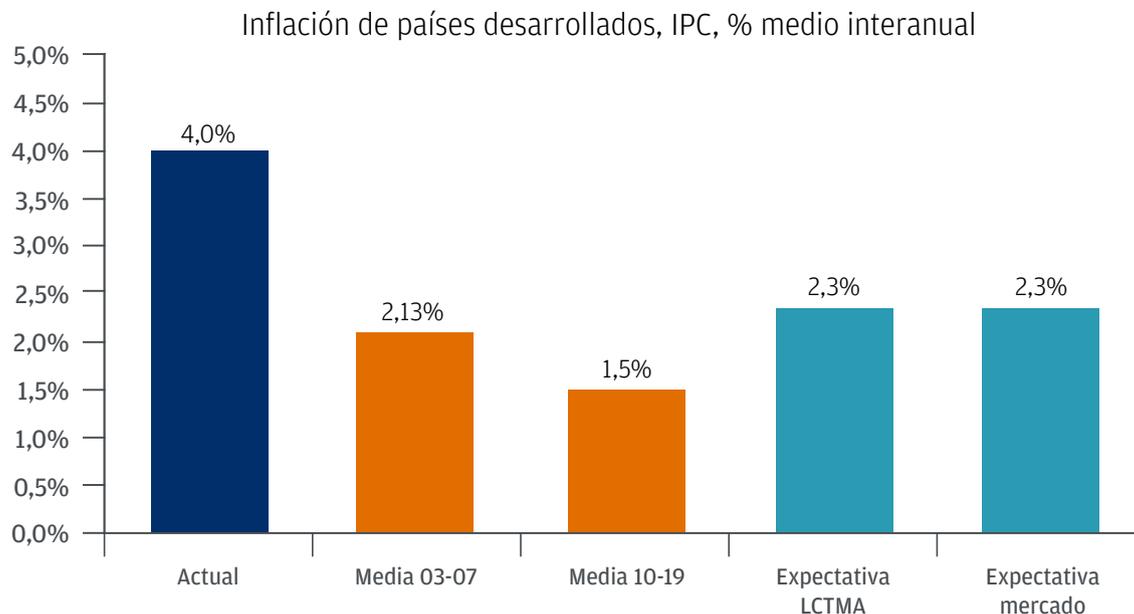
Fuentes: Reserva Federal, Haver Analytics. Datos a 31 de octubre de 2023.

sobre inflación futura (como las tasas de inflación de equilibrio y los swaps de inflación) sugieren que los inversores también esperan que la inflación oscile entre el 2,0% y el 2,5% en los próximos 5-10 años, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona. Esta cifra debe compararse con el rango de 1,5%-2% que se dio entre 2015 y 2020. Esperamos que la inflación de las economías desarrolladas se estabilice igualmente entre el 2% y el 2,5%, aunque con más variabilidad de la existente en la segunda década del siglo XXI.

Por supuesto, existen fuerzas en sentido contrario, que podrían impulsar al alza la inflación a medio plazo. La política industrial y la transición energética podrían hacer subir los precios de las materias primas. De hecho, al menos inicialmente, la evolución hacia fuentes

de energías limpia podría provocar brotes de inflación. Las propias expectativas de inflación de los consumidores también podrían impulsar la inflación al alza, lo que en la práctica pasaría a ser una profecía autocumplida. El fenómeno de *nearshoring* y los ajustes en las cadenas de suministro globales también limitarán la caída de los precios de los bienes. Desde una perspectiva fundamental, creemos que muchas partes de la economía (el mercado laboral, la vivienda, las materias primas) tienen una oferta insuficiente para satisfacer la demanda. Esto debería presionar los precios al alza más que en la primera década del siglo XXI.

LA INFLACIÓN PROBABLEMENTE SE ESTABILICE A UN NIVEL MÁS ALTO QUE EN LA DÉCADA ANTERIOR



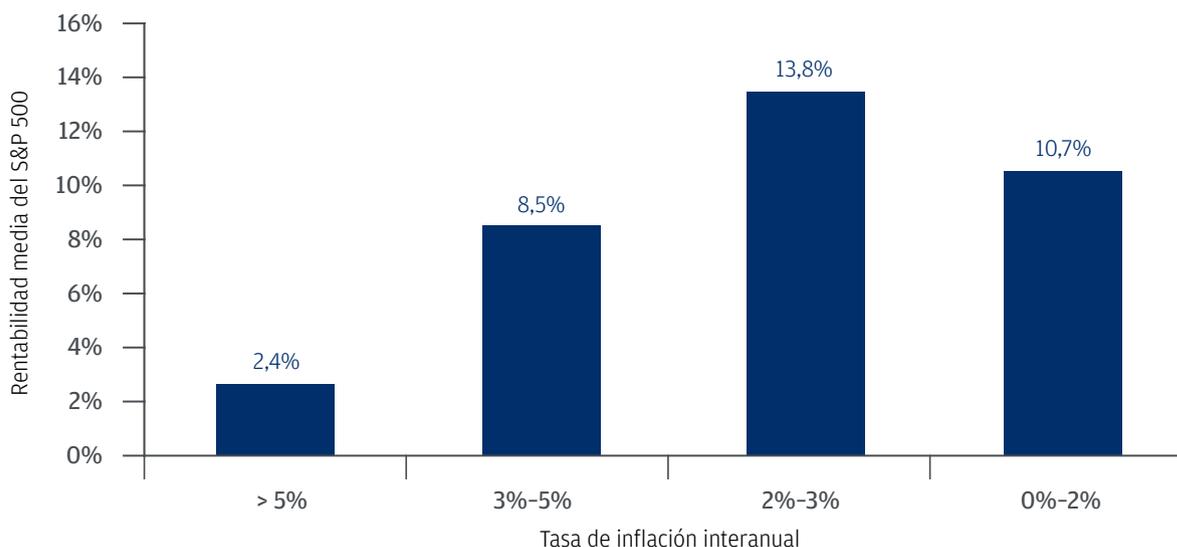
Fuentes: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Data

¿Cómo deben afrontar los inversores la perspectiva de una inflación más significativa en 2024 y en adelante?

En primer lugar, podrían dirigirse a la renta variable. Desde finales de 2019, los precios al consumo estadounidenses han subido casi un 19%. Por otro lado, los beneficios del S&P 500 han crecido más de un 35%. Y, lo que es aún más importante, los márgenes de beneficio del S&P 500 se han estabilizado cerca del 12%, en línea con los máximos anteriores a la pandemia y solo un punto porcentual por debajo de los picos de 2021. Creemos que las grandes compañías cotizadas van a poder seguir manteniendo tanto su poder de fijación de precios como sus márgenes. Este fenómeno no se limita sólo a Estados Unidos. No hay más que fijarse en el sector europeo de bienes de lujo, que goza de poder de fijación de precios al tiempo que registra un sólido crecimiento.

BUEN MOMENTO PARA LA RENTA VARIABLE: LA RENTA VARIABLE TIENDE A OBTENER BUENOS RESULTADOS CUANDO LA INFLACIÓN OSCILA ENTRE EL 2% Y EL 3%

Rentabilidad interanual del S&P 500 en distintos entornos de inflación, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 17 de noviembre de 2023. **Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna garantía de rentabilidades futuras.** No es posible invertir directamente en un índice.

De hecho, si la inflación oscila entre el 2% y el 3%, como creemos que sucederá, esto debería favorecer a la renta variable. La rentabilidad interanual media del S&P 500 es de casi un 14% cuando la inflación se mueve dentro de este rango.

Además, la renta variable podría no ser la única defensa frente a la inflación. Creemos que el entorno actual también aconseja mantener una potencial exposición a activos reales, como inmobiliario, infraestructuras, transportes, materias primas y activos forestales en todo el mundo.

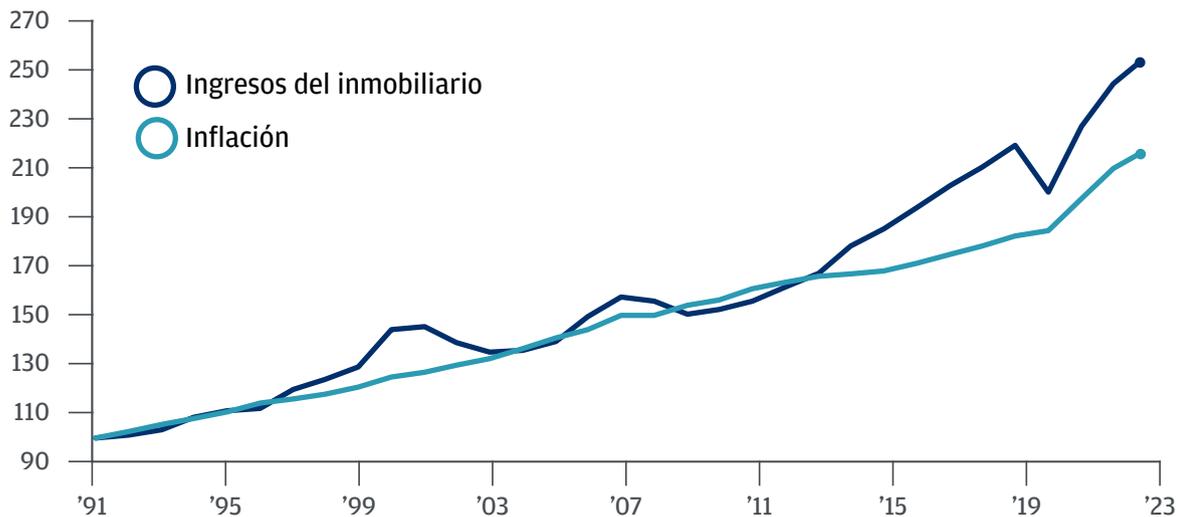
Como ejemplo instructivo, tomemos el inmobiliario. Las rentas inmobiliarias tienden a crecer más que la inflación, y la mayor parte de los contratos de arrendamiento de inmuebles comerciales contienen

actualizaciones de la renta por inflación. Es más, a medida que las materias primas (por ejemplo, el acero o la madera) y la mano de obra se encarecen, el valor de los edificios existentes tiende a subir, porque resulta más caro sustituirlos. Es cierto que existen problemas en el sector de oficinas y en parte del sector comercial y hotelero, pero creemos que otros sectores, como el industrial y los centros de datos, ofrecen sólidas perspectivas de crecimiento.

En el ciclo anterior, los inversores utilizaron los bonos para contrarrestar la ralentización en el crecimiento. En el ciclo que está surgiendo ahora, creemos que los inversores podrían utilizar los activos reales para proteger sus carteras frente a una inflación más elevada.

EN UN PERIODO DE 30 AÑOS, LOS INGRESOS DEL INMOBILIARIO CASI SIEMPRE HAN SUPERADO A LA INFLACIÓN

Ingresos del inmobiliario estadounidense e inflación (1991= 100)



Fuentes: J.P. Morgan Asset Management, GRA Research, NCREIF, Oficina de Estadísticas Laborales.
Datos a 30 de junio de 2023.

—
02
—

El dilema de la
liquidez: beneficios y
riesgos de mantener
demasiada.

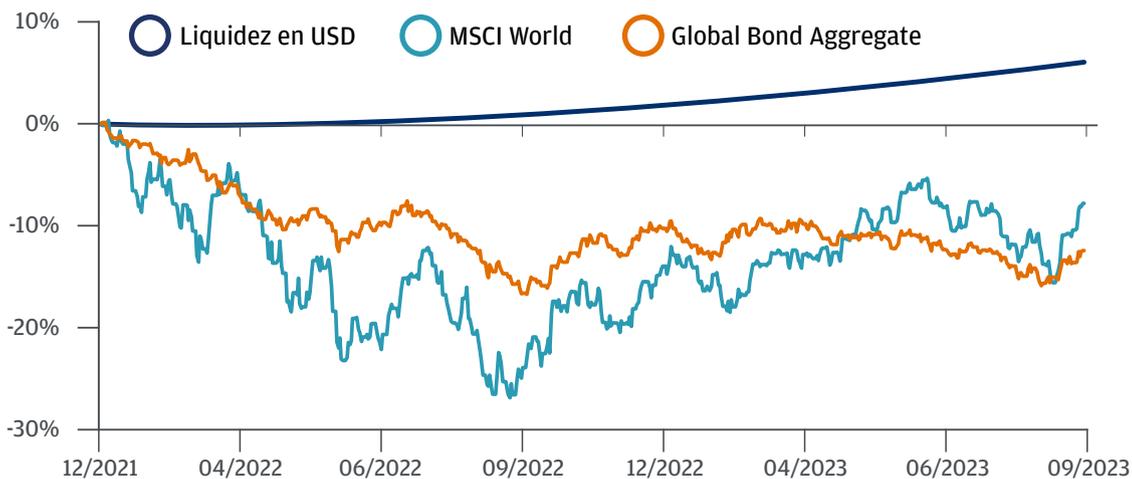
Resulta atractivo tener liquidez en un entorno de tipos elevados y cuando los demás mercados son tan volátiles. Francamente, en los dos últimos años, ha merecido la pena mantenerse en liquidez.

Es cierto que el rendimiento del 5% de la liquidez y su baja volatilidad han funcionado como un imán para los activos de nuestros clientes. Este fenómeno es global, pero es especialmente potente en Estados Unidos, donde nuestros clientes tienen más del doble en títulos del Tesoro a corto plazo y en fondos monetarios que sus homólogos internacionales.

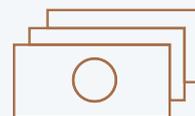
¿Podría resultar problemático este desplazamiento hacia la liquidez? En el contexto de su propia planificación financiera, puede resultar útil reconocer que su opinión sobre la liquidez puede diferir de la que tiene sobre la renta variable, la renta fija u otros activos. Sin embargo, debería considerar la liquidez como cualquier otro activo, y preguntarse cómo encaja en su plan patrimonial alineado en función de sus objetivos y si tiene sentido una sobreponderación en este momento.

COMODIDAD EN LIQUIDEZ: EN LOS ÚLTIMOS 2 AÑOS, HA MERECIDO LA PENA MANTENERSE EN LIQUIDEZ

Rentabilidad total en dólares estadounidenses desde diciembre de 2021, %



Fuente: Bloomberg Finance LP. Datos a 17 de noviembre de 2023. **Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna garantía de rentabilidades futuras.** No es posible invertir directamente en un índice.



Creemos que 2024 probablemente presentará un trasfondo de caída de los tipos de interés y mejora de los beneficios, en el que la liquidez funcionará peor.

La liquidez funciona mejor en relación con la renta variable y la renta fija en periodos como el que acabamos de tener: cuando los tipos de interés están subiendo rápidamente y los inversores cuestionan la durabilidad del crecimiento de los beneficios empresariales.

La liquidez funciona peor cuando los tipos de interés están cayendo (porque se reinvierte a rendimientos cada vez más bajos), o cuando las expectativas de crecimiento de los beneficios mejoran y se va recuperando el sentimiento de riesgo. Creemos que 2024 probablemente presentará un trasfondo de caída de los tipos de interés y mejora de los beneficios, en el que la liquidez funcionará peor.

Nuestra expectativa de tipos de interés más bajos refleja nuestra opinión de que la inflación probablemente haya tocado techo, de que los bancos centrales consideran que su posicionamiento actual es restrictivo y de que el mercado de trabajo se está enfriando con relativa rapidez. Efectivamente, en Estados Unidos las peticiones de subsidio de desempleo llevan una subida interanual del 30%. Históricamente, solo hemos observado estas tasas de incremento cuando la economía ya estaba en recesión. Por consiguiente, los bancos centrales deberían estar dispuestos a bajar los tipos de interés si consideran que existe una amenaza al crecimiento. De hecho, los mercados creen que la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra podrían bajar los tipos de interés tan pronto como marzo de 2024.

Desde la perspectiva de la planificación, probablemente no pase nada por mantener más liquidez hoy que en 2021 o 2017. Los rendimientos de la liquidez después de la inflación están en algunos de sus niveles más altos de los últimos 20 años. Sin embargo, mantener relativamente más liquidez probablemente no sea lo mejor para su cartera a nivel global.

Este es el motivo: hoy puede comprometer menos capital a un objetivo si está dispuesto a invertirlo en algo que incremente la rentabilidad esperada. Se trata de un principio de inversión sencillo, pero de profundo alcance.

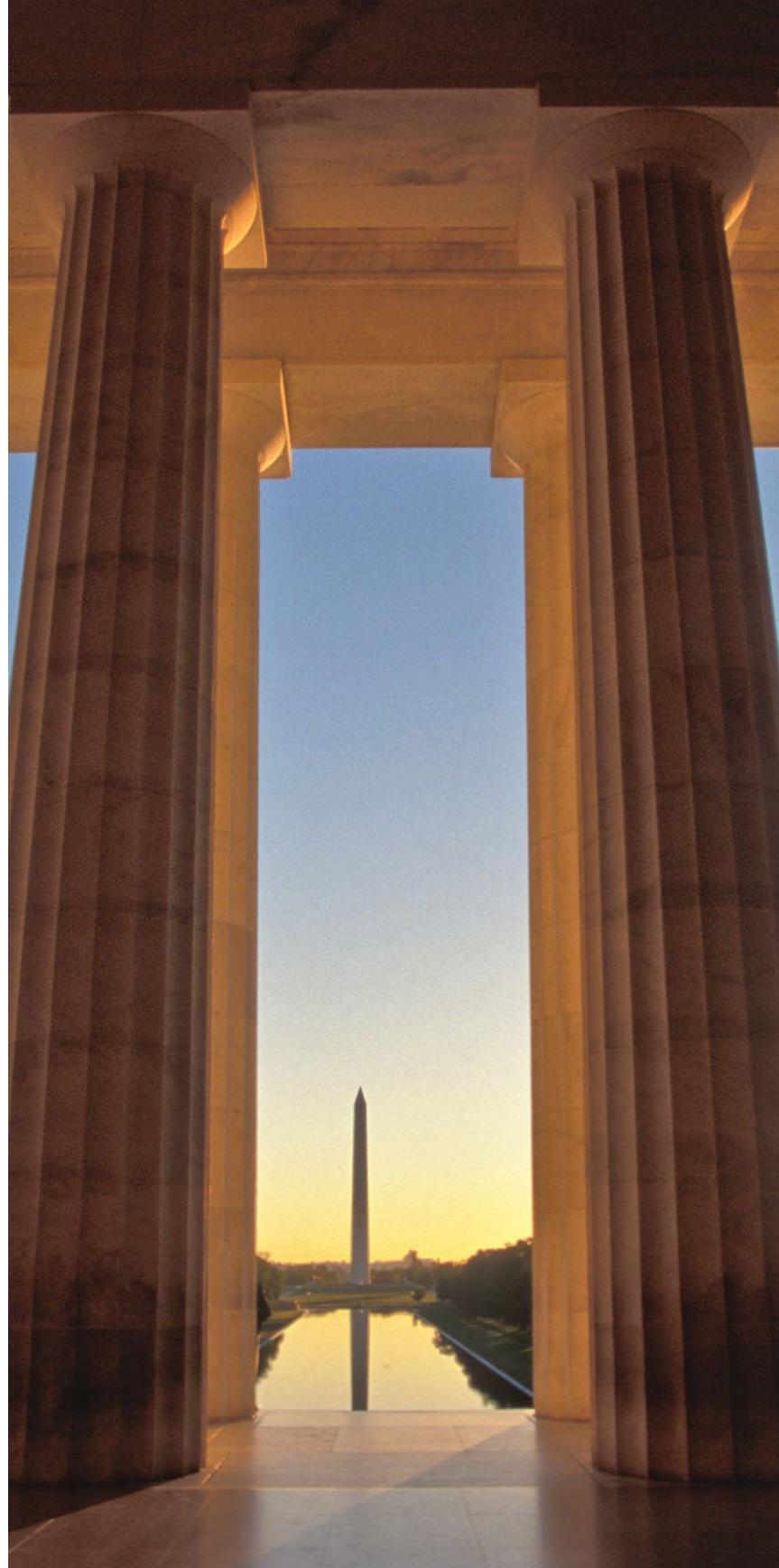
Mírelo de esta forma. Según las hipótesis de mercados de capitales a largo plazo (LTCMAS) de J.P. Morgan Asset Management¹, creemos que una persona podría mantener en liquidez todos sus activos y seguir gastando el 3% de su patrimonio durante 30 años sin quedarse sin dinero. No es un escenario terrible. Sin embargo, no deja margen de error en caso de producirse un problema inesperado, o si otras prioridades (como la planificación de un legado, la filantropía o el gasto sanitario) pasaran a ser más importantes más adelante. En este escenario concreto de 100% liquidez, su patrimonio puede soportar sus gastos, pero nada más.

Ahora pensemos en un enfoque alternativo. La distribución en activos distintos de la liquidez reduce la cantidad de capital requerida hoy para financiar un objetivo con un alto grado de confianza. Por otro lado, también puede permitir que su patrimonio financie más objetivos de los que podría con un enfoque 100% liquidez.

Como primer paso, si diseña una cartera compuesta sólo de bonos tradicionales *investment grade*, necesitaría tan sólo cerca del 85% del importe de la cartera para mantener el mismo ritmo de gasto. El 15% restante estaría libre de cargas, y podría asignarse a cualquier cosa: a comprar la siguiente vivienda, a donarlo a entidades benéficas o a financiar la educación de sus nietos. De hecho, añadir más activos a la mezcla (incluyendo renta variable, bonos *high yield* e inversiones alternativas) podría reducir aun más el capital inicial requerido, o permitir aumentar el ritmo de gasto que puede soportar la cartera.

Es posible que, a corto plazo, mantener más liquidez no sea una mala decisión, pero probablemente tampoco sea la mejor. La liquidez puede ofrecer un camino viable para lograr algunos de sus objetivos –pero probablemente no muchos de ellos.

¹ Las LTCMAS (*Long Term Capital Market Assumptions*) de J.P. Morgan Asset Management son el producto de un profundo proceso de investigación propio que unifica la opinión cuantitativa y cualitativa de más de 60 profesionales de inversión.



—
03
—

La renta fija es más competitiva frente a la renta variable; debe ajustar la combinación en función de sus objetivos



La subida de los tipos de interés significa que la renta fija es tan competitiva frente a la renta variable como en ningún otro momento desde la crisis financiera global. No obstante, cuatro de cada cinco de nuestros clientes no han incrementado significativamente su distribución en renta fija en los últimos dos años. La primera pregunta que nos debemos hacer es: ¿debería tener la renta fija un peso mayor en su cartera?

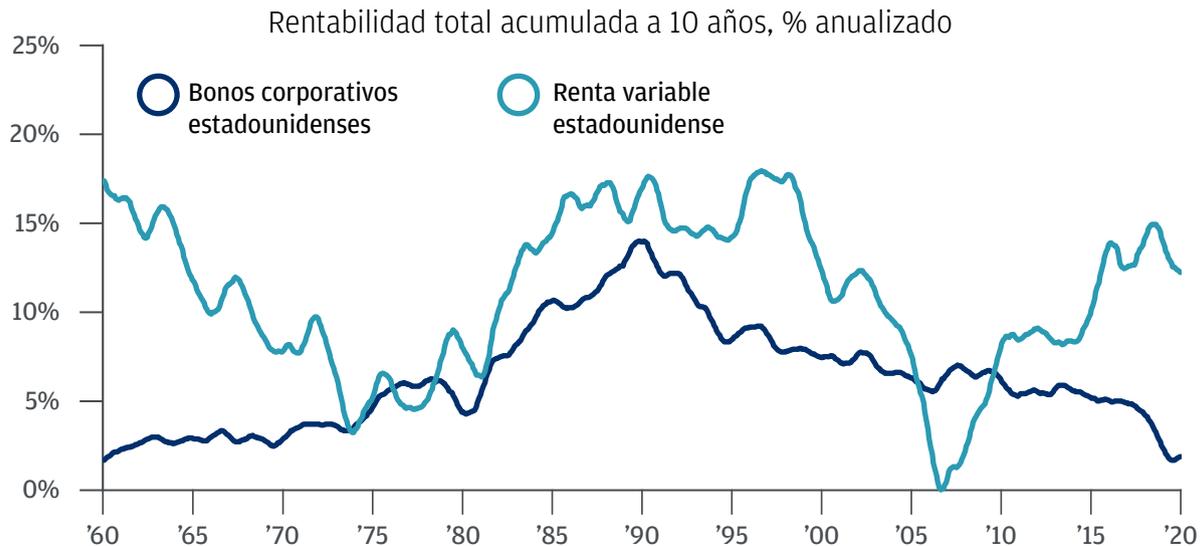
En general, confiamos en la renta fija para ayudar a dar estabilidad en una cartera multi activo. Los pagos de cupón generan ingresos y los precios de los bonos tienden a subir cuando se frena el crecimiento económico.

Dada la reciente subida de los rendimientos, actualmente la renta fija está bien posicionada para lograr buenos resultados en ambos frentes. Es más, también podría resistir mucho mejor frente a la renta variable que en ningún otro momento de la última década. Considere que, en los 10 años que finalizaron en el tercer trimestre de 2023, la renta fija ha obtenido rentabilidades anuales de tan sólo un 1% frente a casi 15% de la renta variable.

4 de cada 5
clientes no han
incrementado
sustancialmente
su distribución en
renta fija.

En muchos sectores, los rendimientos han llegado a máximos que no se habían visto desde 2007. El rendimiento de un bono del Tesoro americano a 5 años está 300 puntos básicos por encima de la rentabilidad por dividendo del S&P 500. Los rendimientos de los bonos *high yield* superan el 8%, y los del crédito privado superan el 10%. La única deuda con rendimiento negativo que queda en el mundo está en Japón.

EN GENERAL, LA RENTA VARIABLE OBTIENE MEJORES RESULTADOS QUE LA RENTA FIJA, PERO LA MAGNITUD DE LA DIFERENCIA PRESENTA UNA AMPLIA VARIACIÓN



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de octubre de 2023. **Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna garantía de rentabilidades futuras.** No es posible invertir directamente en un índice.

Estos rendimientos más elevados –que implican precios más bajos de los bonos– presionaron a la baja las rentabilidades de los bonos tradicionales en 2022 y 2023. De hecho, la caída del índice Barclays Aggregate Bond desde su máximo anterior hasta el momento actual es de un -14%. Esto es mejor que el suelo reciente del -17%, pero sigue siendo más bajo que en ningún otro momento del histórico del índice. A pesar de la caída, las distribuciones en renta fija de nuestros clientes se mantienen planas comparado con finales de 2021. Creemos que en 2024 deberían considerar la posibilidad de seguir añadiendo capital a esta clase de activos.

Estamos convencidos de esta recomendación porque creemos que el nuevo régimen de tipos representa un reajuste generacional en los precios del mercado de la renta fija. El reajuste de los tipos significa que los bonos tradicionales pueden estar en condiciones de ofrecer una sólida rentabilidad en el futuro.

En un horizonte de inversión entre 10 y 15 años, las LTCMAs de J.P. Morgan Asset Management prevén que los bonos tradicionales, a través de su aproximación en los índices de renta fija Global Aggregate y US Aggregate, obtendrán rentabilidades anuales superiores al 5%.

Creemos que los buenos resultados comenzarán en 2024, con una ligera subida de los precios a medida que caigan los tipos, combinada con un rendimiento inicial atractivo. En nuestra opinión, estas rentabilidades reflejarán un trasfondo económico favorable para la renta fija en el año que viene: el crecimiento económico debería frenarse, la inflación seguirá enfriándose y los bancos centrales podrían comenzar a revertir sus ciclos de subida de los tipos de interés.

Es más, los rendimientos iniciales más elevados implican que una caída de los tipos de interés supondría una ganancia proporcionalmente mayor que la pérdida generada por una subida de los tipos de tamaño similar. Como ilustración, una inversión en un bono del Tesoro estadounidense a 10 años perdería aproximadamente un 2% si los rendimientos subieran un punto porcentual en el próximo año. Por otro lado, si los tipos cayeran un 1% en el próximo año, la inversión en un bono del Tesoro a 10 años obtendría un rendimiento superior al 12%.

En los mercados globales, el reajuste de los tipos ofrece la posibilidad de asegurar buenas rentabilidades en muchas partes de la curva de tipos. Creemos que los bonos con un rango de vencimiento entre 3 y 10 años ofrecen un rendimiento atractivo y están menos expuestos a riesgos a más largo plazo relacionados con los déficits gubernamentales.

No cabe duda de que ha sido un periodo muy complicado para los inversores en renta fija. No obstante, creemos que la finalización de los ciclos de subida de tipos de los bancos centrales y el enfriamiento de la inflación ofrecerán algo más que un respiro: devolverán la estabilidad a esta clase de activo.

En resumen: El reajuste de los tipos ha llegado a su fin, y creemos que es el momento de asegurar los rendimientos. En vista de esto, la segunda pregunta que debemos hacernos es: ¿debería mantener más renta fija en relación con la renta variable?

No creemos que los inversores deberían ver el momento actual como una disyuntiva entre renta variable o renta fija. Creemos que deberían personalizar sus opciones, diseñando una cartera de renta variable y renta fija adecuada para sus objetivos y su tolerancia al riesgo. El reajuste de los tipos también significa que los inversores deberían valorar sus posiciones actuales para asegurarse de que su actual distribución sigue teniendo sentido.

Imagínese por un momento que está evaluando sus activos actuales. Probablemente lo que más le haya preocupado en los últimos dos años haya sido la volatilidad del mercado. Aunque una cartera moderada ha obtenido resultados por debajo de nuestras expectativas, puede que ahora tenga la oportunidad de reducir el riesgo de renta variable para aumentar su exposición en renta fija y seguir cumpliendo sus objetivos financieros.

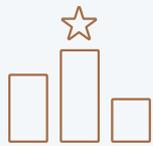
Si tiene nuevos fondos para invertir, su perspectiva puede ser ligeramente distinta. Una señal de lo atractiva que es ahora la renta fija, es que las hipótesis de rentabilidad a largo plazo de la renta fija de J.P. Morgan Asset Management superan las hipótesis de rentabilidad de la renta variable que se hicieron a finales de 2021. El reajuste de los tipos da a los inversores la oportunidad de añadir renta fija a sus carteras, reducir el rango de posibles resultados y sacrificar relativamente poca rentabilidad potencial para ello.

No obstante, debe recordar que la renta fija también conlleva sus propios riesgos. Una distribución concentrada en renta fija podría lastrar las rentabilidades de la cartera si la inflación resultase ser más persistente de lo esperado.

En última instancia, lo que hay que tener en cuenta es que el nuevo régimen de tipos de interés más altos le da más opciones a la hora de elaborar sus planes financieros basados en objetivos. Si pretende limitar el recorrido bajista potencial de su patrimonio y reducir el rango de los posibles resultados, podría tener sentido cambiar la exposición en renta variable por exposición en renta fija. No obstante, si su objetivo es aprovechar un grado significativo del potencial recorrido alcista, probablemente quiera mantener sus posiciones en renta variable, tanto cotizada como privada. Al final, lo más adecuado para la mayoría podría ser mantener su distribución de activos estratégica y esperar las rentabilidades más altas que hemos previsto.

—
04
—

Con el impulso de la
inteligencia artificial,
la renta variable
parece estar
avanzando hacia
nuevos máximos.



La renta variable ofrece el potencial de obtener ganancias significativas en 2024.



En general, confiamos en la renta variable para ayudar a lograr una apreciación del capital de las carteras a largo plazo. Aunque es más volátil que la renta fija, la renta variable ha obtenido resultados superiores a los de la renta fija el 85% de las veces en periodos de 10 años desde 1950. A largo plazo, creemos que la renta variable puede seguir obteniendo resultados superiores a los de la renta fija y conseguir una apreciación del capital para los inversores.

En 2024, la renta variable ofrece el potencial de obtener ganancias significativas. Incluso a medida que se frena el crecimiento en este entorno de tipos más elevados, creemos que el crecimiento de los beneficios de las compañías de gran capitalización debería acelerarse, lo que podría impulsar al alza a los mercados bursátiles en el próximo año.

¿Por qué prevemos una mejora de los beneficios empresariales? En parte, porque creemos que las grandes compañías estadounidenses ya han sufrido una recesión de los beneficios (9 de los 11 principales sectores del S&P 500 tuvieron un crecimiento negativo de los beneficios durante 3 trimestres consecutivos en 2022-2023). Han salido de ella con estructuras de costes más ajustadas, lo que debería

ayudarles a enfrentarse en 2024 a un entorno de demanda que sigue resistiendo (aunque se está frenando). Efectivamente, desde 1950, en un entorno de desaceleración del crecimiento del PIB, el beneficio por acción se aceleró un 25% de las veces.

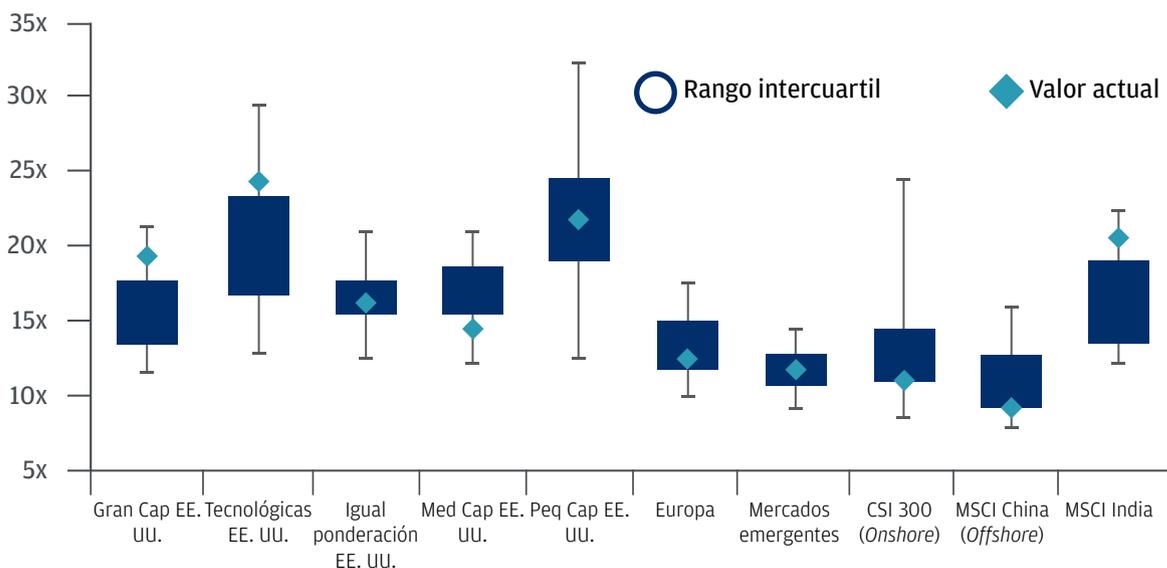
Los tipos de interés más elevados también pueden hacerle dudar de las valoraciones. Sin embargo, creemos que éstas parecen razonables en Estados Unidos, y baratas en otras partes del mundo. El S&P 500 cotiza por encima de las valoraciones medias en base al PER, mientras que las acciones de mediana y pequeña capitalización estadounidenses (y las acciones europeas, de mercados emergentes y chinas) cotizan todas a descuento. Mientras tanto, las compañías indias cotizan a valoraciones razonables, pero somos optimistas sobre su bajo nivel de apalancamiento y sus altas tasas de crecimiento.

Aunque en 2024 preferimos el mercado bursátil estadounidense, las bajas valoraciones en otras partes del mundo sugieren que los precios ya anticipan malos resultados de los beneficios empresariales, lo que limitaría el recorrido bajista de la renta variable. Por esto mismo, noticias mejores de lo esperado podrían desencadenar ganancias superiores a las esperadas.

Algunos inversores argumentan que las valoraciones bursátiles estadounidenses necesitan corregir algo más para reflejar los tipos de interés más elevados. No obstante, los múltiplos PER actuales, de entre 18 y 20 veces, nos parecen razonables, dado que el índice actualmente tiene márgenes más amplios (los márgenes de flujos de caja libres son un 30% más altos que hace 10 años) y una buena cobertura de intereses (11 veces EBITDA sobre intereses). También vemos perspectivas de

A PESAR DE LOS TIPOS DE INTERÉS MÁS ELEVADOS, LAS VALORACIONES PARECEN RAZONABLES EN LOS MERCADOS GLOBALES

Ratios PER a 12 meses



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 17 de noviembre de 2023. **Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna garantía de rentabilidades futuras.** No es posible invertir directamente en un índice.

mejora en el crecimiento de la facturación empresarial a medio plazo, dados los factores positivos derivados del gasto fiscal y de las mejoras de la productividad por la inteligencia artificial. En última instancia, las perspectivas de una inflación ligeramente más elevada y de una mejora del crecimiento implican que la prima del riesgo de la renta variable (a la que nos aproximamos en este caso a través de la diferencia entre los rendimientos de los valores del Tesoro a 10 años y la rentabilidad por beneficio del S&P 500), de entre un 0% y un 2%, tiene más sentido que la del entorno posterior a la crisis financiera global, del 3% al 5%.



Por último, observamos varias tendencias en renta variable cotizada y no cotizada que creemos podrían impulsar unos resultados significativamente superiores a largo plazo.

La promesa de la inteligencia artificial no es para nada un secreto; creemos que podría tener consecuencias profundas en la productividad y en la rentabilidad de las empresas.

Parece que la inteligencia artificial ya ha iniciado un nuevo ciclo de investigación y desarrollo. De hecho, los presupuestos de I+D de las 5 mayores compañías tecnológicas han superado los 200.000 millones de dólares al año, y se acercan rápidamente al gasto en I+D del gobierno de Estados Unidos (250.000 millones de dólares estadounidenses). También se están ampliando sus posibilidades de uso. Por ejemplo, un estudio reciente sugirió que un modelo de inteligencia artificial podría lograr mejores resultados que radiólogos expertos a la hora de detectar cánceres pancreáticos malignos; por otro lado, la inteligencia artificial ha ayudado a reducir las estelas de los motores de aviones, que contribuyen al calentamiento global.

En JPMorgan Chase prevemos que la incorporación de la inteligencia artificial y del aprendizaje automático a nuestros procesos podría tener un impacto superior a los 1.000 millones de dólares este año. Como inversores, estamos centrados en acceder al potencial de la inteligencia artificial a través de los líderes de software y de hardware que van a beneficiarse de ella. Del lado de las inversiones no cotizadas, podemos analizar gestoras de capital riesgo de crecimiento que identifiquen nuevas empresas relacionadas con la inteligencia artificial que podrían convertirse en disruptoras eficaces.

Los medicamentos GLP-1 para la pérdida de peso podrían seguir impulsando las divergencias dentro y fuera del sector sanitario. Creemos que cerca de 2 millones de personas en Estados Unidos están tomando actualmente medicamentos GLP-1 para controlar su peso.

Desde la perspectiva del inversor, observamos recorrido alcista potencial en acciones de fabricantes de medicamentos con una cuota creciente del mercado de pérdida de peso.

Casi 100 millones de estadounidenses obesos podrían beneficiarse del medicamento, aunque el coste es un obstáculo real. Por ejemplo, el precio de venta al público de Mounjaro supera los 1.000 dólares al mes, una cifra más alta que el coste per cápita del alojamiento para el 20% superior de rentas. Aun así, las ventas de estos medicamentos podrían llegar a 100.000 millones de dólares en 2030 (frente a los 6.000 millones de dólares actuales), utilizando hipótesis de penetración total del mercado relativamente conservadoras.

Al mismo tiempo, creemos que las acciones de compañías de productos de consumo básico y productos médicos han sido indebidamente castigadas por inversores exclusivamente centrados en el impacto de los GLP-1s. Observamos oportunidades en estos segmentos.



Por último, compañías de todos los sectores deberían beneficiarse del renovado interés en las infraestructuras, la construcción y el gasto en defensa. El gasto privado real en fábricas se ha duplicado desde 2021, impulsado principalmente por las fábricas de semiconductores. Las estimaciones de beneficios de las compañías cuyos negocios están vinculados a la electrificación se han duplicado.

¿Cuál es la mejor forma de evaluar estos distintos escenarios de la renta variable? Tenga en cuenta que está invirtiendo en un entorno de tipos de interés más elevados, lo cual podría resultar útil si quiere estructurar sus posiciones en renta variable para limitar la exposición bajista, obtener rendimientos o incrementar el recorrido alcista potencial en base a nuestras expectativas para el próximo año.

En los mercados privados, seguimos observando oportunidades en fondos de capital riesgo secundarios, en la medida en que la falta de distribuciones (la tasa más baja desde 2009) pueda suponer un catalizador para que los inversores institucionales moneticen sus posiciones actuales. Además, nos centraremos en compensar el coste más alto de la deuda enfocándonos en gestores *buyout* que operan en sectores de mayor crecimiento, como la tecnología, la sanidad y la seguridad.

Esperamos que la subida del mercado de renta variable de 2023 continúe en 2024. En lo que respecta a la apreciación del capital, que es un elemento fundamental de cualquier plan financiero, la renta variable puede seguir aportando crecimiento compuesto a largo plazo en las carteras de inversión.



Observamos
oportunidades en
fondos de private
equity secundarios.

—
05
—

Se avecinan focos de
tensión en el crédito,
pero probablemente
serán limitados.



El año que viene esperamos observar más tensión en ciertos sectores del complejo crediticio.

Un hecho ineludible del ciclo económico es que unos tipos de interés más elevados hacen que resulte más difícil obtener crédito. Por supuesto, las empresas y los particulares pueden seguir pidiendo dinero prestado cuando las condiciones son más restrictivas, pero no tan fácilmente, y no de la forma en la que estaban acostumbrados.

No es de extrañar que el año que viene esperemos ver más focos de tensión en ciertos sectores de crédito: préstamos de inmobiliario comercial, crédito apalancado, algunas áreas del crédito al consumo (por ejemplo, automóviles y tarjetas de crédito) y crédito corporativo *high yield*. La renta variable de pequeña capitalización podría verse igualmente afectada por los tipos de interés más elevados, dados los niveles de deuda que mantienen en sus balances.

No obstante, creemos que estos focos de tensión derivados de los tipos más altos serán manejables y, lo que es más importante, no serán suficientes para provocar una recesión en 2024.

Efectivamente, algunos sectores de la economía han ido mejor de lo que algunos habrían esperado dada la subida de los tipos de interés.

Por ejemplo, las valoraciones de la vivienda residencial en EE. UU. han soportado el aumento considerable y reciente de los tipos hipotecarios. Aunque la actividad de financiación se ha desplomado (en 2023 J.P. Morgan Private Bank and Wealth Management va a suscribir solo una tercera parte de las hipotecas que hizo en 2021), los precios de la vivienda se han visto respaldados por la oferta más baja de la historia.

El crédito corporativo también ha resistido bien en varios mercados globales, ya que las empresas estadounidenses y europeas (tanto

investment grade como *high yield*) aprovecharon los bajos tipos de interés de los años anteriores para ampliar los vencimientos de su deuda. También llama la atención que, para aprovechar los tipos más elevados en sus carteras de renta fija, las compañías aumentaron sus posiciones en equivalentes de efectivo de duraciones más cortas, que ahora están recibiendo pagos de cupones más altos.² Todo esto explica que los pagos de intereses de las empresas no financieras como porcentaje de sus beneficios después de impuestos estén a sus niveles más bajos desde 1980.

Aun así, creemos que los tipos de interés más elevados están limitando el flujo de crédito. En Estados Unidos, la cifra de préstamos a empresas

LIMPIOS: LOS BALANCES EMPRESARIALES MUESTRAN CARGAS DE INTERESES A MÍNIMOS HISTÓRICOS

Pagos netos de intereses como porcentaje de beneficios después de impuestos



Fuentes: Haver analytics, Departamento de Comercio de Estados Unidos. Datos a 30 de junio de 2023.

² Según los datos de flujos de fondos (Flow of Funds), la proporción de activos en el sector empresarial no financiero que son equivalentes de efectivo (depósitos a la vista + depósitos a plazo+ participaciones en fondos monetarios) se sitúan en la actualidad en torno al 5,5%, frente al 4% de los años 2010, y al 2%-3,5% de los años 90 y 2000.

y hogares es aproximadamente comparable a la de la mayor parte de la década de 2010, una época en la que la economía seguía reduciendo su apalancamiento a raíz de la crisis financiera global. En la zona Euro, los préstamos bancarios a hogares y empresas casi no están creciendo y van al ritmo más lento desde 2015. De hecho, parece que los tipos de interés más elevados son mucho más onerosos para la economía europea que para la estadounidense.

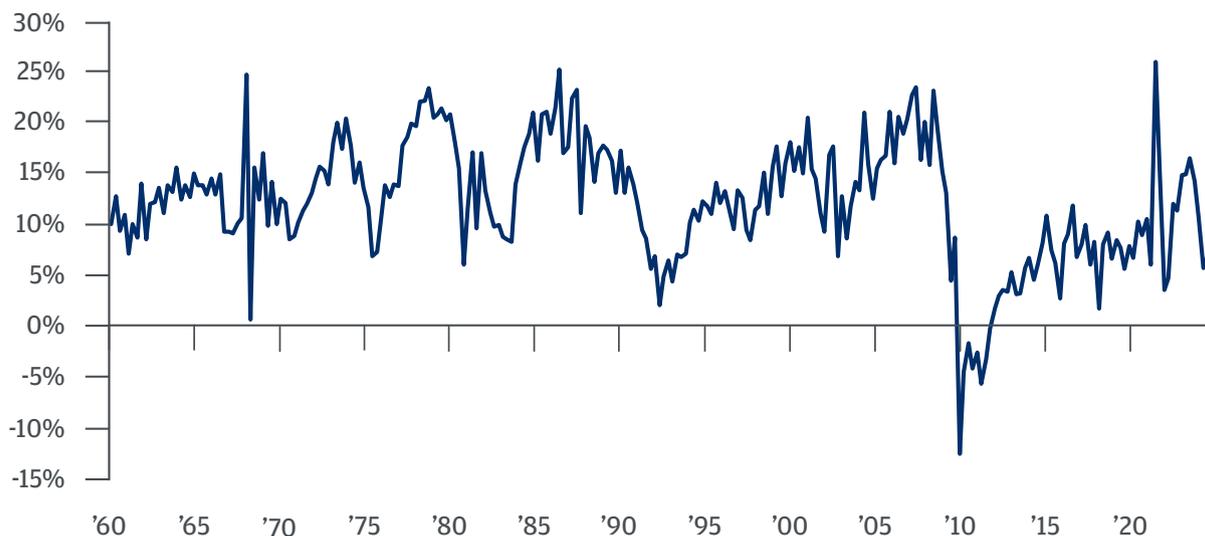
También empezamos a observar grietas en algunos segmentos del complejo crediticio, concretamente los que o bien están más expuestos a tipos de interés variables o aquellos que se enfrentan a vencimientos a corto plazo. Más del 50% de los préstamos de inmobiliario comercial están a tipo variable, y casi 2 billones de dólares de deuda de

inmobiliario comercial vencerá en 2025. De hecho, los diferenciales de los valores respaldados mediante hipotecas comerciales (CMBS) con calificación crediticia BBB se acercan a los 1000 puntos básicos (que superan los máximos alcanzados en la época de la crisis del COVID), mientras que los diferenciales de los bonos *high yield* siguen bien anclados.

En lo que respecta al crédito corporativo, el sector sanitario está sometido a especial tensión, y representa más de una cuarta parte de todos los impagos de crédito corporativo hasta la fecha. El sector se enfrenta a dificultades regulatorias, inflación salarial (que comprime los márgenes) y pagos por responsabilidad civil (por ejemplo, por demandas civiles en el sector de opiáceos).³

EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EN LA ACTUALIDAD RECUERDA A LA SEGUNDA DÉCADA DEL SIGLO XXI, UNA DÉCADA DE REDUCCIÓN DEL APALANCAMIENTO TRAS LA CRISIS FINANCIERA

Nuevos préstamos a hogares y empresas no financieras como % del Valor Añadido Bruto



Fuente: Haver Analytics. Datos a abril de 2023.

³ Nelson Jantzen & Tony Linares, "Default Monitor: High Yield and Leveraged Loan Research", J.P. Morgan Corporate Investment Bank Global Research, 2 de octubre de 2023.

Cuanto más tiempo duren los tipos altos, más empeorarán los ratios de cobertura de intereses, especialmente para compañías pequeñas.

Los mercados de créditos apalancados estadounidenses ya se han resentido por la subida de los tipos de interés. Por ello, sus tasas de impago son más altas que las de los bonos *high yield* (una anomalía histórica). Y, además, muchos bancos regionales estadounidenses están sometidos a presión, por estar cobrando tipos bajos en préstamos antiguos con la obligación de pagar tipos cada vez más altos sobre el efectivo para atraer depósitos. La deuda del inmobiliario comercial en los balances de los bancos regionales no hace sino agravar estas tensiones.

LOS SECTORES CON EXCESIVO APALANCAMIENTO YA MUESTRAN SIGNOS DE TENSIÓN

Diferenciales de CMBS y *high yield*, %



Fuentes: Haver Analytics, Bloomberg Finance LP. Datos a 19 de noviembre de 2023.

Aun así, creemos que, en última instancia, estos problemas se contendrán. No pensamos que el endurecimiento de las condiciones de crédito vaya a provocar una crisis crediticia en toda regla.

Para los inversores, las tensiones en el complejo crediticio pueden dar lugar a una amplia variedad de oportunidades de inversión.

Creemos que las estrategias de valor relativo (“*relative value*”) centradas en gestores de fondos capaces de identificar tensiones y desajustes a nivel sectorial, o incluso subsectorial, están posicionadas para aprovechar el ciclo crediticio que se avecina.

Además, los fondos de crédito privado estadounidense podrían seguir arrebatando cuota de mercado a los mercados de bonos *high yield* y de créditos apalancados. Actualmente, los préstamos directos de prestamistas privados están logrando rentabilidades superiores al 12%, a pesar de que las medidas de riesgo, como la deuda neta frente a EBITDA, han mejorado. Además, los pactos a favor de los prestamistas en este segmento son más estrictos que en los mercados de préstamos bancarios. En nuestra opinión, el crédito privado puede competir con el capital riesgo para lograr un espacio en las carteras de los inversores.

Por último, las tensiones en los mercados de inmobiliario comercial podrían crear oportunidades para inversores con capital disponible, ahora que los bancos regionales están intentando deshacerse de préstamos, y que algunos prestatarios podrían necesitar socios para ayudar en una refinanciación.

Tal vez inevitablemente, el reajuste de los tipos ha tenido un impacto sustancial en los sectores de la economía más sensibles a los tipos de interés. Sin embargo, creemos que estos problemas se contendrán. La combinación de la fortaleza de los flujos de caja de hogares y empresas y un entorno de inflación más benigno, debería permitir a los bancos centrales bajar los tipos de interés antes de que estas bolsas de tensión crediticia provoquen daños graves en las carteras.



Conclusión

La reconfiguración
del entorno de
inversión

Entrando en el año 2024, los inversores pueden encontrar más opciones para sus carteras que en ningún otro momento desde la crisis financiera global. Las rentabilidades de la renta fija están altas. Las valoraciones de la renta variable son razonables. Los mercados privados siguen ofreciendo primas sobre sus equivalentes cotizados, a la vez que se hacen más accesibles a los inversores. Hasta la liquidez no parece una mala opción.

Casi seguro surgirán nuevos riesgos, o resurgirán otros. Se avecina un ciclo de elecciones presidenciales en Estados Unidos. Parece que en Europa el crecimiento está sucumbiendo rápidamente a la subida de los tipos de interés. Puede que China siga teniendo que equilibrar los intereses contrapuestos de aliviar el apalancamiento del sector inmobiliario y, al mismo tiempo, apoyar el consumo interno. La guerra en Ucrania y el conflicto en Israel y en Gaza continúan, y podrían aparecer nuevas tensiones geopolíticas.

Considere estos riesgos al sopesar sus opciones de inversión. Evalúe las implicaciones, de cara al 2024 y en adelante. Personalice las posibilidades. Y, por último, aproveche el poder de los mercados para ayudarle a hacer realidad sus objetivos financieros a largo plazo.



Perspectivas Globales

En nuestro artículo de Perspectivas Globales destacamos tres áreas de oportunidad para los inversores globales:

01

La renta variable india, uno de los pocos mercados emergentes donde se recompensa a los inversores en renta variable por el crecimiento económico subyacente.

02

El sector europeo de bienes de lujo, que ofrece marcas globales con un poder de fijación de precios sostenible, renovado gracias a la innovación digital.

03

Los beneficiarios del *nearshoring* en América Latina, especialmente en México.

El reajuste de los tipos de interés podría generar más dispersión entre empresas ganadoras y perdedoras –y, con ello, más oportunidades para la gestión activa. En nuestra opinión, los mercados de renta variable fuera de Estados Unidos ofrecen un terreno especialmente fértil para los gestores activos.

India

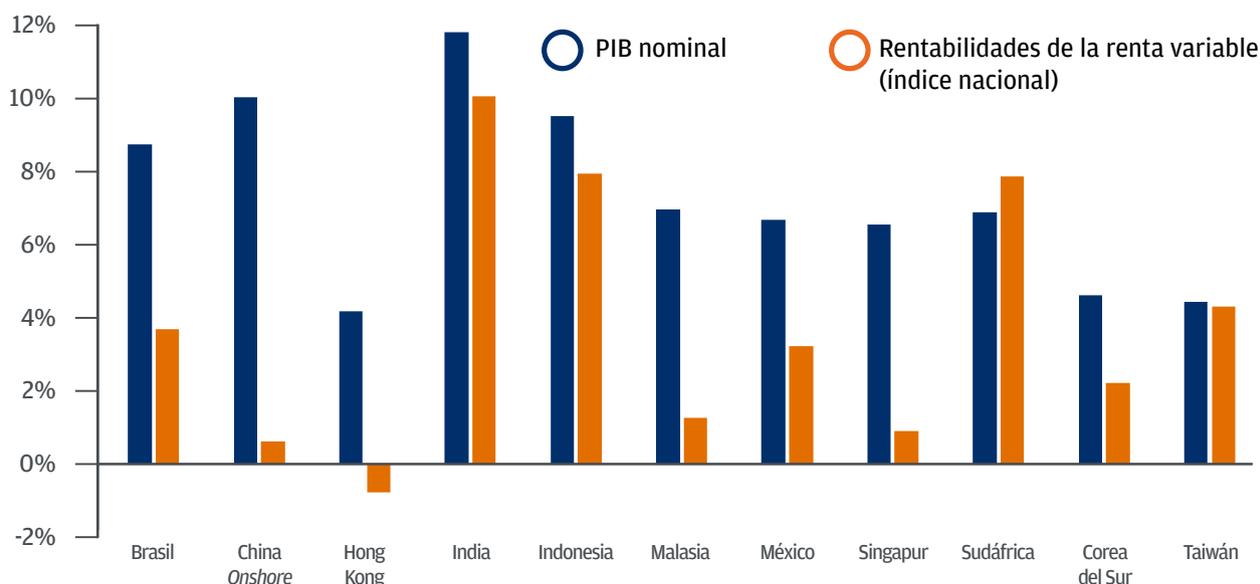
Excepción en los mercados emergentes: Los inversores en India se han visto recompensados por el crecimiento económico

Los inversores se han dirigido a los mercados emergentes por la promesa de un mayor crecimiento económico y, efectivamente, muchas de estas economías han crecido a un ritmo más rápido que sus equivalentes en los mercados desarrollados. No obstante, existe un matiz que muchos inversores no acaban de apreciar: En la mayoría de los mercados emergentes, los beneficios empresariales no han logrado seguir el ritmo del crecimiento del PIB.

India constituye una llamativa excepción. Es uno de los pocos mercados emergentes donde los inversores en renta variable pueden beneficiarse del crecimiento económico subyacente. Los beneficios de las compañías indias, y con ello las rentabilidades de su renta variable, han tendido a crecer en línea con el PIB nominal. Los datos de los últimos 20 años muestran que India mantiene una de las relaciones más estrechas entre crecimiento económico y rentabilidades de mercado.

LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES INDIOS SIGUEN EL RITMO DE CRECIMIENTO DEL PIB. ESTO ES UNA EXCEPCIÓN EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Crecimiento del PIB nominal anualizado vs. rentabilidades del índice de renta variable local desde 2009, %



Fuente: Haver Analytics. Datos a diciembre de 2022. **Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna garantía de resultados futuros.** No es posible invertir directamente en un índice.

Las LTCMAs de J.P. Morgan Asset Management prevén que la economía india logre un crecimiento nominal cercano al 10% anual en los próximos 10 a 15 años. En nuestra opinión, esto convierte a India en uno de los destinos de inversión más atractivos de los mercados emergentes. En la medida en que cada vez cuesta más encontrar perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes en un entorno de restricción del crédito, los mercados indios pueden resultar especialmente atractivos para los inversores globales.

DEMOGRAFÍA FAVORABLE, BAJA CORRELACIÓN CON CHINA

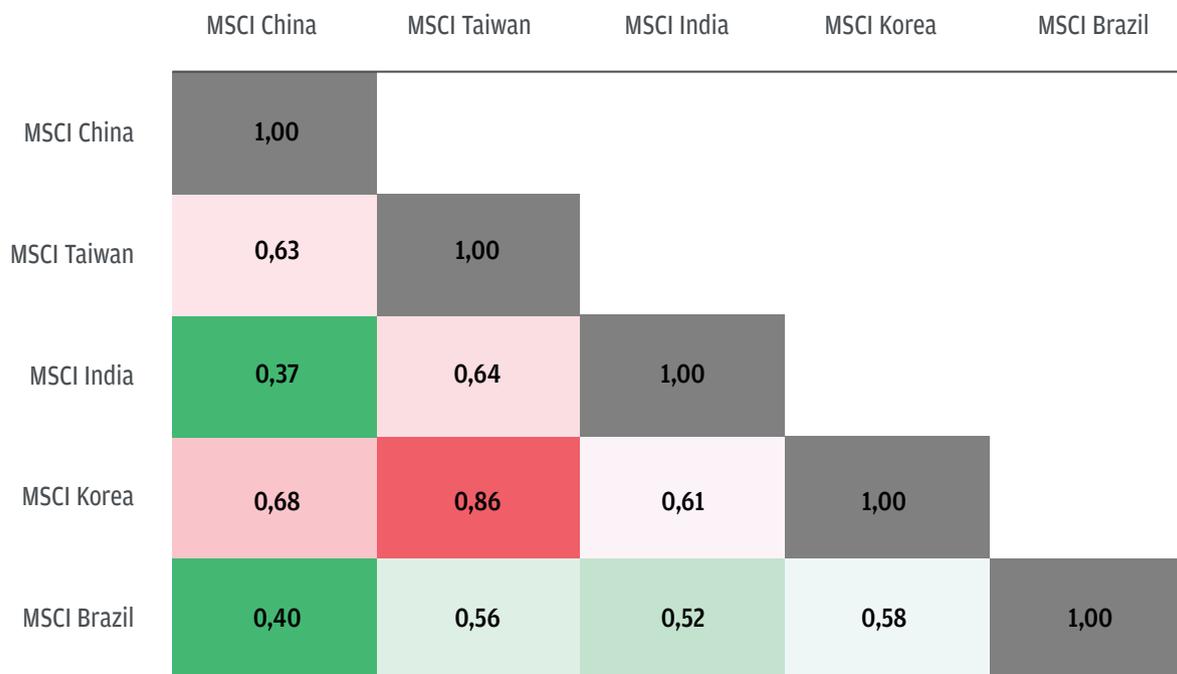
El potencial de crecimiento de India refleja la expansión de su clase media, la digitalización y, especialmente, su demografía favorable. La oferta de mano de obra probablemente se incremente de forma

constante hasta la década de 2030 y, dado el vínculo estrecho entre oferta de mano de obra y producción, esto da mucho recorrido al país para lograr tasas de crecimiento económico altas de forma sostenida.

Las perspectivas de India parecen especialmente atractivas en un momento de declive del potencial de crecimiento a largo plazo de China, con importantes repercusiones para la economía global en general y para los mercados emergentes en particular. Por ejemplo, China representa la mayor fuente de demanda comercial de Corea y Taiwán, debido a su gran apetito de semiconductores. También ostenta la posición de mayor importador y consumidor de muchas de las principales materias primas, lo que afecta directamente a exportadores de materias primas, como Brasil y Sudáfrica.

LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE INDIA ESTÁN ENTRE LOS QUE MENOS CORRELACIÓN GUARDAN CON CHINA

Correlaciones entre mercados de renta variable emergentes, septiembre de 2009-2023, trimestral



Fuente: Bloomberg Finance, L.P. Datos a noviembre de 2023.

Las economías emergentes mantienen una alta correlación con el ciclo económico chino de muchas formas, especialmente las más importantes. Efectivamente, dada la capitalización bursátil de las compañías chinas, este país ostenta un dominio efectivo sobre el complejo de los mercados emergentes. Precisamente por este motivo, la falta de correlación de India resulta atractiva para muchos inversores. Esta falta de correlación resulta de aplicación también a los resultados de los mercados de renta variable. Los mercados de renta variable India están entre los que menos correlación guardan con China.

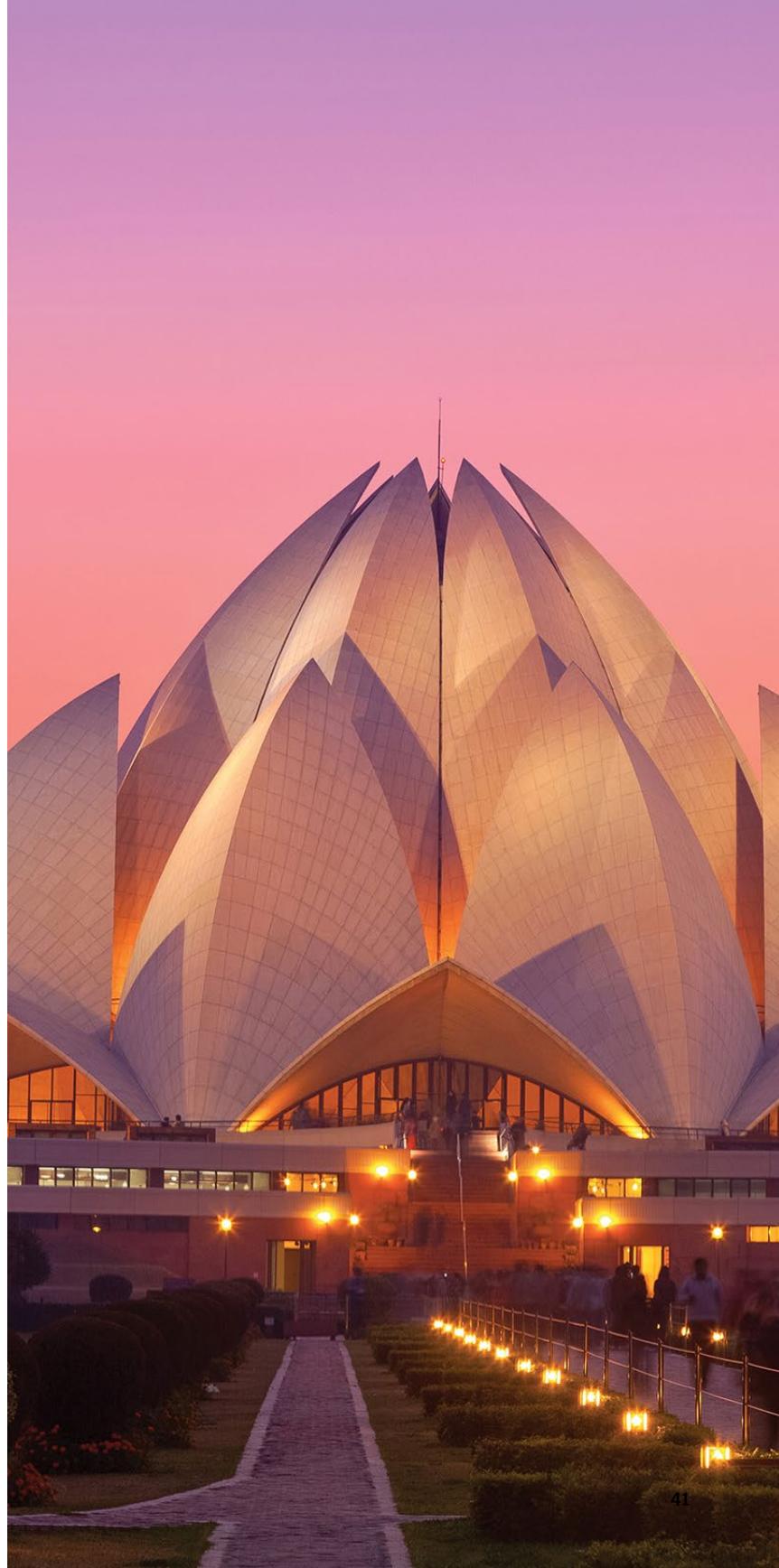
ANÁLISIS DE LAS VALORACIONES EN EL CONTEXTO DE LA MEJORA DE LAS PERSPECTIVAS A LARGO PLAZO

La renta variable India no está infravalorada. Sus valores cotizan a múltiplos PER más altos que sus medias históricas.

Sin embargo, las perspectivas a largo plazo de la economía y los mercados de renta variable indios parecen mejores de lo que han sido en muchos años. Apuntamos a varios posibles motivos:

- Un probable incremento sostenido de la inversión extranjera directa, debido a las tensiones entre Estados Unidos y China y a un redireccionamiento de las cadenas de suministro que beneficia a la India.
- Las compañías han reducido sus niveles de deuda de forma constante en los últimos 10 años, lo que deja margen para que surja un nuevo ciclo crediticio.
- Las reformas estructurales en el sector bancario -que es un componente dominante del mercado de renta variable- han sido diseñadas para mejorar la rentabilidad y reducir el riesgo.
- Las políticas favorables a las empresas (incluyendo una bajada de los tipos del impuesto de sociedades) y condiciones crediticias preferentes para el establecimiento de fábricas en el país.

Creemos que, conjuntamente, estos factores podrían impulsar el crecimiento de los beneficios a tasas de crecimiento compuesto cercanas al 15% en los próximos años. Esto justificaría la actual prima de valoración de la renta variable India frente a su histórico. En resumen, esperamos que el crecimiento de los beneficios, estrechamente ligado al rápido crecimiento de la economía, impulse la renta variable india a lo largo del tiempo.



Europa

La reinención digital impulsa el rápido crecimiento del sector del lujo

Durante mucho tiempo, los bienes de lujo han evocado artesanía y exclusividad. En la actualidad, la transformación digital y los cambios demográficos están modificando la forma en que las compañías de artículos de lujo interactúan con sus clientes.

Esto supone una ventaja especial para Europa, donde residen cerca del 90% de las compañías de bienes de lujo cotizadas.

¿Qué ha cambiado? Las experiencias digitales personalizadas, donde una experiencia comercial muy sofisticada se adapta al mundo online (piensen en un *live-streaming* con un alto valor de producción o en personal de ventas digital con relaciones personalizadas con los clientes).

La estrategia está teniendo un éxito enorme, atrayendo a nuevos consumidores que cada vez están más cómodos adquiriendo artículos online de mucho valor. Los consultores Bain & Co. recientemente han previsto que los sitios web podrían convertirse en el canal principal de las compras de artículos de lujo, con una cuota de mercado estimada entre el 32% y el 34% en 2030.

Más allá de las innovaciones digitales, los factores que impulsarán el crecimiento incluyen:

- La expansión de la clientela (de unos 400 millones de personas en 2022 a una estimación de 500 millones en 2030), cada vez más dominada por las rentas más altas.
- El crecimiento del consumidor de los mercados emergentes.
- La demanda acumulada, incluida la de consumidores europeos que aún mantienen un importante exceso de ahorro.



Los fundamentales de las principales compañías de bienes de lujo europeas son muy buenos. Creemos que la demanda seguirá siendo sólida y, en un entorno de inflación generalmente más alta, el sector se beneficiará del poder de fijación de los precios que ha tenido durante décadas.

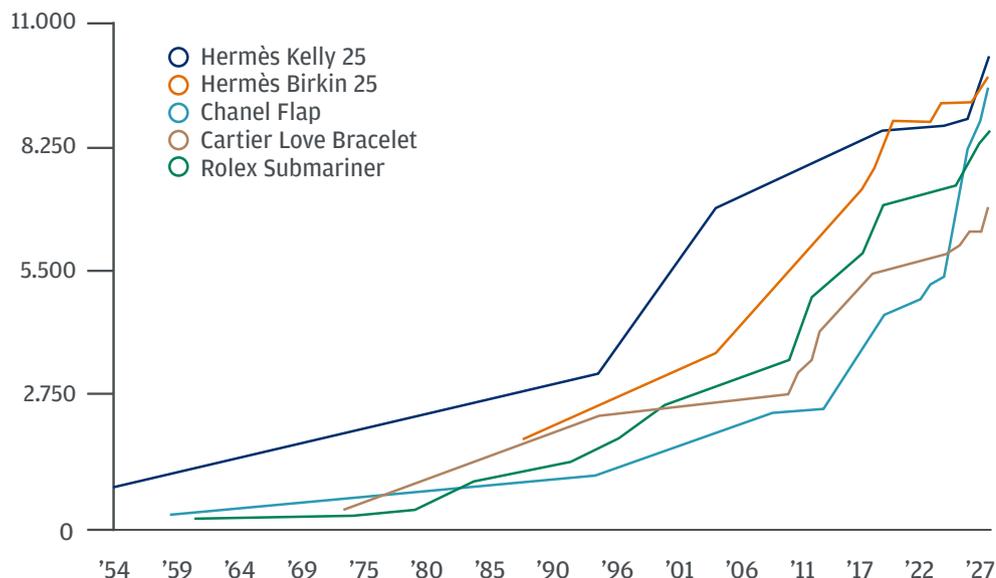
EL PODER DEL EFECTO RIQUEZA

El crecimiento de la base de clientes del mercado de bienes de lujo se concentra cada vez más en las personas con rentas más altas, cuyo gasto es menos sensible a las recesiones. El 2% más rico de los consumidores globales representó el 40% del gasto en bienes de lujo en 2022, frente al 35% en 2009, según los analistas de Bain & Co. Bain prevé que el mercado global de bienes de lujo alcance los 1,5 billones de euros en 2023, un incremento de entre el 8% y el 10% frente a 2022⁴.

⁴ Bain & Company, *Renaissance in Uncertainty: Luxury Builds on Its Rebound*. Datos a diciembre de 2022.

LAS MARCAS DE MAYOR CALIDAD TIENEN UN PODER DE FIJACIÓN DE PRECIOS EXCEPCIONAL EN MÚLTIPLES CICLOS DE NEGOCIO

Precio de los bienes de lujo desde 1950



Fuente: BlackRock. Datos a 30 de agosto de 2023. Todas las compañías citadas se muestran únicamente a efectos ilustrativos, y no se pretende que su inclusión constituya una recomendación o confirmación por parte de J.P. Morgan en este contexto.

La competencia por estos clientes podría intensificarse si se frenase el crecimiento económico en 2024 (como esperamos que suceda) y los consumidores aspiracionales redujeran el gasto. El resultado más probable es que las marcas de lujo más fuertes se harán aún más poderosas.

CAMBIO GENERACIONAL, LA ELEVACIÓN DEL CONSUMIDOR

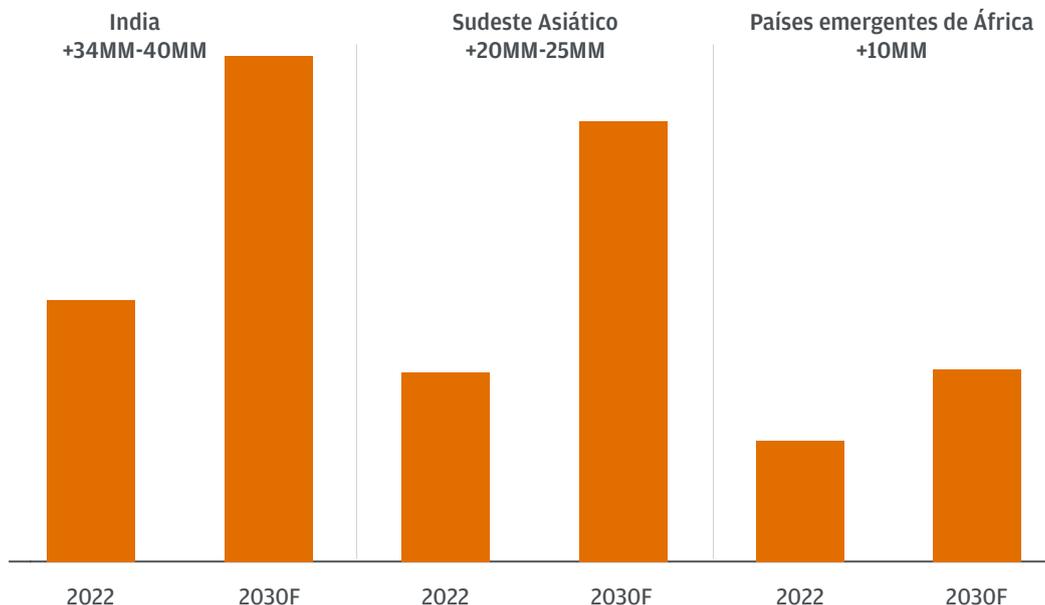
Ahora que la transformación digital del sector está alentando la relación con nuevos clientes, también se está produciendo un cambio generacional: tras la pandemia, observamos más consumidores más jóvenes con un creciente interés en estilos de vida sostenibles. Esta sensibilidad casa bien con el atractivo del sector del lujo –“comprar menos, comprar mejor”.

En todas las generaciones, los consumidores de mercados emergentes están acumulando cada vez más fuerza. Las economías emergentes podrían aumentar en 70 millones sus consumidores de rentas medias y altas antes de 2030, estima Bain. Aunque el estancamiento de la recuperación China (y especialmente las dificultades que sufre su mercado inmobiliario) ha hecho caer recientemente el sentimiento de los consumidores, el gasto en bienes de lujo de los consumidores chinos probablemente se recupere en 2024.

Los mercados del lujo más nuevos, como India y los mercados emergentes del Sudeste Asiático y de África, parecen prometedores. Entre los valores en alza destaca India. Podría generar entre 35 y 40 millones de nuevos consumidores de rentas medias y altas entre 2022 y 2030, lo que implica que su mercado de bienes de lujo podría expandirse hasta tener un tamaño de 3,5 veces el actual en 2030.

LOS PAÍSES EMERGENTES PODRÍAN TENER UNOS 70 MILLONES DE NUEVOS CONSUMIDORES DE RENTAS MEDIAS Y ALTAS EN 2030

Consumidores de bienes de lujo de mercados emergentes



Fuente: Bain & Company. Datos a 10 de noviembre de 2022.

ACUMULACIÓN DE LA DEMANDA, DISPOSICIÓN DEL AHORRO

En Europa, parece que los consumidores están dispuestos a gastar una parte del exceso de ahorro que han acumulado desde el inicio de la pandemia. Entre finales de 2019 y el segundo trimestre de 2023, los hogares de la zona Euro acumularon un ahorro 1 billón de euros mayor del que habrían tenido en otras circunstancias. El Banco Central Europeo estima que este ahorro representa aproximadamente el 12% de su renta media disponible. Hasta ahora, el importe global de este exceso de ahorro no ha caído; de hecho, los hogares del quintil de renta más alto mantienen cerca de la mitad del mismo. No creemos que el dinero apartado durante la pandemia vaya a respaldar un fuerte aumento del consumo. Sin embargo, incluso admitiendo un grado considerable de cautela por parte de los consumidores, es probable

que una parte de este ahorro acabe gastándose, lo que apoyaría que siga adelante el gasto en bienes de alta gama.

PUNTO DE ENTRADA ATRACTIVO PARA LOS INVERSORES

En un entorno de incertidumbre sobre la economía europea e inquietud sobre las perspectivas de crecimiento de China, los títulos de compañías de lujo han sufrido una corrección en los últimos meses. Los 10 nombres principales han perdido 190.000 millones de dólares estadounidenses de su valor de mercado, aproximadamente un 17%, desde finales de marzo. Los inversores que pretendan aprovechar las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la industria podrían encontrar un punto de entrada atractivo en el momento actual.

América Latina

El *nearshoring* crea nuevas oportunidades para los mercados de América Latina

La globalización está en declive desde la crisis financiera global. El último capítulo de este movimiento histórico ha sido el cambio significativo en el comercio internacional tras los cuellos de botella sufridos en las cadenas de suministro durante la pandemia y la creciente tensión geopolítica.

Hay una tendencia que se ha afianzado: el *nearshoring*, según el cual las compañías trasladan la producción a un lugar más cercano a sus principales mercados. Los objetivos generales de las empresas – aumentar la resistencia de sus cadenas de suministro– han cobrado aún más importancia en la actualidad, cuando los equipos de gestión se centran en hacer sostenibles sus márgenes de beneficio y diversificar sus cadenas de suministro, en un mundo cada vez más polarizado.

LA GEOGRAFÍA Y LA HISTORIA HACEN DE MÉXICO EL CLARO GANADOR

México es un claro beneficiario de la tendencia de *nearshoring*, dada su posición geográfica y sus vínculos históricos con EE. UU. Sin embargo, muchos países de Centroamérica y Sudamérica podrían

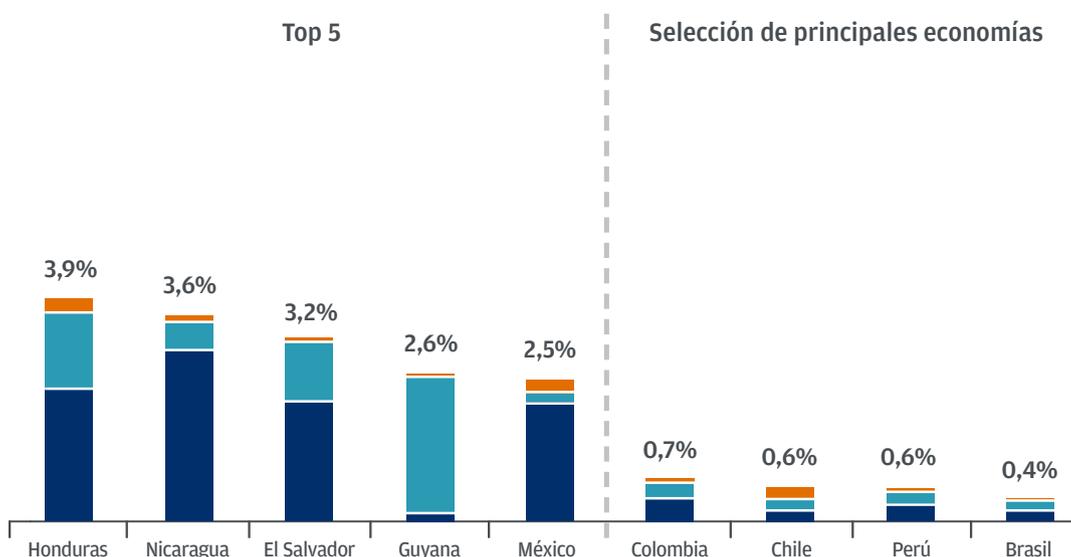
también ver un aumento de sus exportaciones a Estados Unidos. El Banco Interamericano de Desarrollo estima que el *nearshoring* podría hacer que se contratasen 800.000 millones de dólares más en bienes y servicios con países de América Latina y del Caribe en los próximos años. Al mismo tiempo que las compañías latinoamericanas han impulsado su comercio con Estados Unidos, los exportadores chinos se han batido en retirada. Cuando tocó techo en 2016, la cuota de importaciones estadounidenses correspondiente a China llegó a ser del 21,6%. En agosto de 2023 esta proporción se había reducido a casi la mitad, al 13,5%. Durante este periodo de 7 años, los países de ASEAN (la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático) aumentaron su cuota de las importaciones estadounidenses del 13% al 17%, y los países de la Unión Europea del 15% al 19%.



CENTROAMÉRICA PUEDE ENCONTRAR MUCHAS OPORTUNIDADES PARA AUMENTAR SU CUOTA DE MERCADO

Oportunidades potenciales para aumentar las exportaciones como % del PIB nominal

○ Éxitos rápidos-Total Estados Unidos ○ Éxitos rápidos-INTRA-LAC* ○ Oportunidades a medio plazo



Fuente: IADB. Bloomberg Finance LP. Datos a diciembre de 2022.

* INTRA-LAC- Entre países de América Latina y el Caribe.

Cuando valoramos el potencial efecto del *nearshoring* en el PIB, los países de Centroamérica y México son los que parecen estar mejor colocados para obtener los mayores beneficios.

Considerando cada país, aquél cuya cuota ha aumentado más ha sido México, del 13% al 16%, convirtiéndose en el principal socio comercial de Estados Unidos. Su éxito podría abrir la puerta para que otros países de la región se beneficien de la proximidad geográfica de México a la mayor economía del continente.

Puede que en Centroamérica a los inversores les cueste acceder a los beneficios del mayor crecimiento a través de los mercados de renta variable. Por el contrario, el mercado bursátil mexicano sí refleja en general el crecimiento del PIB que el *nearshoring* ha contribuido a

impulsar, por la exposición del índice al consumo interno, en la medida en que la industria relacionada con el *nearshoring* crea empleo, impulsando la renta disponible y con ello la actividad económica interna.

Es de señalar que, incluso a pesar de que la renta variable mexicana ha obtenido resultados mejores que sus equivalentes en otros mercados emergentes y globales en los últimos dos años, sus valoraciones siguen por debajo de su media a 10 años. Por sector, creemos que el inmobiliario industrial mexicano debería seguir obteniendo resultados superiores. Los inversores pueden descubrir oportunidades en inmobiliario industrial tanto en los mercados cotizados como en los privados.

Cuando examinamos el potencial impacto del *nearshoring* en categorías de producto concretas, los bienes industriales (eléctricos, maquinaria, vehículos) y bienes de consumo (calzado, juguetes, óptica) destacan como algunas de las importaciones estadounidenses que podrían verse afectadas por incrementos en la cuota de mercado de países de América Latina y de Centroamérica.

INTEGRACIÓN REGIONAL Y DESAFÍOS POLÍTICOS

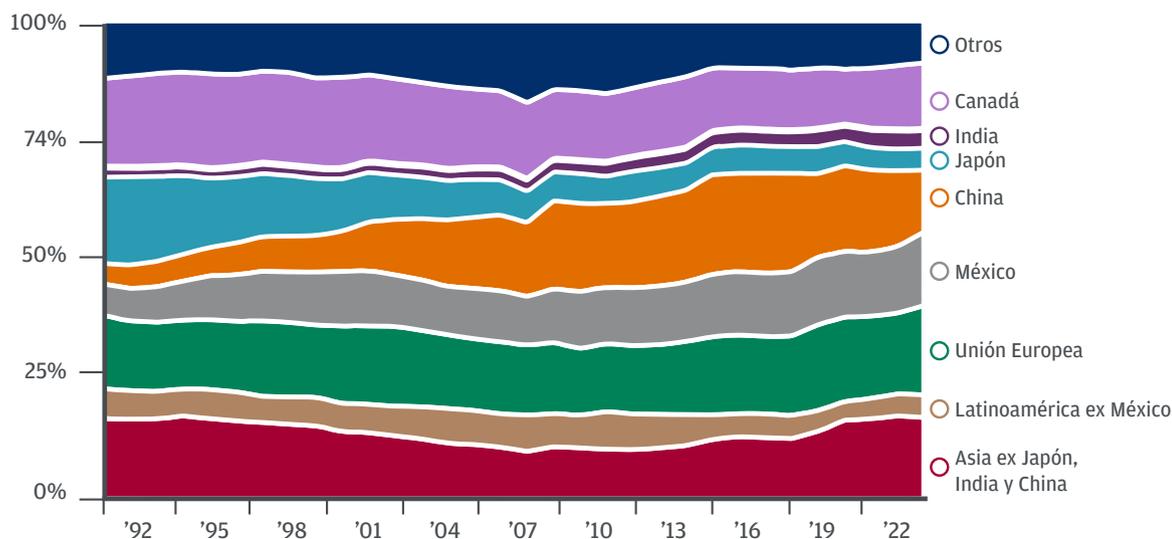
Sin embargo, estas subidas de cuota de mercado no están garantizadas. De un lado, será necesario gasto público e inversiones privadas para conseguir las mejoras necesarias en las infraestructuras y la disponibilidad de energía (especialmente energías verdes) para que toda la región aproveche los beneficios del *nearshoring*. También va a necesitarse cierta integración regional, especialmente en lo relativo a infraestructuras, logística y regulaciones comerciales. Por ejemplo, sería conveniente que las exportaciones de textiles de Centroamérica pudieran atravesar la frontera mexicana sin incurrir en importantes costes logísticos.

Por último, las políticas públicas tendrán una importancia primordial, ya que las tensiones derivadas de la extrema desigualdad y, en general, de las políticas populistas, podrían limitar la inversión estructural necesaria para aprovechar plenamente la oportunidad para las exportaciones.

Existen múltiples desafíos y el camino no va a ser fácil. No obstante, el *nearshoring* y la diversificación de las cadenas de suministro podrían impulsar subidas significativas del PIB en América Latina. Creemos que se trata de una oportunidad de inversión multianual que beneficiaría a la región en general, aunque México es el gran ganador. Creemos que los precios de mercado actuales aún no reflejan todo el potencial. La renta variable latinoamericana, que cotiza por debajo de sus múltiplos históricos, ofrece a los inversores acceso a los beneficios potenciales a largo plazo que podría lograr el *nearshoring* a través de la inversión pública y privada, la mejora de las infraestructuras y la subida de los precios de las materias primas. Para los inversores globales, creemos que se trata de una combinación atractiva.

MÉXICO SE BENEFICIA DE SUS VÍNCULOS HISTÓRICOS CON ESTADOS UNIDOS

Origen de importaciones de Estados Unidos, por región y principales socios comerciales



Fuente: DataWeb. Datos a 31 de agosto de 2023.

Nuestra misión

El Grupo de Estrategia de Inversión Global ofrece opiniones y asesoramiento de inversión líderes en el sector, para ayudar a nuestros clientes a lograr sus objetivos a largo plazo. Para ello, aprovechan los amplios conocimientos y experiencia de los economistas, especialistas en estrategia de inversión y especialistas en estrategia de clases de activos del Grupo, para proporcionarle una perspectiva única de los mercados financieros globales.

SPONSOR-EJECUTIVO

Clay Erwin

Responsable global de inversiones, ventas y negociación

GRUPO DE ESTRATEGIA DE INVERSIÓN GLOBAL

Elyse Aussenbaugh

Especialista en estrategia de inversión global

Christopher Baggini

Responsable global de estrategia de renta variable

Nur Cristiani

Responsable de estrategia de inversión, América Latina

Madison Faller

Responsable de inteligencia de mercado

Kristin Kallergis Rowland

Responsable global de inversiones alternativas

Tom Kennedy

Director de estrategia de inversión

Jacob Manoukian

Responsable de estrategia de inversión, Estados Unidos

Grace Peters

Responsable global de estrategia de inversión

Xavier Vegas

Responsable global de estrategia de crédito

Alex Wolf

Responsable de estrategia de inversión, Asia

No puede darse ninguna garantía de que los profesionales actualmente empleados por JPMorgan Chase Bank, N.A. vayan a seguir siendo empleados de JPMorgan Chase Bank, N.A., ni de que los resultados o el éxito obtenidos por dicho profesional puedan servir como indicador de los resultados o el éxito futuro de dicho profesional.

ABREVIATURAS

- Bps** - puntos básicos
- COVID-19** - Enfermedad de Coronavirus 2019
- CPI** - Consumer Price Index
- DM** - Mercados desarrollados
- EM** - Mercados emergentes
- EMEA** - Europa, Oriente Medio y África
- EUR** - Euro
- Fed** - Reserva Federal
- UK** - Reino Unido
- USD** - Dólar estadounidense
- YTD** - Hasta la fecha

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna garantía de rentabilidades futuras. No es posible invertir directamente en un índice. Todas las compañías citadas se muestran únicamente a efectos ilustrativos, y no se pretende que su inclusión constituya una recomendación o confirmación por parte de J.P. Morgan en este contexto. Todos los datos económicos y de mercado se refieren a diciembre de 2023 y han sido obtenidos de Bloomberg Finance L.P. y de FactSet, salvo que se disponga otra cosa.

DEFINICIONES DE ÍNDICES

Nota: Los índices se muestran únicamente a efectos ilustrativos, no son productos de inversión, y no pueden ser considerados a efectos de inversión directa en los mismos. Los índices son una herramienta de predicción o comparación fundamentalmente débil. Todos los índices se denominan en dólares estadounidenses, salvo que se indique otra cosa.

El índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index proporciona una visión amplia de los mercados globales de deuda *investment grade* a tipo fijo. El índice Global Aggregate Index comprende tres elementos principales: El índice U.S. Aggregate (300 millones de dólares estadounidenses), el índice Pan-European Aggregate (300 millones de euros), y el índice Asian-Pacific Aggregate (35.000 millones de yenes). Además de los valores de estos tres índices de referencia (el 94,1% del valor de mercado total del índice Global Aggregate a 31 de diciembre de 2009), el índice Global Aggregate Index incluye valores aptos para su inclusión en el índice de Tesorería Global, Eurodólar (300 millones de dólares estadounidenses), Euro-Yen (25.000 millones de yenes), canadienses (equivalente de 300 millones de dólares estadounidenses), e *Investment Grade 144A* (300 millones de dólares estadounidenses) no incluidos en los tres índices regionales agregados. La familia de índices Global Aggregate incluye una amplia gama de subíndices estándares y customizados por restricciones de liquidez, sector, calidad y vencimiento. El índice Global Aggregate forma parte del índice Multiverse, y fue creado en 1999, con un histórico completado hasta el 1 de enero de 1990. Todos los índices se denominan en dólares estadounidenses.

El índice **Bloomberg US Corporate Bond Index** mide el mercado de bonos corporativos *investment grade* a tipo fijo y susceptibles de fiscalidad. Incluye valores denominados en dólares estadounidenses emitidos en mercados cotizados por emisores industriales, de suministros públicos y financieros estadounidenses y no estadounidenses.

El **NCREIF Real Estate** es una medida de resultados de inversión que mide la tasa de rentabilidad total compuesta de una serie temporal trimestral de un conjunto muy amplio de inmuebles comerciales adquiridos en el mercado privado únicamente a efectos de inversión. Todos los inmuebles del NPI han sido adquiridos, al menos en parte, por cuenta de inversores institucionales exentos de fiscalidad, siendo la gran mayoría fondos de pensiones. De este modo, todas las propiedades se poseen en un entorno fiduciario.

El índice **MSCI China Index** es un índice de renta variable ajustado para tener en cuenta el capital flotante. El índice fue desarrollado con un valor base de 100 a 31 de diciembre de 1992. El índice cotiza en dólares de Hong Kong. Remítase al índice M3CN para ver el valor en dólares estadounidenses.

El índice **S&P 500®** se considera, en general, como el mejor marcador de la situación de la renta variable estadounidense de gran capitalización, y sirve de base para una amplia variedad de productos de inversión. El índice incluye 500 compañías líderes en su sector, y tiene una cobertura de aproximadamente el 80% de la capitalización bursátil.

El índice **NASDAQ-100 Index** es un índice modificado ponderado por la capitalización bursátil de las 100 mayores y más activas emisiones nacionales e internacionales no financieras que cotizan en el NASDAQ. Ningún valor puede tener una ponderación superior al 24%. El índice se elaboró con un valor base de 125 a 1 de febrero de 1985. Antes del 21 de diciembre de 1998, el Nasdaq 100 era un índice ponderado por la capitalización bursátil.

El índice **Standard and Poor's Midcap 400 Index** es un índice ponderado por la capitalización bursátil que mide los resultados del sector de rango medio del mercado bursátil estadounidense. El índice fue desarrollado con un valor base de 100 a 31 de diciembre de 1990. Ver MDY US Equity <GO> para ver el equivalente susceptible de negociación.

El índice **Russell 2000 Index** comprende las 2000 compañías más pequeñas del índice Russell 3000 Index, que representan aproximadamente el 8% de la capitalización bursátil total del Russell 3000. Su valor en tiempo real se calcula con un valor base de 135,00 a 31 de diciembre de 1986. El valor al cierre de cada día se calcula con un valor base de 100,00 a 29 de diciembre de 1978.

El índice **S&P 500® Equal Weight Index (EWI)** es la versión con igual ponderación del conocido índice S&P 500. El índice tiene los mismos componentes que el S&P 500, que está ponderado por la capitalización bursátil, pero a cada compañía del S&P 500 EWI se le asigna una ponderación igual - o del 0,2% del total del índice en cada reequilibrio trimestral.

El índice **STOXX Europe 600 Index** se deriva del STOXX Europe Total Market Index (TMI) y es un subconjunto del STOXX Global 1800 Index. Tiene un número fijo de 600 componentes, y representa a empresas de gran, mediana y pequeña capitalización de 17 países de la región europea.

El índice **CAC 40®** es un índice ponderado por la capitalización bursátil ajustado para tener en cuenta el capital flotante que refleja el comportamiento de las 40 acciones de mayor capitalización más negociadas que cotizan en Euronext París, y es el indicador más utilizado del mercado bursátil de París. El índice sirve de subyacente para productos estructurados, fondos, fondos cotizados, opciones y futuros. Está gestionado por Euronext, la bolsa paneuropea.

El índice **FTSE 100 Index** es un índice ponderado por la capitalización bursátil de las 100 compañías de mayor capitalización cotizadas en la Bolsa de Londres. Las acciones utilizan una ponderación por capacidad de inversión en el cálculo del índice. El índice se ha desarrollado con un nivel base de 1000 a 30 de diciembre de 1983. * Consulte el índice UKEDA100 y el índice FTPTP100 para conocer la rentabilidad por dividendo y el ratio PER oficiales del índice FTSE 100*.

El índice **MSCI EM (Emerging Markets) Index** es un índice de renta variable ponderado por el capital flotante que capta la representación de los mercados emergentes. El índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada para tener en cuenta el capital flotante de cada país.

El índice **CSI 300 Index** es un índice ponderado por el capital flotante que comprende 300 acciones de clase A cotizadas en las bolsas de Shanghai o de Shenzhen. El índice tiene un nivel base de 1000 a 12/31/2004.

El índice **Bloomberg Commodity Index (BCOM)** se calcula en base al exceso de rentabilidad, y refleja los movimientos en los precios de los futuros de las materias primas. El índice se reequilibra anualmente, ponderado en 2/3 por el volumen de negociación y en 1/3 por la producción mundial, y se aplican límites de ponderación a nivel de materia prima, sector y grupo para lograr una mayor diversificación. El período de Renovación suele producirse entre el 6º y el 10º día hábil, según el calendario de renovación.

El índice **Bloomberg US Agg Index** es un importante índice de referencia de Amplio alcance, que mide el mercado de bonos *investment grade*, denominados en dólares, a tipo fijo y susceptibles de fiscalidad. El índice incluye letras del Tesoro, valores gubernamentales y corporativos, MBS (a tipo fijo de agencias), ABS y CMBS (de agencias y no de agencias).

La serie del **JPM Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI)** se inició en 2007 y fue el primer índice de bonos corporativos de mercados emergentes denominados en dólares exhaustivo. Existen dos versiones básicas del CEMBI, con un suplemento Diversificado para cada versión: el CEMBI y el CEMBI Broad. La versión CEMBI Broad Diversified es la más popular de entre las cuatro, principalmente debido a su amplia cobertura de emisores y su sistema de ponderación por diversificación.

El índice **CSI 300 Index** es un índice ponderado por el capital flotante que comprende 300 acciones de clase A cotizadas en las bolsas de Shanghai o de Shenzhen. El índice tiene un nivel base de 1000 a 12/31/2004. * Debido a nuestro acuerdo con CSI, las acciones del índice están restringidas, vaya a SSIS<go> si desea obtener más información y acceso. Este teletipo contiene precios obtenidos de La bolsa de Shenzhen.

El índice **Citi Economic Surprise Indices** mide sorpresas en los datos en relación con las expectativas de mercado. Una lectura positive significa que los datos

publicados han sido mejores de lo esperado, y una lectura negative significa que los datos publicados son peores de lo esperado.

El índice **Emerging Market Bond Index Global (EMBI Global)** fue el primer índice de bonos soberanos de mercados emergentes exhaustivo del mercado, después del EMBI+. Proporciona cobertura complete de la clase de activos de mercados emergentes con países representativos, instrumentos de inversión (soberanos y casi-soberanos) y reglas transparentes. El índice EMBI Global solo incluye bonos soberanos de mercados emergentes denominados en dólares estadounidenses, y utiliza un método tradicional, ponderado por la capitalización bursátil, para la asignación por países.

El índice **J.P. Morgan Asia Credit Index (JACI)** ayuda a evaluar oportunidades de inversión en bonos a tipo fijo denominados en dólares emitidos en la región de Asia ex Japón, Sigue una técnica tradicional de capitalización bursátil, similar a la serie de índices EMBI y CEMBI.

El índice **MSCI AC Asia ex Japan Index** capta la representación de gran y mediana capitalización en dos de tres mercados desarrollados (excluyendo Japón). Con 609 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada para tener en cuenta el capital de cada país. Los mercados desarrollados del índice incluyen: Hong Kong y Singapur. Los mercados emergentes incluyen: China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia.

El índice **MSCI China Index** es un índice de renta variable ponderado por el capital flotante. Fue desarrollado con valor base de 100 a 31 de diciembre de 1992. Este índice cotiza en dólares de Hong Kong. Consulte el índice M3CN para cotización en dólares estadounidenses.

El índice **MSCI AC ASEAN Index** (anteriormente: MSCI South East Asia Index) capta la representación de gran y mediana capitalización de 4 mercados emergentes y un mercado desarrollado.

El índice **The MSCI India Index** es un índice de renta variable ponderado por el capital flotante. Fue desarrollado con valor base de 100 a 31 de diciembre de 1992.

El índice **MSCI World Index** es un índice de capitalización bursátil ajustado para tener en cuenta el capital flotante diseñado para medir la rentabilidad de los mercados de renta variable de los mercados desarrollados. El índice comprende 23 índices de países desarrollados.

El índice **Russell 2000 Index** comprende las 2000 compañías más pequeñas del índice Russell 3000 Index, que representan aproximadamente el 8% de la capitalización bursátil total del Russell 3000. Su valor en tiempo real se calcula con un valor base de 135,00 a 31 de diciembre de 1986. El valor al cierre de cada día se calcula con un valor base de 100,00 a 29 de diciembre de 1978.

El índice **Standard and Poor's Midcap 400 Index** es un índice ponderado por la capitalización bursátil que mide los resultados del sector de rango medio del mercado bursátil estadounidense. El índice fue desarrollado con un valor base de 100 a 31 de diciembre de 1990. Ver MDY US Equity <GO> para ver el equivalente susceptible de negociación.

El índice **Standard and Poor's 500** es un índice ponderado en función de la capitalización bursátil que comprende 500 acciones. El índice ha sido diseñado para medir los resultados de la economía interna de Estados Unidos en general, a través de los cambios en el valor bursátil agregado de 500 acciones que representan todas las principales industrias. El índice fue desarrollado con un nivel base de 10 para el período base de 1941-1943.

El índice **EURO STOXX 50**, el principal índice de valores de primera categoría de la Eurozona, ofrece una representación de los líderes supersectoriales de la región. El índice abarca 50 valores de 11 países de la Eurozona. El índice puede ser utilizado por instituciones financieras como subyacente de una amplia gama de productos de inversión, como fondos cotizados (ETF), futuros, opciones y productos estructurados.

El índice **STOXX Europe 600 Index (SXXP Index)** es un índice que sigue a 600 compañías cotizadas con sede en uno de 18 países europeos. El índice incluye compañías de pequeña, mediana y gran capitalización. Los países representados en el índice son Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Holanda, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido.

El índice **TOPIX**, conocido también como Tokyo Stock Price Index, es un índice ponderado en función de la capitalización bursátil de todas las compañías que cotizan en la Primera Sección de la Bolsa de Tokio.

RIESGOS FUNDAMENTALES

La inversión en activos alternativos implica mayores riesgos que las inversiones tradicionales, y resulta apta únicamente para inversores sofisticados. Las inversiones alternativas implican riesgos más altos que las inversiones tradicionales, y no deben considerarse como un programa de inversión completo. No son eficientes desde un punto de vista fiscal, y los inversores deben consultar con sus asesores fiscales antes de invertir. Las inversiones alternativas tienen comisiones más altas que las inversiones tradicionales, y también pueden aplicar un nivel elevado de apalancamiento y poner en práctica técnicas de inversión especulativas, que pueden magnificar la potencial ganancia o pérdida de inversión. El valor de la inversión podría caer, no sólo subir, y los inversores podrían recuperar menos de lo que invirtieron.

La renta fija está sujeta a riesgo de tipo de interés, riesgo de crédito y riesgo de impago del emisor. En general, los precios de los bonos caen cuando suben los tipos de interés.

Los inversores deben comprender los pasivos fiscales potenciales que conlleva la compra de bonos municipales. Ciertos bonos municipales están sujetos a fiscalidad federal, si su titular estuviera sujeto al impuesto mínimo alternativo. Las ganancias de capital, de existir, están sujetos a la fiscalidad federal. El inversor debe ser consciente de que los ingresos derivados de fondos de bonos municipales libres de impuestos podrían estar sujetos a la fiscalidad estatal y local y al Impuesto Mínimo Alternativo.

Las inversiones internacionales podrían no ser adecuadas para todos los inversores. La inversión internacional implica un mayor grado de riesgo y un aumento de la volatilidad. Los movimientos en los tipos de cambio de divisa y las diferencias en las normas contables y políticas fiscales fuera de Estados Unidos pueden aumentar o reducir las rentabilidades. Algunos mercados extranjeros podrían no ser tan estables como Estados Unidos y otros países desde un punto de vista político y económico. Las inversiones en mercados internacionales pueden ser más volátiles.

Las compañías de pequeña capitalización generalmente conllevan más riesgo que compañías bien establecidas y de buena reputación o “blue-chip”, dado que las compañías de menor tamaño pueden sufrir un mayor grado de volatilidad de mercado que la mayoría de las compañías de gran capitalización y/o las blue-chip.

PRESUNCIONES DE MERCADOS DE CAPITALES A LARGO PLAZO DE JPMAM

Dada la complejidad de la disyuntiva entre riesgo y beneficio, aconsejamos a los clientes que se basen en su propio criterio a la hora de establecer sus distribuciones estratégicas, además de enfoques de optimización cuantitativa. Toda la información que se muestra en este documento se basa en un análisis cualitativo. No se recomienda basar las decisiones exclusivamente en lo anterior. Esta información no pretende constituir una recomendación de inversión en ninguna clase de activo o estrategia concreta, ni una promesa de rentabilidades futuras. Es necesario destacar que estas presunciones para clases de activos y estrategias son pasivas - no consideran el efecto de la gestión activa. Las referencias a rentabilidades futuras no constituyen promesas, y ni siquiera estimaciones de las rentabilidades reales que podría lograr la cartera de un cliente. Las presunciones, opiniones y estimaciones se proporcionan únicamente a efectos informativos, y no deben considerarse como recomendaciones de comprar o vender valores. Las previsiones de tendencias de los mercados financieros basadas en las condiciones de mercado actuales constituyen nuestra opinión, y están sujetas a cambios sin previo aviso. Creemos que la información que le proporcionamos en este documento es fiable, pero no garantizamos su exactitud o integridad. Este material ha sido preparado únicamente a efectos informativos, y no pretende constituir asesoramiento contable, jurídico o fiscal, por lo que no debe confiar en el mismo a estos efectos. Los resultados de las presunciones se proporcionan únicamente a efectos informativos/de discusión, y están sujetos a limitaciones significativas.

Las estimaciones de rentabilidad “esperada” o “Alpha” están sujetas a incertidumbre y error. Por ejemplo, cualquier cambio en los datos históricos a partir de los cuales se han estimado cambiará las implicaciones de las rentabilidades de las distintas

clases de activos. Las rentabilidades esperadas de cada clase de activos dependen de un escenario económico; en el supuesto de que este escenario finalmente tenga lugar, las rentabilidades reales podrían ser más altas o más bajas, como lo han sido en el pasado, de forma que un inversor no debería esperar obtener rentabilidades similares a las que se muestran en este documento. Las referencias a rentabilidades futuras de las distintas estrategias de distribución de activos o clases de activos no constituyen compromisos de lograr rentabilidades reales en la cartera de un cliente. Debido a las limitaciones inherentes a todos los modelos, los potenciales inversores no deben basarse exclusivamente en el modelo a la hora de tomar una decisión. El modelo no puede reflejar el efecto que podrían tener los factores económicos, de mercado y otros en la implementación y gestión de una cartera de inversión real. Al contrario que los resultados de una cartera real, los resultados del modelo no reflejan factores reales de negociación, restricciones de liquidez, comisiones, gastos, impuestos y otros factores que podrían tener un efecto en las rentabilidades futuras. Las presunciones del modelo son pasivas – no consideran el efecto de la gestión activa. La capacidad de un gestor de lograr resultados similares está sujeta a factores de riesgo sobre los que el gestor podría no tener ningún control, o tan solo un control limitado.

Este material no contiene información suficiente para respaldar una decisión de inversión, y no debería servir de base para evaluar las ventajas de una inversión en cualquier valor o producto. Además, los usuarios deberían realizar una valoración independiente de las implicaciones jurídicas, regulatorias, fiscales, de crédito y contables, y determinar, junto con sus propios asesores financieros, si cualquier inversión mencionada en este documento se considera apropiada para cumplir sus objetivos personales. Los inversores deben asegurarse de obtener toda la información pertinente antes de realizar cualquier inversión. Debe advertirse que toda inversión conlleva riesgos, y que el valor de las inversiones y de los ingresos que se obtienen de las mismas podría fluctuar en función de las condiciones de los mercados y las normas fiscales, y que los inversores podrían no recuperar la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades y los rendimientos pasados no constituyen un indicador fiable de los resultados actuales y futuros.

Las inversiones en materias primas podrían tener mayor volatilidad que las inversiones en valores tradicionales. El valor de las materias primas podrá verse afectado por movimientos en los mercados en general, la volatilidad de los índices de materias primas, las modificaciones de los tipos de interés o factores que afecten a una industria o materia prima concreta, tales como sequía, inundaciones, condiciones meteorológicas adversas, enfermedades del ganado, embargos, aranceles y sucesos políticos y regulatorios. La inversión en materias primas genera una oportunidad para aumentar las rentabilidades, pero, al mismo tiempo, acarrea la posibilidad de una pérdida mayor.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este documento es solo para fines informativos y puede orientarle acerca de determinados productos y servicios ofrecidos por los negocios de gestión de patrimonios de J.P. Morgan, que pertenece a JPMorgan Chase & Co. (“JPM”). Los productos y servicios descritos, así como las comisiones, los gastos y los

tipos de interés asociados, pueden sufrir modificaciones de acuerdo con los contratos de cuenta aplicables, además de diferir entre ámbitos geográficos.

No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las regiones. Si es una persona con discapacidad y necesita asistencia adicional para acceder a este documento, póngase en contacto con su equipo de J.P. Morgan o envíenos un correo electrónico a accessibility.support@jpmorgan.com para obtener ayuda. Lea íntegramente esta información importante.

RIESGOS Y CONSIDERACIONES GENERALES

Las opiniones, las estrategias y los productos que se describen en este documento pueden no ser adecuados para todas las personas y comportan riesgos. **Los inversores podrían recuperar menos del importe invertido y la rentabilidad histórica no es un indicador fiable de resultados futuros.** La asignación/diversificación de activos no garantiza beneficios o protección contra pérdidas. Nada de lo incluido en este documento debe utilizarse como único elemento de juicio para tomar una decisión de inversión. Se le insta a analizar minuciosamente si los servicios, los productos, las clases de activos (por ejemplo, renta variable, renta fija, inversiones alternativas y materias primas) o las estrategias que se abordan resultan adecuados en vista de sus necesidades. También debe tener en cuenta los objetivos, los riesgos, las comisiones y los gastos asociados al servicio, el producto o la estrategia de inversión antes de tomar una decisión de inversión. Para ello y para obtener información más completa, así como para abordar sus objetivos y su situación, póngase en contacto con su equipo de J.P. Morgan.

FIABILIDAD DE LA INFORMACIÓN AQUÍ INCLUIDA

Ciertos datos incluidos en este documento se consideran fiables; sin embargo, JPM no declara ni garantiza su precisión, su fiabilidad o su integridad y excluye cualquier responsabilidad por pérdidas o daños (directos o indirectos) derivados de la utilización, total o parcial, de este documento. JPM no formula declaraciones o garantías con respecto a los cálculos, los gráficos, las tablas, los diagramas o los comentarios que pueda contener este documento, cuya finalidad es meramente ilustrativa/orientativa. Las perspectivas, las opiniones, las estimaciones y las estrategias que se abordan en este documento constituyen nuestro juicio con base en las condiciones actuales del mercado y pueden cambiar sin previo aviso. JPM no asume obligación alguna de actualizar la información que se recoge en este documento en caso de que se produzcan cambios en ella. Las perspectivas, las opiniones, las estimaciones y las estrategias que aquí se abordan pueden diferir de las expresadas por otras áreas de JPM y de las opiniones expresadas con otros propósitos o en otros contextos; **este documento no debe considerarse un informe de análisis.** Los resultados y los riesgos proyectados se basan únicamente en los ejemplos hipotéticos citados y los resultados y los riesgos reales variarán según circunstancias específicas. Las declaraciones prospectivas no deben considerarse garantías o predicciones de eventos futuros.

Nada de lo indicado en este documento se entenderá que da lugar a obligación de asistencia o relación de asesoramiento alguna hacia usted o un tercero. Nada de lo indicado en este documento debe considerarse oferta, invitación, recomendación o asesoramiento (de carácter financiero, contable, jurídico, fiscal o de otro tipo) por parte de J.P. Morgan y/o sus equipos o empleados, con independencia de que dicha comunicación haya sido facilitada a petición suya o no. J.P. Morgan y sus filiales y empleados no prestan servicios de asesoramiento fiscal, jurídico o contable. Consulte a sus propios asesores fiscales, jurídicos y contables antes de realizar operaciones financieras.

INFORMACIÓN IMPORTANTE ACERCA DE SUS INVERSIONES Y POSIBLES CONFLICTOS DE INTERESES

Surgirán conflictos de interés cuando JPMorgan Chase Bank, N.A. o cualquiera de sus filiales (conjuntamente, "J.P. Morgan") tengan un incentivo real o supuesto, de índole económica o de otro tipo, en la gestión de las carteras de nuestros clientes para actuar de un modo que beneficie a J.P. Morgan. Surgirán conflictos, por ejemplo (en la medida en que las siguientes actividades estén autorizadas en su cuenta): (1) cuando J.P. Morgan invierta en un producto de inversión, como un fondo de inversión, un producto estructurado, una cuenta de gestión separada o un hedge fund que emita o gestione JPMorgan Chase Bank, N.A. o una filial, como J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) cuando una entidad de J.P. Morgan obtenga servicios, incluidas la ejecución y la compensación de operaciones, de una filial; (3) cuando J.P. Morgan reciba un pago como resultado de la compra de un producto de inversión por cuenta de un cliente; o (4) cuando J.P. Morgan reciba un pago por la prestación de servicios (incluidos servicios a accionistas, mantenimiento de registros o custodia) con respecto a productos de inversión adquiridos para la cartera de un cliente. Otros conflictos surgirán por las relaciones que J.P. Morgan mantenga con otros clientes o cuando J.P. Morgan actúe por cuenta propia.

Las estrategias de inversión se seleccionan entre las de los gestores de J.P. Morgan y otros externos y son objeto de un proceso de revisión por parte de nuestros equipos de análisis de gestores. De ese grupo de estrategias, nuestros equipos de elaboración de carteras seleccionan aquellas que consideramos adecuadas conforme a nuestros objetivos de asignación de activos y provisiones a fin de cumplir el objetivo de inversión de la cartera.

Por lo general, preferimos las estrategias gestionadas por J.P. Morgan. Esperamos que el porcentaje de estrategias gestionadas por J.P. Morgan sea alto (de hecho, hasta de un 100%) en estrategias como, por ejemplo, de liquidez y renta fija de alta calidad, con supeditación a la legislación vigente y a cualesquiera consideraciones específicas de la cuenta.

Si bien nuestras estrategias de gestión interna suelen estar bien alineadas con nuestras provisiones y estamos familiarizados con los procesos de inversión y con la filosofía de riesgos y cumplimiento de la firma, debemos señalar que J.P. Morgan percibe en conjunto más comisiones cuando se incluyen estrategias gestionadas internamente. Ofrecemos la opción de excluir estrategias gestionadas por J.P. Morgan (que no sean productos de efectivo y liquidez) en determinadas carteras.

PERSONAS JURÍDICAS, MARCAS E INFORMACIÓN REGULATORIA

En **Estados Unidos**, los depósitos bancarios y los servicios relacionados, incluidas las cuentas corrientes, las cuentas de ahorro y los préstamos bancarios, los ofrece **JPMorgan Chase Bank, N.A.** Miembro de la FDIC.

JPMorgan Chase Bank, N.A. y sus filiales (conjuntamente, "**JPMCB**") ofrecen productos de inversión, que pueden incluir cuentas bancarias de inversión gestionadas y de custodia, en el marco de sus servicios fiduciarios y de administración. Otros productos y servicios de inversión, tales como las cuentas de intermediación y asesoramiento, se ofrecen a través de **J.P. Morgan Securities LLC ("JPMS")**, miembro de la FINRA y la SIPC. Los productos de seguro están disponibles a través de Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), agencia de seguros con licencia, que lleva a cabo su actividad como Chase Insurance Agency Services, Inc. en Florida. JPMCB, JPMS y CIA son sociedades filiales bajo el control común de JPM. Productos no disponibles en todos los estados.

En **Alemania**, este documento lo emite **J.P. Morgan SE**, con domicilio social en Taunustor 1 (Taunusturm), 60310 Fráncfort (Alemania), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE). En **Luxemburgo**, este documento lo emite **J.P. Morgan SE - Luxembourg Branch**, con domicilio social en European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg (Luxemburgo), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Luxembourg Branch también está supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF); inscrita en el Registro mercantil de Luxemburgo con el número B255938. En el **Reino Unido**, este documento lo emite **J.P. Morgan SE - London Branch**, con domicilio social en 25 Bank Street, Canary Wharf, Londres E14 5JP, autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - London Branch también está supervisada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. En **España**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, con domicilio social en Paseo de la Castellana 31, 28046 Madrid (España), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España también está supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); inscrita en el Banco de España como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 1567. En **Italia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Milan Branch**, con domicilio social en Via Cordusio, n.3, 20123 Milán (Italia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Milan Branch también está supervisada por el

Banco de Italia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); inscrita en el Banco de Italia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 8076; número de registro de la Cámara de Comercio de Milán: REA MI - 2536325. En los **Países Bajos**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch**, con domicilio social en World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Ámsterdam (Países Bajos), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch también está autorizada y supervisada por De Nederlandsche Bank (DNB) y la Autoriteit Financiële Markten (AFM) en los Países Bajos. Inscrita en la Kamer van Koophandel como sucursal de J.P. Morgan SE con el número de registro 72610220. En **Dinamarca**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland**, con domicilio social en Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V (Dinamarca), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland también está sujeta a la supervisión de la Finanstilsynet (la autoridad danesa de supervisión financiera) e inscrita en la Finanstilsynet como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 29010. En **Suecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, con domicilio social en Hamngatan 15, 11147 Estocolmo (Suecia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial también está sujeta a la supervisión de Finansinspektionen (la autoridad sueca de supervisión financiera); inscrita en Finansinspektionen como sucursal de J.P. Morgan SE. En **Bélgica**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Brussels Branch**, con domicilio social en 35 Boulevard du Régent, 1000 Bruselas (Bélgica), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE Brussels Branch también se encuentra supeditada a la supervisión del Banco Nacional de Bélgica (NBB) y la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros (FSMA) en Bélgica; inscrita ante el NBB con el número de registro 0715.622.844. En **Grecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Athens Branch**, con domicilio social en 3 Haritos Street, 10675 Atenas (Grecia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Athens Branch también está supeditada a la supervisión del Banco de Grecia; inscrita ante el Banco de Grecia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 124; número de registro en la Cámara de Comercio de Atenas 158683760001; número de IVA 99676577. En **Francia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Paris Branch**, con domicilio social en 14, Place Vendôme 75001 París (Francia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la

BaFin, el banco central alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE) con el código 842 422 972; J.P. Morgan SE - Paris Branch también está supervisada por las autoridades bancarias francesas Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) y Autorité des Marchés Financiers (AMF). En **Suiza**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan (Suisse) SA**, regulada en Suiza por la Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero de Suiza (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, con domicilio social en rue du Rhône, 35, 1204, Ginebra (Suiza), autorizada y supervisada por la Autoridad Supervisor del Mercado Financiero de Suiza (FINMA), como banco y agente de valores en Suiza.

Esta comunicación constituye publicidad a efectos de la Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II), y la Ley de Servicios Financieros de Suiza (FinsA). Los inversores no deben suscribir ni comprar ningún instrumento financiero mencionado en este documento publicitario si no es basándose en la información incluida en cualquier documento legal aplicable que se esté o vaya a estar disponible en las jurisdicciones relevantes (según se requiera).

En **Hong Kong**, este documento lo distribuye **JPMCB, Hong Kong Branch**. JPMCB, sucursal de Hong Kong está regulada por la Autoridad Monetaria de Hong Kong y la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En Hong Kong, dejaremos de utilizar sus datos personales para fines de marketing sin cargo alguno si así lo solicita. En **Singapur**, este documento lo distribuye **JPMCB, Singapore Branch**. JPMCB, sucursal de Singapur está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Los servicios de negociación y asesoramiento, así como los de gestión discrecional de inversiones, se los presta JPMCB, sucursal de Hong Kong/Singapur (según se le notifique). Los servicios bancarios y de custodia se los presta JPMCB, sucursal de Hong Kong/Singapur (según se le notifique). El contenido de este documento no lo ha revisado ninguna autoridad reguladora de Hong Kong, Singapur ni de ninguna otra jurisdicción. Le recomendamos que actúe con precaución en lo que respecta a este documento. Si tiene alguna duda sobre algo de lo que se indica en este documento, le recomendamos que solicite asesoramiento profesional independiente. En el caso de los documentos que constituyen publicidad de productos con arreglo a la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act) y la Ley de asesores financieros (Financial Advisers Act), se hace constar que dicha publicidad no la ha revisado la Autoridad Monetaria de Singapur. JPMorgan Chase Bank, N.A. es una sociedad bancaria nacional constituida con arreglo a las leyes de Estados Unidos y, como persona jurídica, la responsabilidad de sus accionistas es limitada.

En lo concerniente a los **países latinoamericanos**, puede que la distribución de este documento esté restringida en ciertas jurisdicciones. Es posible que le ofrezcamos y/o le vendamos valores u otros instrumentos financieros que no puedan registrarse y no sean objeto de una oferta pública en virtud de la legislación de valores u otras normativas financieras vigentes en su país de origen. Le ofrecemos y/o vendemos dichos valores o instrumentos exclusivamente de forma privada. Las comunicaciones que le enviemos con

respecto a dichos valores o instrumentos –incluidos, entre otros, un folleto, un pliego de condiciones u otro documento de oferta– no tienen como fin constituir oferta de venta o invitación para comprar valores o instrumentos en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o invitación sea ilegal. Además, la transferencia posterior por su parte de dichos valores o instrumentos puede estar sujeta a ciertas restricciones regulatorias y/o contractuales, siendo usted el único responsable de verificarlas y cumplirlas. En la medida en que el contenido de este documento haga referencia a un fondo, el fondo no podrá ofrecerse públicamente en ningún país de América Latina sin antes registrar los títulos del fondo de acuerdo con las leyes de la jurisdicción correspondiente. Queda terminantemente prohibida la oferta pública de cualquier valor, incluidas las participaciones del fondo, que no se haya inscrito previamente en la Comisión de Valores y Mercados (CVM) de Brasil. Es posible que las plataformas de Brasil y de México no ofrezcan actualmente algunos de los productos o servicios incluidos en este documento.

JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/n.º de licencia de AFS: 238367) está regulada por la Comisión de Inversiones y Valores de Australia y la Autoridad de Regulación Prudencial de Australia. El documento proporcionado por JPMCBNA en Australia se dirige solamente a “clientes mayoristas”. A los efectos de este párrafo, el término “cliente mayorista” tiene el significado que se le otorga en el artículo 761G de la Ley de sociedades (Corporations Act) de 2001 (Cth). Le rogamos nos informe si no es un cliente mayorista en la actualidad o si deja de ser un cliente mayorista en cualquier momento en el futuro.

JPMS es una sociedad extranjera inscrita (exterior) (ARBN 109293610) constituida en Delaware, Estados Unidos. Con arreglo a los requisitos de licencia que regulan los servicios financieros en Australia, llevar a cabo un negocio de servicios financieros en Australia exige que el proveedor de servicios financieros, como J.P. Morgan Securities LLC (JPMS), posea una licencia australiana de servicios financieros (AFSL), a menos que se aplique una exención. **JPMS está exenta del requisito de poseer una AFSL conforme a la Ley de sociedades (Corporations Act) de 2001 (Cth) (la “Ley”) en relación con los servicios financieros que le presta y se encuentra regulada por la SEC, la FINRA y la CFTC según las leyes de Estados Unidos, que difieren de las leyes australianas.** El documento proporcionado por JPMS en Australia se dirige solamente a “clientes mayoristas”. La información incluida en este documento no tiene como fin, ni deberá, distribuirse o transmitirse, directa o indirectamente, a cualquier otra clase de personas de Australia. A los efectos de este párrafo, el término “cliente mayorista” tiene el significado que se le otorga en el artículo 761G de la Ley. Le rogamos nos informe de inmediato si no es un cliente mayorista en la actualidad o si deja de ser un cliente mayorista en cualquier momento en el futuro.

Este documento no ha sido elaborado específicamente para inversores australianos. Este documento:

- puede incluir referencias a importes en dólares distintos de dólares australianos;
- puede incluir información financiera no elaborada con arreglo a las leyes o las prácticas australianas;
- puede no tratar riesgos asociados a la inversión en instrumentos denominados en monedas extranjeras; y
- no aborda cuestiones relacionadas con la fiscalidad australiana.

Las referencias a “J.P. Morgan” remiten a JPM, sus sociedades dependientes y sus filiales de todo el mundo. “J.P. Morgan Private Bank” es el nombre comercial de la división de banca privada de JPM. Este documento tiene como fin su uso personal y no debe distribuirse a, ni ser utilizado por, otras personas, ni ser copiado para fines no personales sin nuestro permiso. Si tiene alguna pregunta o no desea continuar recibiendo estas comunicaciones, no dude en ponerse en contacto con su equipo de J.P. Morgan.

© 2023 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados

J.P.Morgan PRIVATE BANK