

2024

Una economía sólida *en un mundo inestable*

Perspectivas
2º Semestre 2024.



Las opiniones expresadas en este artículo se basan en las condiciones actuales, están sujetas a cambios y podrían diferir de las de otras empresas y empleados de JPMorgan Chase & Co. Las opiniones y estrategias podrían no resultar apropiadas para todos los inversores. Los inversores deben hablar con sus representantes financieros antes de contratar cualquier producto o adoptar cualquier estrategia de inversión. 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 constituyen indicadores fiables de los posibles resultados futuros.** Le rogamos lea la información adicional sobre regulación, comunicaciones reglamentarias, exenciones de responsabilidad y otra información importante incluida al final de este material.

PRODUCTOS DE INVERSIÓN: • NO DISPONEN DE GARANTÍA DE LA FDIC • SIN GARANTIA BANCARIA • PODRÍAN PERDER VALOR

Prólogo

Al comenzar el año, la mayoría de las previsiones apuntaban a una rápida caída de la inflación, que permitiría a los bancos centrales embarcarse en una serie de bajadas de tipos. Las proyecciones eran razonables; una lectura sensata de la situación.

Sin embargo, la economía ha desafiado los pronósticos. La inflación no ha caído tan rápidamente como muchos esperaban. Aun así, según toda una serie de variables macroeconómicas, parece que la economía global demuestra una notable fortaleza.

Por otro lado, el mundo se encuentra en una coyuntura delicada. El riesgo geopolítico es real, y ocupa un lugar destacado en la mente de grandes y pequeños inversores. Sus inquietudes abarcan distintas cuestiones: la posibilidad de que se agraven los conflictos en todo el mundo; el resultado desconocido de las elecciones estadounidenses en noviembre, y sus posibles implicaciones, también desconocidas; las tensiones en la relación entre Estados Unidos y China; el enfoque generalizado en temas de seguridad nacional, industria de defensa tradicional, fuentes de energía, cadenas de suministro y ciberseguridad.

Por todo ello, hemos titulado nuestro artículo de Perspectivas para el 2º Semestre, *Una economía sólida en un mundo inestable*.

De un lado, mayor crecimiento, rendimientos más altos de la renta fija y valoraciones más altas de la renta variable. De otro, inflación más alta, mayor riesgo geopolítico y una posible subida de los impuestos.

De cara a la segunda mitad del año, nos valemos de la experiencia de nuestro Grupo de Estrategia de Inversión Global para ayudarnos a identificar tanto las oportunidades como los riesgos a los que podrían enfrentarse nuestros clientes. En nuestra opinión, los clientes pueden confiar en la renta variable para aprovechar el crecimiento global, en los activos reales para protegerse frente a la inflación y en la renta fija para obtener ingresos y mitigar el riesgo si cae el crecimiento económico. La inteligencia artificial no ha hecho más que empezar. Nuestro artículo de Perspectivas para el 2º Semestre señala que se necesitaron 15 años para que el ordenador lograra aumentar la productividad de la economía; según nuestras proyecciones, la inteligencia artificial podría conseguirlo en siete.

En resumen, creemos que las fuerzas positivas podrían impulsar los mercados en 2024 y en adelante.

Independientemente de lo que nos deparen los mercados, debemos confiar los unos en los otros y en las relaciones que hemos ido forjando en el tiempo para ofrecerle lo mejor de nosotros. Es un honor estar a su lado como socio financiero. Gracias por seguir confiando en J.P. Morgan.

Atentamente,



David Frame
Consejero delegado,
Banca Privada Estados Unidos



Martin Marron
Consejero delegado,
Banca Privada Internacional

Perspectivas 2º Semestre 2024 | Conclusiones principales

La economía es más fuerte de lo que pensamos.
Creemos que la subida global de los mercados continuará.

La inteligencia artificial no ha hecho más que empezar.
El camino es incierto, pero su efecto podría ser descomunal.

Los tipos de interés seguirán altos durante más tiempo, pero no para siempre.
Las distorsiones en los sectores sensibles a los tipos de interés podrían no ser duraderas.

Las elecciones en Estados Unidos tendrán efectos en todo el mundo.
No deje que condicionen sus planes.

Debemos prepararnos para una continuación de los conflictos.
Recomendamos diversificar, y considerar la posibilidad de invertir en los sectores de seguridad, defensa e infraestructura.



Una economía sólida

La economía es más fuerte de lo que pensamos	9
Los tipos de interés seguirán altos durante más tiempo, pero no para siempre	15
La inteligencia artificial no ha hecho más que empezar	30

en un mundo inestable

Las elecciones en Estados Unidos tendrán efectos en todo el mundo	35
Debemos prepararnos para una continuación de los conflictos	39

Perspectivas globales

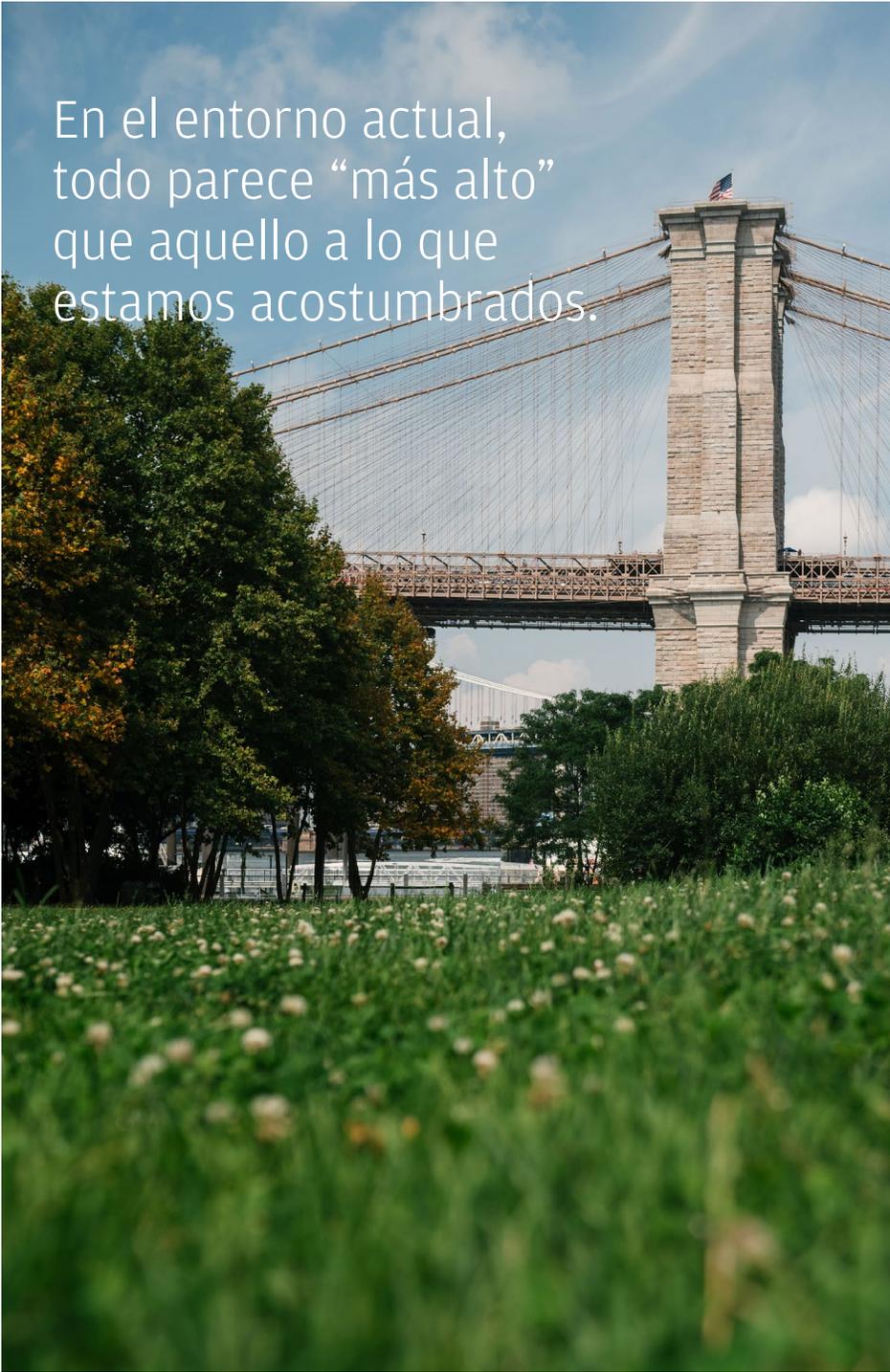
Un capítulo nuevo para la Europa empresarial	46
Fortaleza de la demanda, escasez de la oferta: aprovechar beneficios de materias primas esenciales	51
Renta variable japonesa: esta vez es diferente	55

Pocos lo han visto venir.

El crecimiento global está desafiando las presiones derivadas de la subida de los tipos de interés, y ha demostrado ser más sólido y duradero de lo que esperaban la mayoría de las previsiones. Al mismo tiempo, la persistencia de la inflación ha echado por tierra las expectativas de los mercados de una bajada sustancial de los tipos de interés. Aun así, la renta variable ha registrado rentabilidades superiores al 10% en lo que llevamos de año.

En los últimos cinco meses, los economistas han modificado al alza sus proyecciones de crecimiento real del PIB para 2024, de cerca de un 2,5% a un 3%, y han rebajado las previsiones de bajadas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal de siete a tan solo dos. Inversores y responsables políticos antaño escépticos ahora reconocen que la economía no sólo resiste, sino que en realidad es bastante robusta. En un horizonte a largo plazo, el efecto económico de la inteligencia artificial podría ser sustancial; quizá incluso transformador.

En nuestro artículo de Perspectivas para el 2º Semestre hacemos balance del entorno actual.



En el entorno actual,
todo parece “más alto”
que aquello a lo que
estamos acostumbrados.

Crecimiento más alto

Tipos de interés y rendimientos
de la renta fija más altos

Valoraciones de la renta variable
más altas

De hecho, en las economías desarrolladas, existe todo un conjunto de variables macroeconómicas y de mercado fundamentales (a excepción de la inflación), desde las tasas de desempleo a los rendimientos de los bonos gubernamentales a corto plazo, pasando por los márgenes de beneficio de las empresas, que no estaban tan saneadas desde hace décadas. Esperamos que la renta variable global impulse las rentabilidades de las carteras durante el resto del año. Al mismo tiempo, los costes de financiación más onerosos generan la posibilidad de lograr rentabilidades atractivas en crédito y de aprovechar descuentos en renta variable de mediana capitalización, inmobiliario y capital riesgo.

No obstante...



Este nuevo entorno
tiene un coste.

VEMOS POTENCIAL DE:

Inflación más alta

Riesgo geopolítico más alto

Impuestos más altos

Creemos que los clientes deberían mantener invertido todo su capital, pero también debemos alertarlos frente a los posibles riesgos a los que se enfrenta una economía global sólida en un entorno inestable.

El riesgo geopolítico ocupa un lugar destacado en la mente de grandes y pequeños inversores. No puede negarse la posibilidad de que se produzca un empeoramiento de los conflictos globales —ya se trate de una guerra regional en Oriente Medio o de la intensificación de lo que ya es la mayor guerra terrestre en Europa desde la Segunda Guerra mundial. Las elecciones estadounidenses que tendrán lugar en noviembre podrían tener efectos significativos en la economía y en los mercados que nadie puede predecir con certeza. La relación entre Estados Unidos y China, las dos mayores economías y principales socios comerciales del mundo, parece encontrarse en un estado de decadencia inexorable.

Una economía sólida en un mundo inestable. Éste es el trasfondo al que se enfrentan los inversores entrando en el segundo semestre de 2024.



Una economía sólida

Un simple chequeo demuestra que el adjetivo “resistente” aplicado a la economía global subestima la fortaleza que observamos.

En Estados Unidos, la tendencia más reciente del crecimiento real se ha situado en torno al 3%, la tasa de desempleo lleva dos años por debajo del 4% (una racha casi récord) y la inflación ha caído desde su máximo de 2022 hasta un nivel más tolerable (aunque por encima del objetivo) cercano al 3%. Mirando a otros lugares del mundo, en Europa el crecimiento se está reactivando tras la crisis de los precios de la energía y la subida de los tipos de interés, mientras que el sector manufacturero global podría por fin estar recuperándose.

Desde la perspectiva de los mercados, la renta variable global ha subido un 20% en el último año, y los bonos gubernamentales a corto plazo ofrecen rendimientos reales positivos. Todas buenas noticias.

Crecimiento más alto en una economía sólida

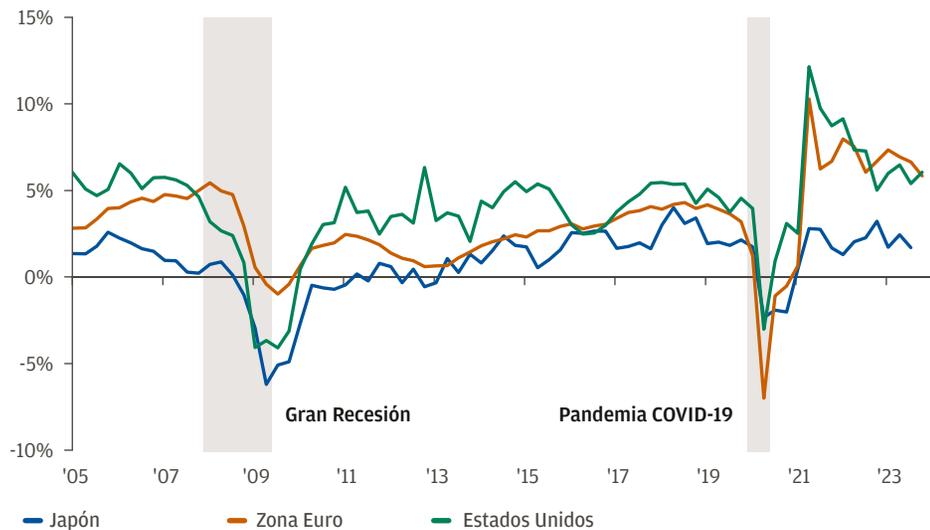
Los consumidores impulsan lo que parece ser una expansión duradera

El origen del crecimiento actual comienza en la pandemia. Los potentes estímulos fiscales y monetarios, unidos a la reapertura de la economía, impulsaron el crecimiento mundial a un ritmo vertiginoso, superior al 15% en términos nominales, en 2021. Hoy, después de tres años y al finalizar un ciclo de subida de los tipos de interés por parte de los bancos centrales, el crecimiento se ha ralentizado hasta llegar a un ritmo nominal cercano al 6,5%. Aunque el crecimiento nominal podría frenarse aún más durante el próximo año, probablemente se estabilice a un ritmo más alto que el que caracterizó la mayor parte de los años 2010.

Los ingresos de los hogares en Europa y en Estados Unidos crecen a casi un 6%, lo que financia la fortaleza del consumo. Al mismo tiempo, los elevados precios de los activos y unos niveles récord de patrimonio respaldan la confianza de los consumidores. El consumo es una baza para las empresas, que pocas veces han tenido una mejor tasa de conversión de las ventas en beneficios. En Estados Unidos, los márgenes de beneficios no financieros casi alcanzan el 18%, mientras que en Europa y Japón los márgenes se han duplicado en la última década, hasta el 10%. A falta de una contracción sustancial de los márgenes o de los beneficios, resulta difícil visualizar la clase de despidos generalizados de trabajadores que podrían poner en peligro los ingresos de los hogares.

Los ingresos de los hogares están creciendo, y financian la fortaleza del consumo

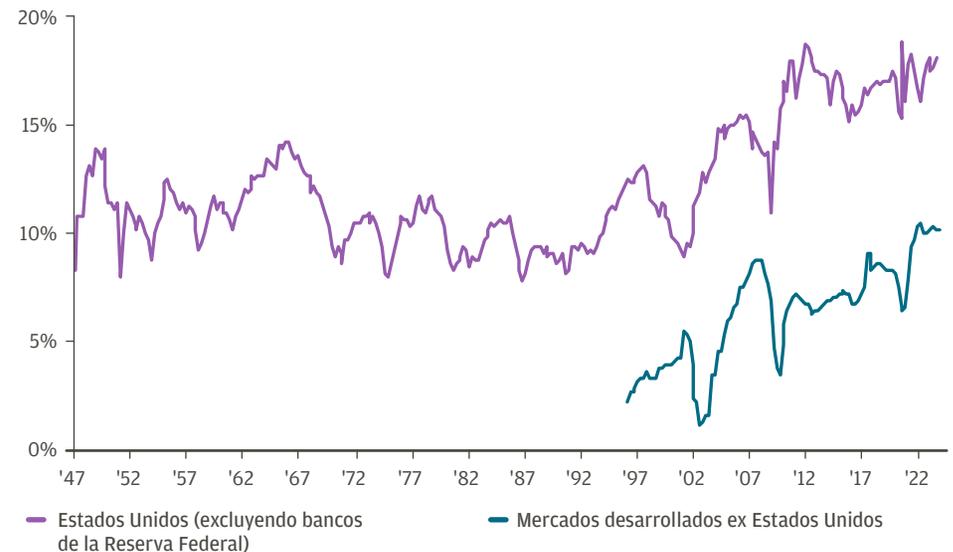
% interanual, crecimiento de la remuneración total de empleados



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, NBER, Haver Analytics. Datos a 31 de marzo de 2024.

Las empresas pocas veces han tenido una mejor tasa de conversión de las ventas en beneficios

Beneficios empresariales no financieros como % de las ventas

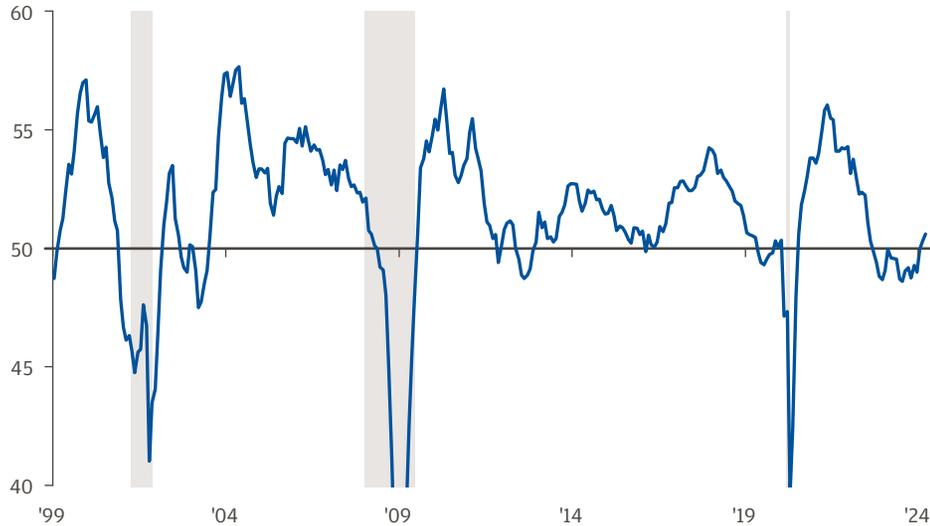


Fuentes: Junta de la Reserva Federal, MSCI, J.P. Morgan. Datos a 31 de marzo de 2024.

Fuera de Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento podrían estar mejorando ligeramente. Los datos económicos globales sorprenden al alza, y el sector manufacturero global podría estar resurgiendo tras un año difícil, a medida que las empresas reponen sus inventarios ahora agotados. Incluso en China, los datos económicos se han estabilizado, a pesar del exceso de oferta del sector inmobiliario.

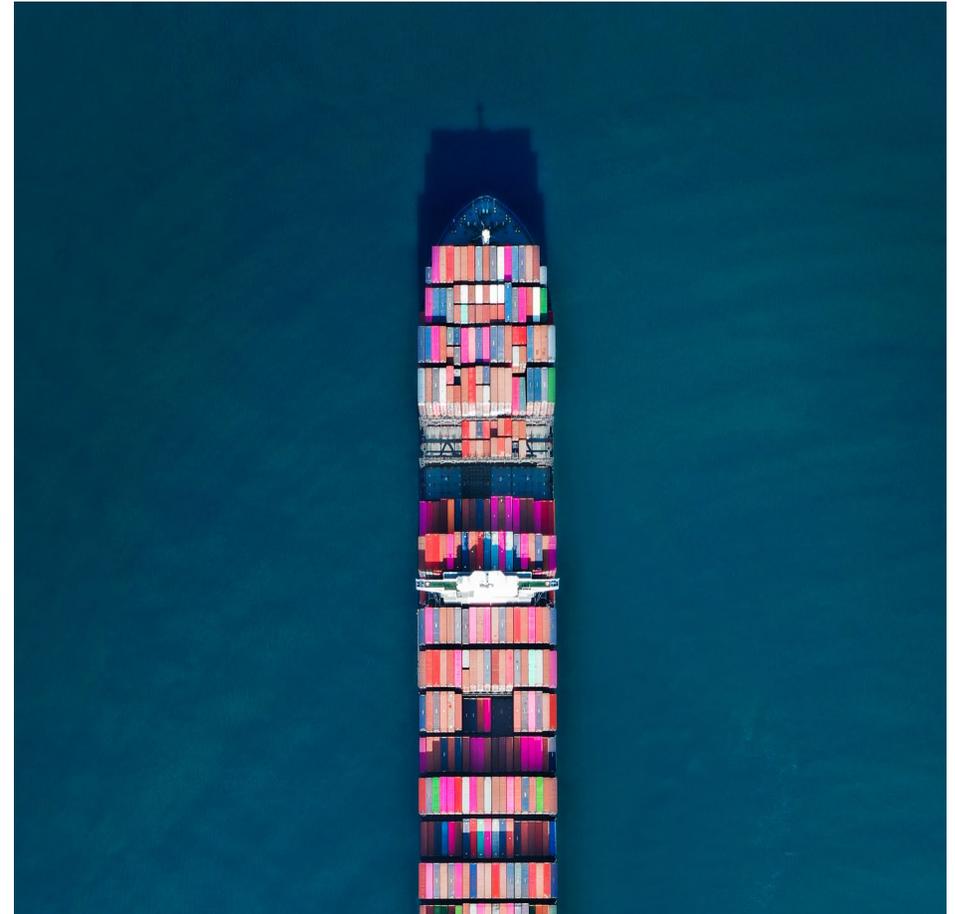
La actividad manufacturera global se recupera

J.P. Morgan Global Manufacturing PMI (50+=expansión)



Fuentes: J.P. Morgan, S&P Global, Oficina nacional de Investigación Económica, Haver Analytics.
Datos a 30 de abril de 2024.

Por otro lado, ahora es más probable que las empresas inviertan en crecimiento. La confianza de los consejeros delegados está en su nivel más alto de los últimos dos años, los beneficios empresariales son robustos y la mejora de las condiciones crediticias impulsa un aumento del *capex* y de las contrataciones. Los sectores cíclicos sensibles a los tipos de interés también podrían experimentar un rebote si la política monetaria se relajase. La inversión en inmovilizado residencial (vivienda) es uno de los componentes de la economía más sensible a los tipos de interés. Durante el ciclo de subida de los tipos, la producción se desplomó casi un 15%. A pesar de unos tipos de interés aún elevados, el sector ha empezado a crecer de nuevo.



En nuestra opinión, el riesgo de recesión es relativamente bajo. No obstante, algunos inversores siguen preocupados de que este panorama de crecimiento nos aboque de nuevo a una inflación insostenible y a otra ronda de subidas desestabilizadoras de los tipos de interés por parte de los bancos centrales. Aunque es probable que el crecimiento mantenga la inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales durante el resto del año, no creemos que se necesite otra ronda de subidas de tipos que puedan poner en peligro el ciclo económico.

Inflación más alta en una economía sólida

La inflación probablemente se estabilice entre un 2% y un 3%

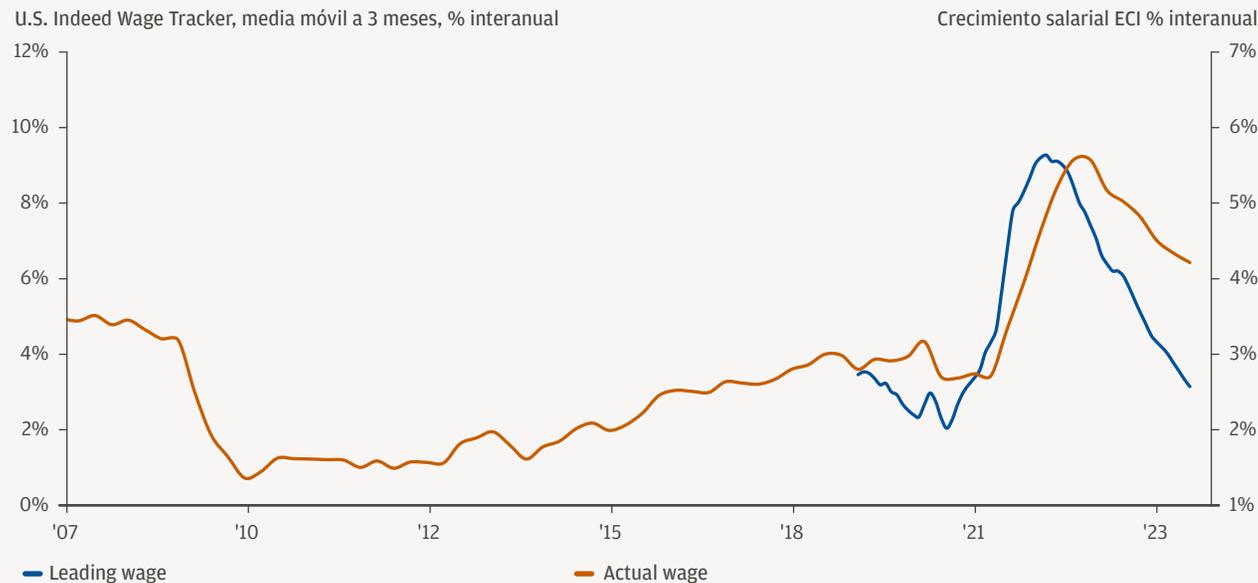
Aunque la inflación ha protagonizado una caída impresionante (y muy bien acogida por los mercados) en todo el mundo, desde casi un 8% al 3%, observamos algunas señales de que esta caída se está frenando, especialmente en Estados Unidos. En el primer trimestre, el índice PCE subyacente (precios de consumo excluyendo alimentación y energía) creció a un ritmo anual cercano al 4%, el índice del coste de empleo sorprendió al alza y los indicadores de las expectativas de inflación de mercado experimentaron un repunte.

En la segunda mitad del año esperamos que la inflación estadounidense caiga desde el ritmo anualizado del 4% que hemos observado en el primer trimestre a una tasa inferior al 3% a finales de año.

Creemos que la desinflación cíclica se verá impulsada por el enfriamiento de la inflación de viviendas y de salarios. Los indicadores económicos relativos a los alquileres sugieren una moderación de la tendencia de los datos oficiales de viviendas este año. Esto debería compensar cualquier repunte en los precios de los bienes, por la reposición de los inventarios y la persistencia de la demanda de los consumidores. Del lado de la mano de obra, el equilibrio entre la oferta y la demanda ha mejorado notablemente frente a 2021 y 2022, y los indicadores económicos referentes al crecimiento salarial sugieren que debería invertirse el repunte del primer trimestre.

Según nuestro análisis, creemos que la inflación estadounidense probablemente se estabilice en un rango entre el 2% y el 3% en el futuro previsible.

El crecimiento salarial debería frenarse en los próximos meses



Fuentes: Indeed Hiring Lab, Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics. Datos a 31 de marzo de 2024.

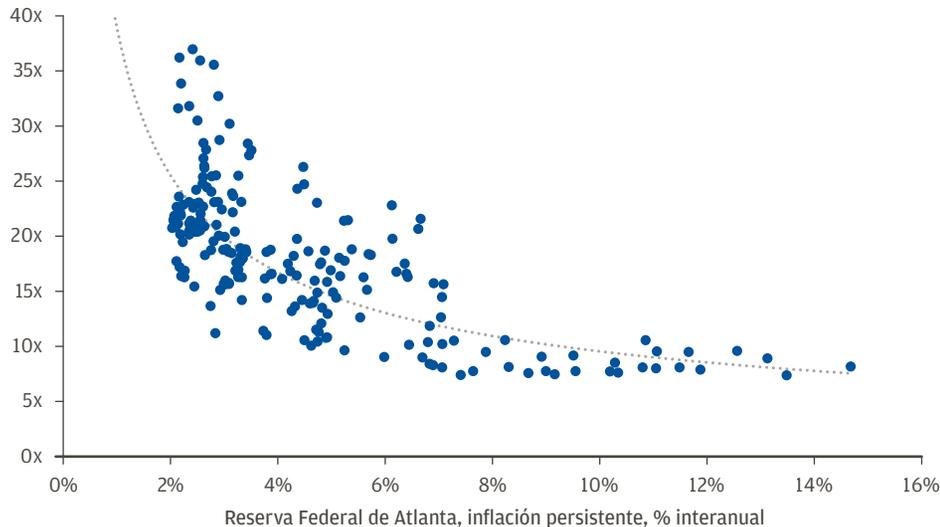
En primer lugar, los mercados de trabajo siguen estando más ajustados que antes de la pandemia, lo que impulsa un mayor crecimiento de los salarios. Aunque las empresas se ven obligadas a pagar salarios más altos, también tienen más poder en la fijación de los precios, y están repercutiendo los costes más altos a los consumidores.

En segundo lugar, los precios de las materias primas han subido. Esto refleja en parte el efecto de la política industrial y la transición energética, que han impulsado la demanda más que la oferta. En la actualidad, los precios de las materias primas llevan implícitos más riesgo geopolítico.

Por último, la escasez de vivienda en muchas economías desarrolladas es un problema que no se resolverá hasta dentro de muchos años, lo que debería presionar al alza los precios en 2025 y más adelante.

Los múltiplos de la renta variable suelen tener respaldo cuando la inflación es inferior al 3%

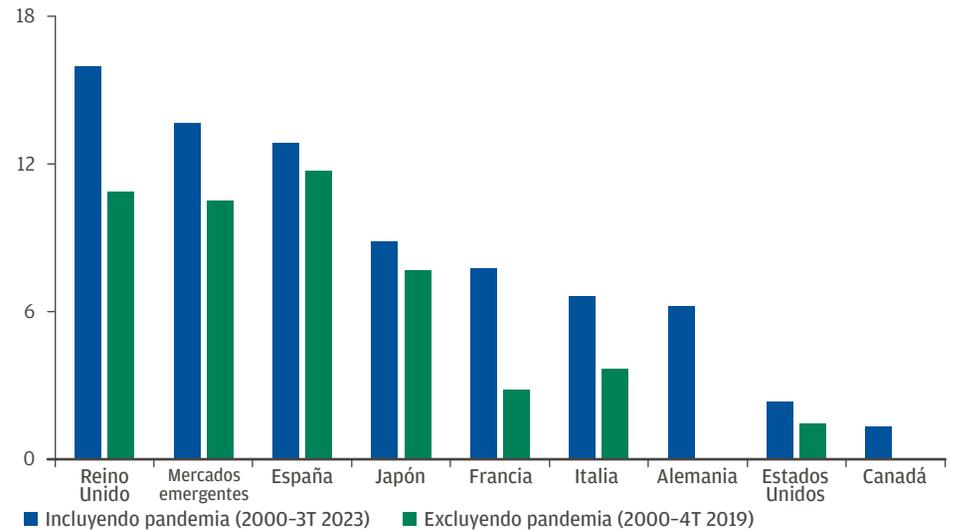
Índice S&P 500 múltiplos PER



Fuentes: S&P y Reserva Federal de Atlanta. Datos a 30 de septiembre de 2023.

Un repunte de los precios de la energía supondría un riesgo para nuestras perspectivas de inflación

Repercusión en puntos básicos a la inflación ex. energía por una subida en el precio de la energía de un 1%



Fuentes: Oxford Economics, Haver Analytics. Datos a 31 de diciembre de 2023. Los mercados emergentes incluyen en este caso a los siguientes ocho países: Brasil, Chile, República Checa, Hungría, México, Perú, Polonia, Rumanía. Nota: Se ha utilizado un modelo de rezago distribuido polinomial para estimar la repercusión de los precios de la energía. La variable dependiente es la inflación IPC excluyendo energía, y las variables independientes son los polinomiales de la inflación energética, con retardos de hasta cuatro (inclusive), y con órdenes polinomiales de hasta dos (inclusive). También se incluye como control un retardo de 1/4 de la variable dependiente. El resultado es la suma de todos los coeficientes de las variables de inflación energética. Se ha estimado el modelo con datos trimestrales de 2000 hasta el cuarto trimestre de 2019 para el resultado que excluye la pandemia, y hasta el tercer trimestre de 2023 para el resultado que incluye la pandemia.

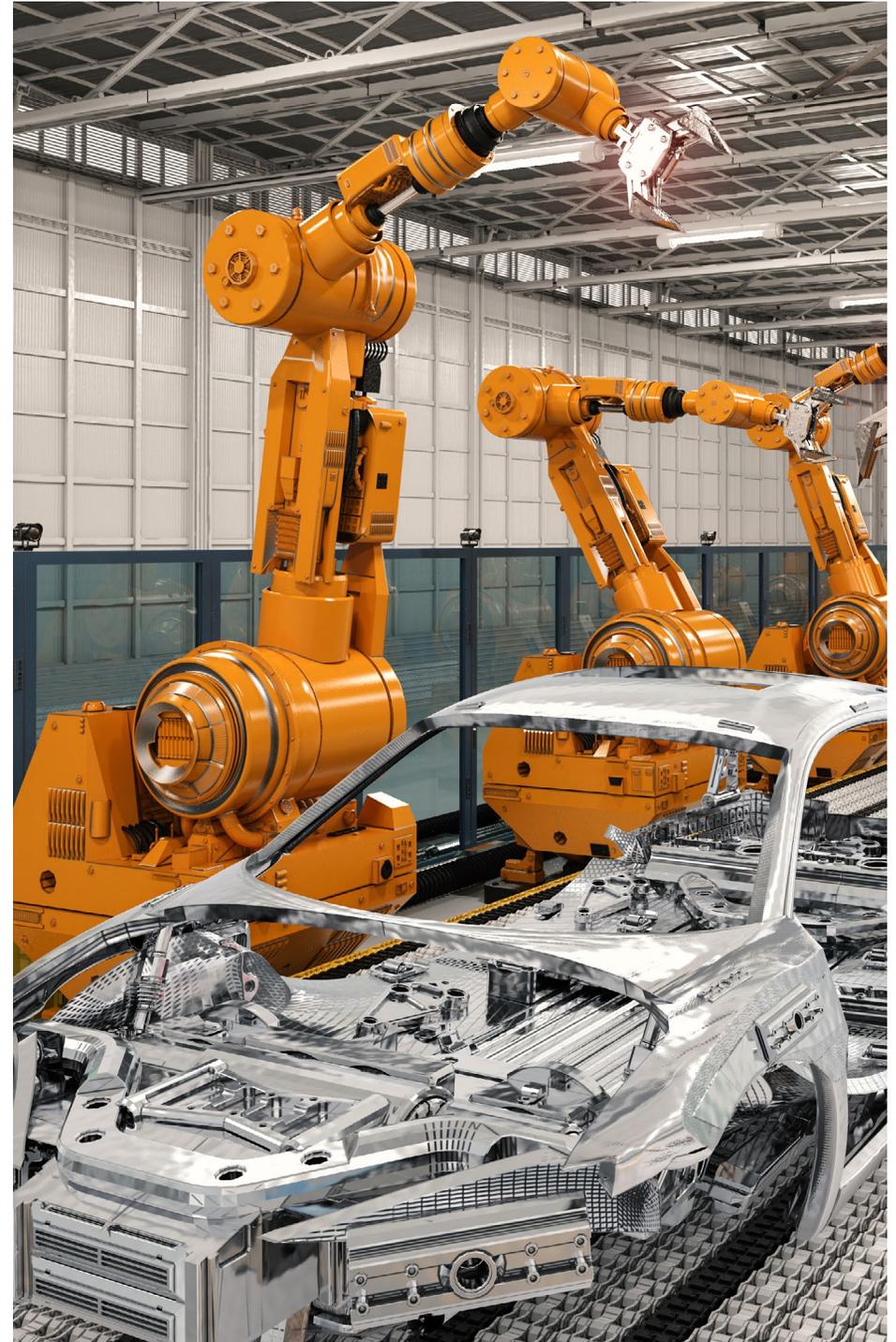
Desde la perspectiva del inversor, una inflación entre el 2% y el 3% probablemente sea relativamente benigna. Según nuestro análisis de los últimos 60 años, el 3% es un umbral clave para la inflación. Por debajo de este nivel, los múltiplos de los mercados de renta variable tienden a tener respaldo, y la correlación negativa entre la renta variable y la renta fija resulta fiable.

Por supuesto, un nuevo repunte de los precios de la energía —provocado, por ejemplo, por una guerra regional en Oriente Medio— supondría un riesgo fundamental para nuestras perspectivas de inflación en Estados Unidos. ¿Cómo repercutiría una subida de precios de la energía en la economía en general?

Creemos que se necesitaría un incremento sostenido del 50% de los precios de la energía para incrementar la inflación ex. energía en un 1%. En nuestra opinión, una subida de esta magnitud es poco probable, en vista del exceso de capacidad de la OPEP, la independencia energética de Estados Unidos y la prima de riesgo geopolítico que probablemente ya está incorporada a los precios del petróleo.

La inflación europea está mucho más expuesta a la potencial volatilidad de los precios de las materias primas, pero en la Unión Monetaria Europea la inflación ha vuelto a niveles más manejables. Es importante destacar que, en Europa, la inflación desbocada venía impulsada más por las tensiones en los precios de la energía y de los alimentos y por una crisis de la oferta que por unos mercados de trabajo ajustados o un exceso de demanda. Parece que la inflación europea va camino de volver al objetivo del Banco Central Europeo a finales del año.

Las presiones alcistas podrían mantener la inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales, especialmente en Estados Unidos. Esto probablemente significará tipos de referencia y rendimientos de la renta fija más altos, pero también implica una mayor fortaleza de los beneficios empresariales y de la demanda de activos reales. Es un trasfondo constructivo para las carteras multi activos.



Tipos de referencia más altos en una economía sólida

Los tipos de referencia probablemente permanezcan por encima de la tasa de inflación en Estados Unidos

A principios de 2024, los inversores esperaban un ciclo de bajadas significativas de los tipos de interés. A nivel global, todo indica que se está poniendo en marcha. Sin embargo, ahora parece que la Reserva Federal se mantiene a la espera hasta que la inflación caiga un poco más.

¿Cómo podría la Reserva Federal sopesar su próxima actuación? Creemos que el banco central se encuentra en una posición de fortaleza. Siempre que no aumenten las presiones sobre el mercado de trabajo, la Reserva Federal puede esperar a que mejoren los datos de la inflación de la vivienda. Si el crecimiento se frenase inesperadamente, y amenazase una recesión, la Reserva Federal podría bajar los tipos de interés y estimular la actividad en los segmentos de la economía que más se beneficiarían, concretamente, el sector inmobiliario residencial.

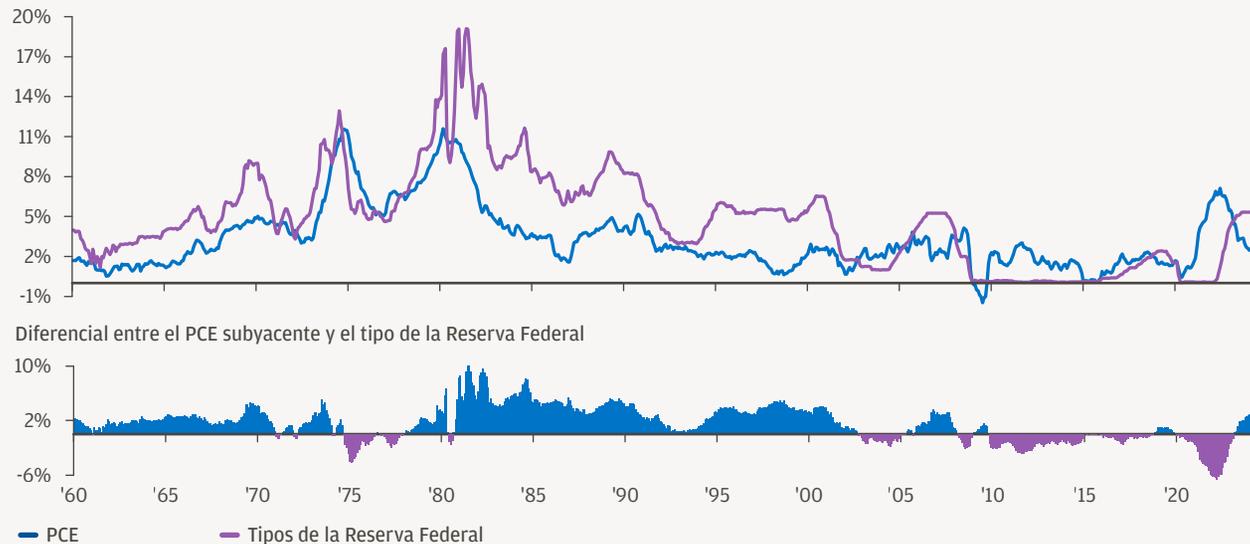
Sin una mayor presión sobre el mercado de trabajo, el argumento a favor de subidas adicionales de los tipos de interés parece bastante débil.

Como ya hemos señalado, el mercado de trabajo estadounidense está mucho más saneado que en 2022, en parte porque en el primer trimestre la oferta de mano de obra se ha visto impulsada por 700.000 trabajadores nacidos en el extranjero. Es más, los indicadores económicos sugieren una tendencia bajista continuada del crecimiento salarial.

Es importante destacar que las expectativas de inflación son moderadas. Las encuestas de expectativas de inflación a un año elaboradas por la Reserva Federal de Nueva York y por la Universidad de Michigan permanecen cerca del 3%.

Durante la mayor parte de la historia financiera moderna, los tipos de referencia han estado por encima de la tasa de inflación

PCE subyacente y tipos de la Reserva Federal, % interanual



Fuentes: Oficina de Análisis Económico, Junta de la Reserva Federal, Haver Analytics. Datos a 31 de marzo de 2024.

Las estimaciones de mercado de la inflación a más largo plazo se han mantenido estables, cerca del 2,5% en el último año.

Cuando la Reserva Federal acabe decidiendo bajar los tipos, éstos probablemente se mantengan por encima de la tasa de inflación, lo que estaría en consonancia con la tendencia histórica, como ilustramos en el gráfico.

Cuando comience el ciclo de bajada de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, los inversores deberán comprender que estamos en un entorno de tipos muy distinto. En los años 2010, la Reserva Federal se embarcó en un ciclo de relajación de la política monetaria sin precedentes. Los tipos de referencia permanecieron muy por debajo de la tasa de inflación para ayudar a consumidores y empresas a reparar sus balances después de la crisis financiera global. Al mismo tiempo, los economistas elaboraban teorías sobre el *estancamiento secular* y la muerte de la inflación.

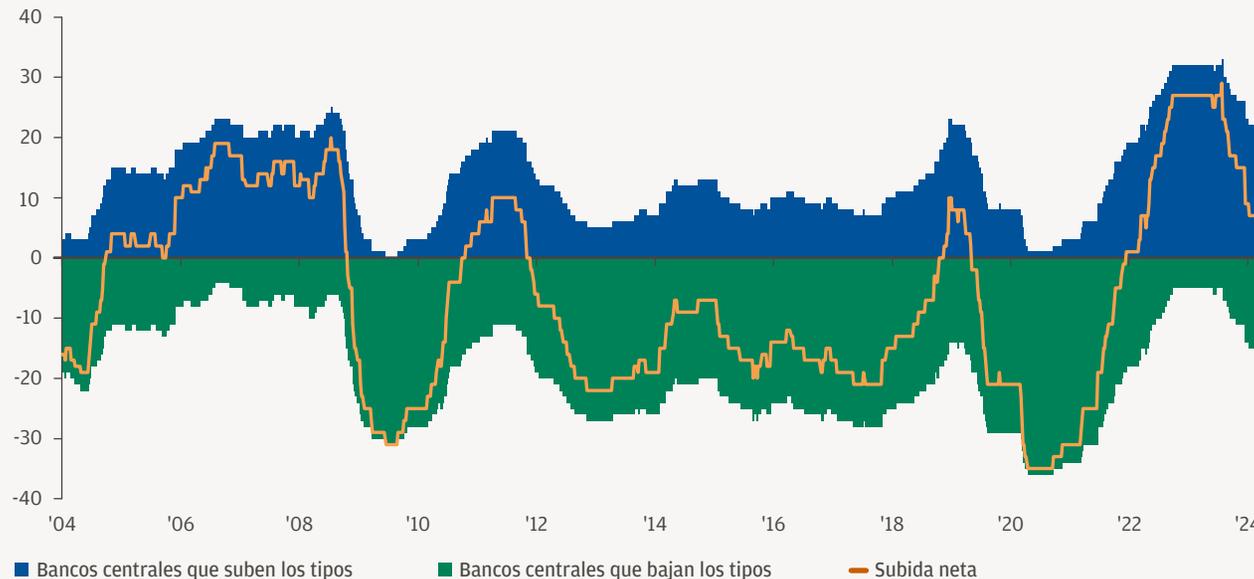
Esta época ha terminado. El riesgo de una inflación elevada es igual de importante que el riesgo de recesión, la volatilidad de la inflación es más elevada y los

balances del sector privado están muy saneados. Creemos que, durante el resto del año y en 2025, el entorno de las rentabilidades de la liquidez será comparable al de los años 90, cuando los tipos de intervención estaban 200 puntos básicos por encima de la tasa de inflación. De esta manera, los responsables políticos incentivarían el ahorro frente a la inversión, lo que debería mantener bajo control el crecimiento de los precios.

Aunque es posible que el ciclo de rebaja de los tipos de interés de la Reserva Federal se vea retrasado, a nivel global ya se ha producido un giro decisivo de alejamiento de las políticas restrictivas. El Banco Nacional de Suiza ya ha comenzado a bajar los tipos de interés, el primer banco central del G10 en tomar esta medida, y en la actualidad otros 20 bancos centrales lo están haciendo. El Banco Central Europeo y el Banco de Canadá han empezado el verano con bajadas de los tipos. El Banco Central de Brasil ya ha bajado su tipo de intervención del 13,75% del pasado verano a un 10,75% en la actualidad, y algunos bancos centrales de América Latina ya han finalizado sus ciclos de bajada de los tipos de interés.

La Reserva Federal se mantiene a la espera, pero ya se han iniciado bajadas de tipos a nivel global

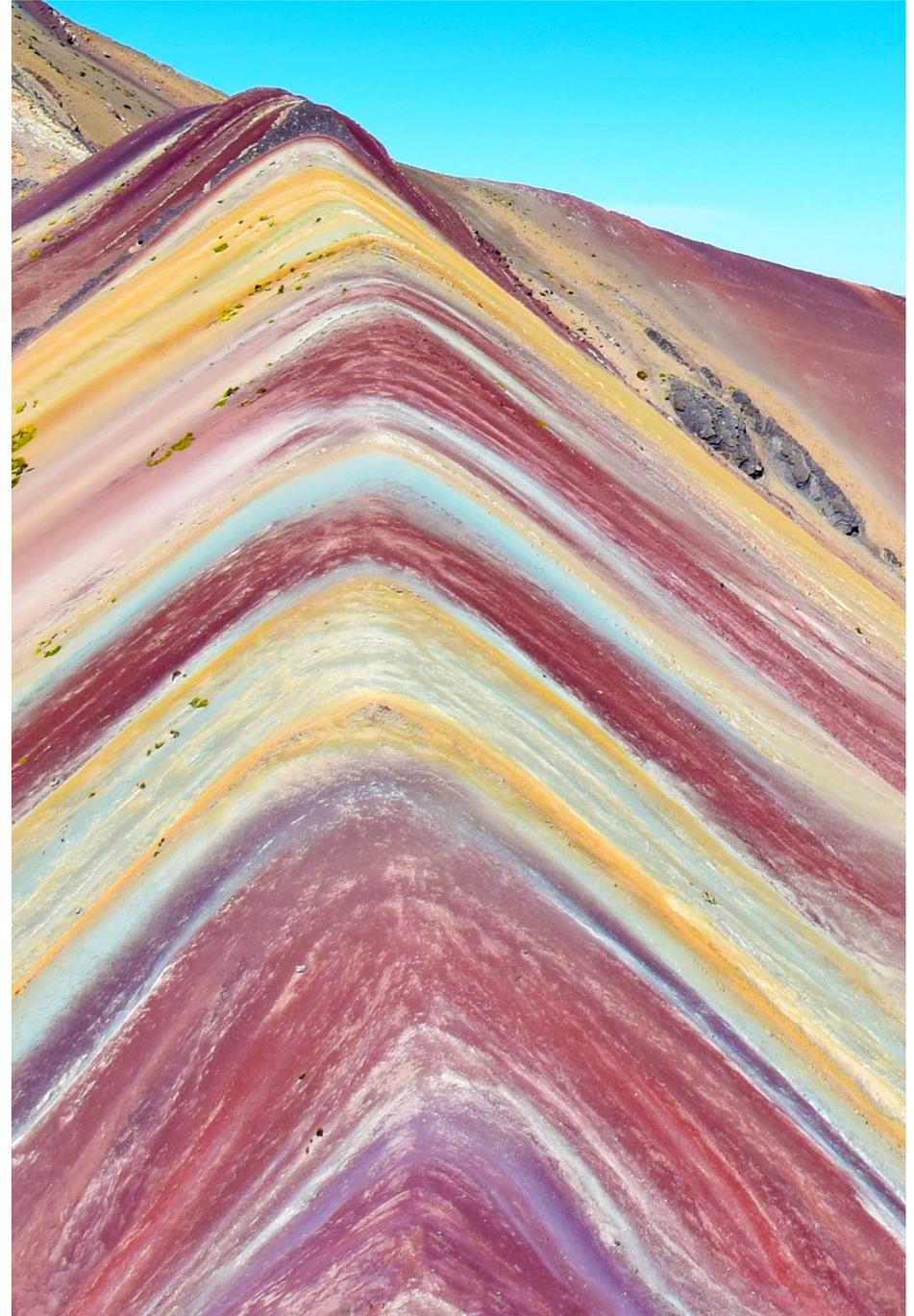
Número de bancos centrales cuyo último movimiento fue una bajada/subida de los tipos



Fuentes: Bancos centrales e individuales, Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de mayo de 2024.

La excepción es el Banco de Japón. En Japón, la inflación y el crecimiento salarial por fin muestran una tendencia coherente con los objetivos políticos de su banco central. Japón ofrece los rendimientos más bajos del mundo (las rentabilidades de las Letras del Tesoro japonés siguen estando efectivamente al 0%), lo que aumenta la presión sobre el yen. La combinación de una tasa de inflación más alta y la presión sobre la divisa ha llevado a este banco central a normalizar los tipos de interés a un nivel superior al actual, aunque, en general, la política monetaria seguirá siendo favorable.

Este giro hacia una relajación de la política monetaria debería respaldar los activos de riesgo a nivel global, a pesar de que el ciclo global de bajadas de los tipos de interés va a ser más escalonado que el ciclo de subidas que comenzó en 2021. Esta diferenciación también debería conllevar oportunidades para las estrategias de *hedge funds* que se benefician de tipos básicos más altos. También vemos oportunidades en los mercados de divisa hasta el final del año. Las divisas defensivas con rendimientos bajos, como el franco suizo, el yen japonés o el yuan chino, deberían seguir bajo presión, especialmente en relación con el dólar estadounidense.



Rendimientos más altos de la renta fija en una economía sólida

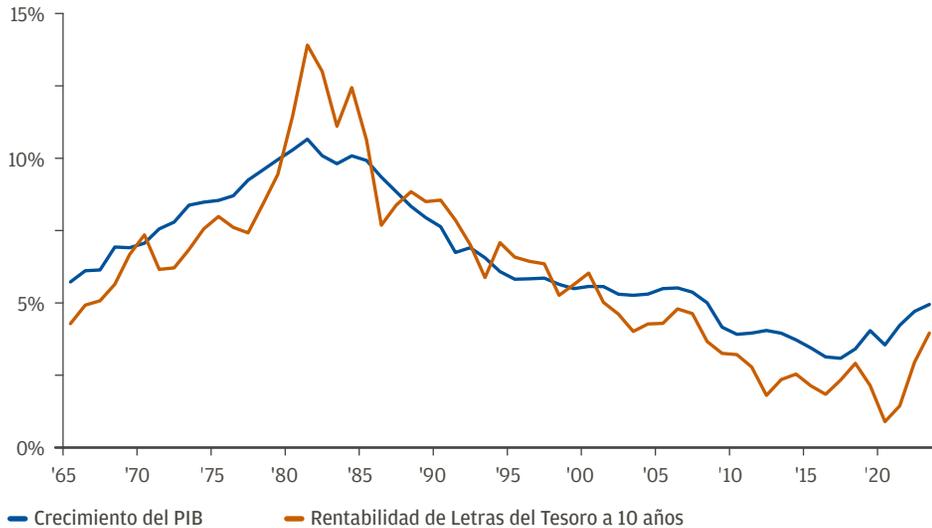
Los rendimientos de la renta fija se mantendrán en niveles más altos que en la última década

En esencia, los rendimientos de los bonos soberanos reflejan las expectativas de los inversores sobre el futuro de los tipos de referencia de los bancos centrales, las perspectivas de crecimiento y de inflación y una prima de riesgo que incorpora todo lo demás. Nuestra opinión de que los tipos de referencia subirán y de que el crecimiento global y la inflación continuarán nos lleva a creer que las rentabilidades de los bonos con vencimientos de todo tipo probablemente se mantengan en un rango más alto que lo que lo han hecho en toda la era posterior a la crisis financiera global.

Las rentabilidades de los bonos gubernamentales a 10 años están estrechamente relacionadas con el crecimiento del PIB nominal. En la actualidad, el crecimiento nominal estadounidense está por encima del 5%. Las expectativas sobre las

Las rentabilidades de la renta fija estadounidense a más largo plazo fluctúan en torno al PIB

Cambio porcentual a 10 años del PIB estadounidense, anualizado, rentabilidad de las Letras del Tesoro a 10 años



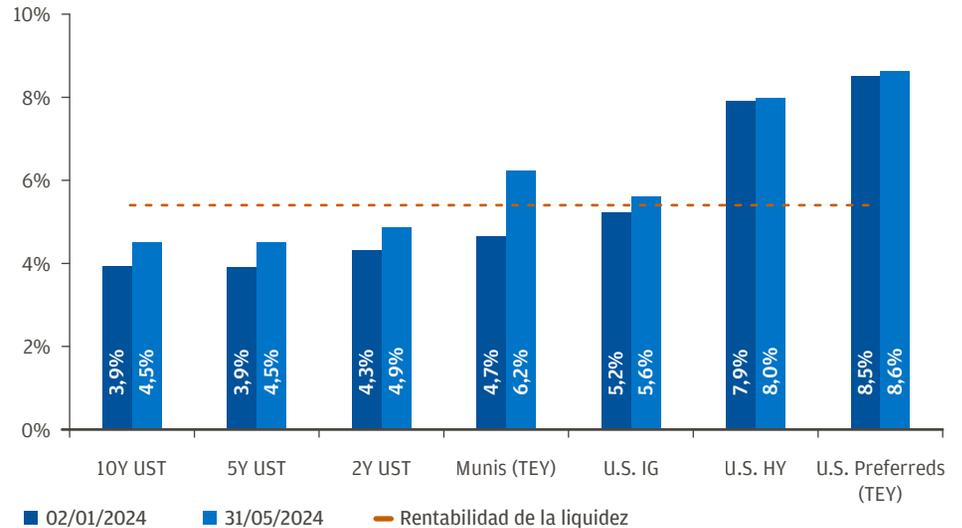
Fuente: Junta de la Reserva Federal, Oficina de Análisis Económico, Haver Analytics. Datos a 31 de marzo de 2024.

políticas de los bancos centrales también han cambiado. El riesgo de recesión es relativamente bajo, y existe un riesgo de que la inflación se enquisté, por lo que hay poca probabilidad de que los bancos centrales inicien un ciclo de bajada sustancial de los tipos de interés.

Tanto la teoría como la práctica nos sugieren que las rentabilidades de la renta fija probablemente sigan siendo elevadas, y eso sin mencionar los riesgos de una emisión excesiva de deuda gubernamental que aumente la oferta, o de una crisis de los precios de las materias primas que aumente las expectativas de inflación. Observamos ciertos riesgos alcistas.

Los bonos *investment grade* y los bonos municipales ofrecen rentabilidades superiores a las de la liquidez

Rentabilidad, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de mayo de 2024.

No obstante, creemos que el giro en la política monetaria significa que las rentabilidades de los bonos ya han tocado techo en este ciclo.

A los inversores les debería tranquilizar este rango más alto de rentabilidad de los bonos. Cuando suframos una caída cíclica, la apreciación de los bonos tradicionales debería ayudar a compensar las caídas de los activos de mayor riesgo. De hecho, mantenemos posiciones de larga duración plena en las carteras multi activos.

Desde un punto de vista táctico, los inversores no necesitan ampliar los vencimientos o invertir en valores de mayor riesgo para obtener rentabilidades atractivas. Efectivamente, los bonos corporativos *investment grade* estadounidenses con vencimientos a 3 años ofrecen rentabilidades superiores al 5,5%. En Europa, bonos con calidad crediticia y vencimientos similares ofrecen rentabilidades justo por debajo del 4%.

El riesgo de rebaja de la calificación crediticia de los emisores de alta calidad nos parece relativamente bajo. Entre las compañías no financieras de los mercados desarrollados, los intereses netos pagados por las empresas como porcentaje de su *cash flow* se encuentran a niveles históricamente bajos.¹ Al mismo tiempo, las calificaciones crediticias nunca han estado tan altas. Más de la mitad del índice estadounidense de bonos *investment grade* tiene calificaciones iguales o superiores a A, todo un récord.²

Las rentabilidades totales de los bonos municipales estadounidenses están cerca de máximos de los últimos 10 años, y la última corrección presenta una oportunidad de invertir a valoraciones más atractivas. La eficiencia fiscal, la estabilidad y los ingresos que proporcionan esta clase de activos hace de ella la base de muchas carteras de renta fija de inversores estadounidenses.

Los tipos de interés más altos ofrecen a los inversores unos ingresos atractivos, y hasta es posible que veamos una ligera apreciación de los precios impulsada por la caída de los tipos de interés en la segunda mitad del año. Además, como ya hemos señalado, en caso de ensombrecerse el panorama del crecimiento económico, creemos que los bonos de alta calidad podrán compensar ampliamente la potencial volatilidad de la renta variable, especialmente dado que creemos que la correlación negativa entre renta variable y renta fija se reafirmará, siempre que la inflación siga estabilizándose.

En resumen: los bonos tradicionales pueden hacer su trabajo en las carteras de inversión.

1 JPMorgan Flows and Liquidity, Nikolaos Panigirtzoglou, 3 de abril de 2024.

2 JPMorgan Daily Credit Strategy, Eric Beinstein, 23 de abril de 2024.

Mercados de crédito en una economía sólida

Su perfil de rentabilidad-riesgo podría ser atractivo

El sólido crecimiento económico y los tipos de interés elevados significan que es un buen momento para ser prestamista e invertir capital en los mercados de crédito. En la actualidad, estamos centrados en unas pocas estrategias, que presentan importantes diferencias en su potencial de rentabilidad y riesgo.

Las rentabilidades están en cifras altas de un solo dígito en las partes de los mercados de renta fija líquidos de mayor riesgo, como ciertos bonos *high yield*.

En general, los bonos *high yield* pueden ser un componente valioso de las carteras multi activos. Efectivamente, esta clase de activos ha logrado rentabilidades de casi un 3% hasta la fecha, en comparación con la rentabilidad negativa que han obtenido hasta la fecha los bonos tradicionales y municipales. A pesar de unos diferenciales que están a sus niveles más bajos de los últimos 5 años, las rentabilidades totales están por encima del 8%, y las perspectivas globales de impago son relativamente benignas. De hecho, los bonos *high yield* podrían soportar un aumento de los diferenciales cercano a los 75 puntos básicos, o un incremento de la tasa de impago hasta un 4,4%, desde la cifra actual inferior al 3%, y seguir ofreciendo rentabilidades en línea con las de las Letras del Tesoro.

Los inversores en renta fija global también deberían poder lograr ingresos y rentabilidades ajustadas al riesgo atractivas en segmentos del crédito titulizado (por ejemplo, bonos respaldados por préstamos para la adquisición de automóviles) y ciertas áreas de los mercados de bonos *investment grade* y *high yield* en Europa y mercados emergentes.

Las acciones preferentes y los productos híbridos ofrecen un exceso de rentabilidad sobre los tipos el tipo de interés libre de riesgo aún más alto que los bonos *high yield*, y su alta proporción de cupones fiscalmente idóneos aumentan su eficiencia fiscal para los inversores estadounidenses. Preferimos limitarnos a emisores financieros y de suministros públicos de alta calidad. En la actualidad, las rentabilidades fiscales equivalentes están por encima del 8%, con una duración de tan solo 3,5 años.

Mantenemos nuestro enfoque en los préstamos directos. En nuestra opinión, los precios actuales, unidos a rendimientos *yield to worst* superiores al 11% (tipos base iguales o superiores al 5% y diferenciales iguales o superiores al 6%) más que compensan a los inversores por posibles pérdidas derivadas de impagos. Estas rentabilidades también se comparan favorablemente con las rentabilidades cercanas al 8% ofrecidas en los mercados cotizados de bonos *high yield*, y las rentabilidades del 9% de los préstamos bancarios.

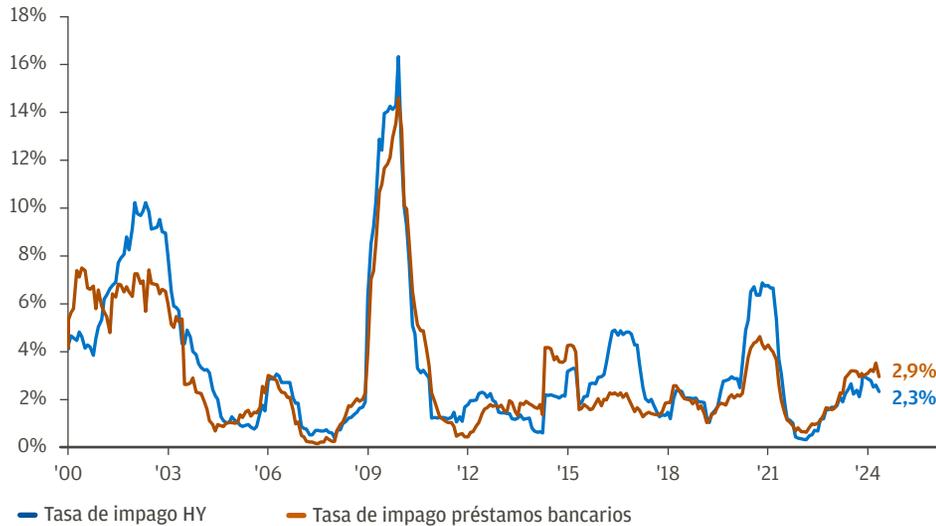
Aunque mantenemos una opinión generalmente positiva sobre el crédito, no todos los prestatarios son iguales. Recientemente, hemos observado que la subida de los tipos de interés está acarreando dificultades para las empresas de menor tamaño ante el vencimiento de sus préstamos. Efectivamente, la tasa de impago de los préstamos bancarios ha subido al 3%, lo que debería presentar una oportunidad para los inversores especializados en crédito. Cuando un préstamo de una compañía va a vencer, puede producirse uno de los tres escenarios siguientes: En el primero, la compañía devuelve o refinancia el préstamo. En el segundo escenario, se produce un impago, la compañía se declara en concurso y a continuación se reestructura o se liquida.

La oportunidad de inversión actual está en el tercer escenario.

Muchas compañías no pueden refinanciar sus préstamos en condiciones similares a sus acuerdos existentes. Efectivamente, la ratio de cobertura mediano de compañías no cotizadas que piden dinero prestado en los mercados de préstamos bancarios se ha deteriorado desde 2 veces en 2021 a 1,5 veces en la actualidad. No obstante, a veces, en lugar de causar el impago del préstamo y declararse en concurso, la compañía y sus acreedores pueden renegociar el contrato. Estas operaciones, denominadas de “modificación y ampliación”, se multiplicaron por 10 en 2023 frente a 2022, una señal de que la subida de los tipos de interés ha comenzado a hacer mella.

A pesar de los tipos de interés más altos, las tasas de impago empresariales se han estabilizado

Tasa de impago de bonos *high yield* y préstamos bancarios, %



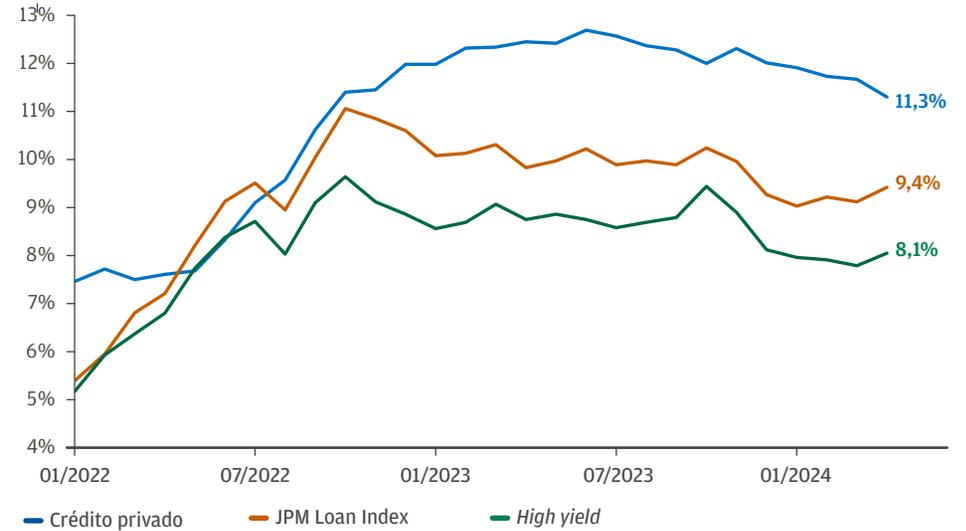
Fuentes: J.P. Morgan, Pitchbook Data. Datos a 30 de abril de 2024.

Los inversores en crédito que proporcionan el capital necesario para financiar estas operaciones pueden obtener una “prima de complejidad” adicional, además de unos diferenciales ya atractivos.

Mientras los prestamistas tradicionales sigan sin actuar y el coste del dinero siga siendo elevado, será un buen momento de convertirse en un nuevo prestamista. Al valorar el panorama crediticio, observamos muchas oportunidades de generar rentabilidades altas de un solo dígito, o incluso cercanas al 15%.

Las operaciones recientes de préstamos directos ofrecen rentabilidades superiores a sus equivalentes en mercados cotizados *high yield*

Rentabilidad, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 30 de abril de 2024.

Precios y valoraciones de la renta variable más altas en una economía sólida

La renta variable de gran capitalización debería beneficiarse de la fortaleza del crecimiento de los beneficios y de la repercusión de la inflación

Tal vez nuestra opinión más controvertida es que las valoraciones de la renta variable deberían seguir gozando de respaldo en un entorno de mayor crecimiento e inflación más alta. La sabiduría convencional nos dice que una subida de las rentabilidades de los bonos debería reducir las valoraciones de la renta variable porque el tipo de interés al que los inversores descuentan los flujos de efectivo futuros en dinero de hoy es más alto de lo que sería si las rentabilidades de los bonos fueran más bajas. Nosotros no somos de esta opinión, y vamos a explicar por qué.

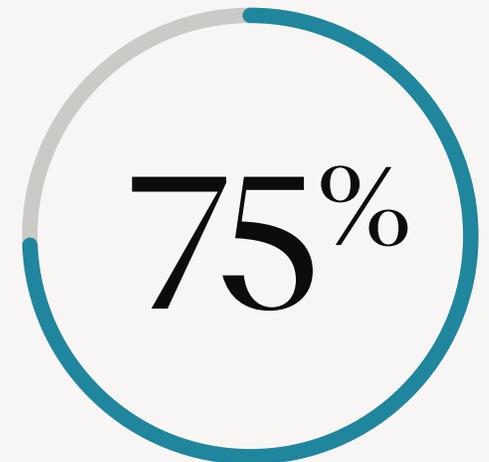
La renta variable puede beneficiarse de entornos inflacionistas, porque permiten a las compañías subir sus precios manteniendo sus costes bajo control. Como hemos señalado, en el periodo actual, con la inflación más alta desde 1980, los márgenes de beneficio en las economías desarrolladas están cerca de sus niveles más altos de la historia. Esto refleja el poder de las compañías tecnológicas y compañías de mega capitalización, cuyos modelos de negocio han demostrado ser resistentes a un entorno de inflación elevada y de subida de los tipos de interés.

Además, la historia sugiere que la renta variable obtiene rentabilidades medias de casi un 15% anual cuando la inflación está entre un 2% y un 3%. Incluso cuando la inflación está entre un 3% y un 4%, las rentabilidades anuales medias están por encima del 8%.

La protección frente a la inflación que proporciona la renta variable será más valiosa para los inversores en un entorno de mayor crecimiento y mayor inflación que en el periodo posterior a la gran crisis financiera. Creemos que el actual trasfondo de mercado se parece mucho más al de los años 90, cuando los tipos de referencia estaban altos y estables, la curva de tipos era plana y el aumento de la productividad de la inversión impulsó al alza los precios de las acciones.

Cuando los inversores consideran la valoración relativa de la renta variable y la renta fija, a menudo comparan la rentabilidad por beneficios de las acciones (la inversa del múltiplo PER) con la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años.³ Durante la mayor parte de la década de 2010, las rentabilidades de los bonos eran muy inferiores a la rentabilidad por beneficio del índice S&P 500, lo que suponía que los bonos más seguros cotizaban a una prima mayor frente a la renta variable.

Esta situación tenía sentido en aquel entorno. El mayor riesgo para los bonos (inflación) era muy bajo durante la década de 2010. Además, a los inversores les inquietaba que la economía cayera en recesión (el mayor riesgo para la renta variable) debido al trasfondo existente, con un crecimiento más débil. Por ello, los inversores percibían que los bonos conllevaban mucho menos riesgo que las acciones. En la actualidad, el trasfondo de inversión es bien distinto.

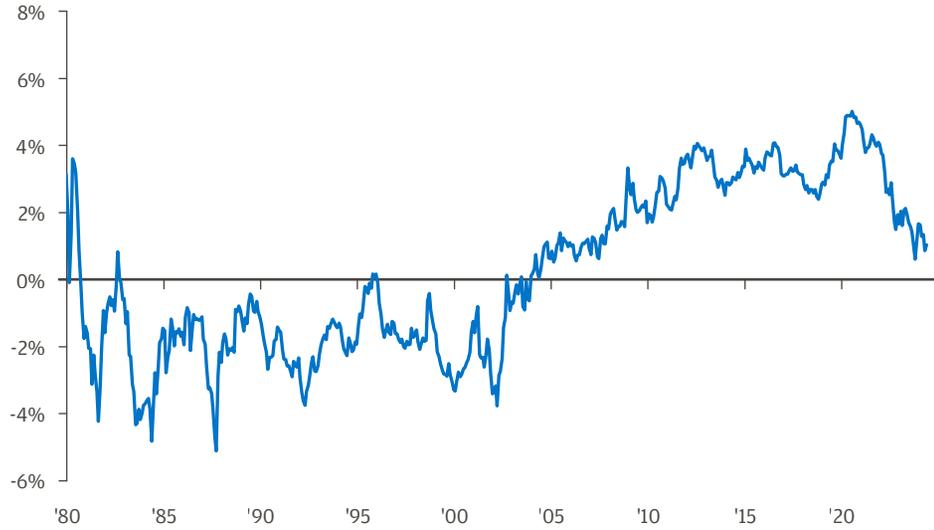


Porcentaje de beneficios anuales que las compañías del índice S&P 500 devuelven a los accionistas en forma de dividendos y recompras.

³ El PER calcula una rentabilidad del mercado bursátil que asume que cada dólar de beneficios empresariales se paga en forma de cupón.

¿Ha vuelto la prima de riesgo de la renta variable a los años 90?

Prima de riesgo de la renta variable estadounidense (rentabilidad por beneficios del S&P 500 - rentabilidad de bono del Tesoro estadounidense a 10 años), %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de marzo de 2024. La prima de riesgo de la renta variable se representa mediante la rentabilidad por beneficio del S&P 500 menos la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años.

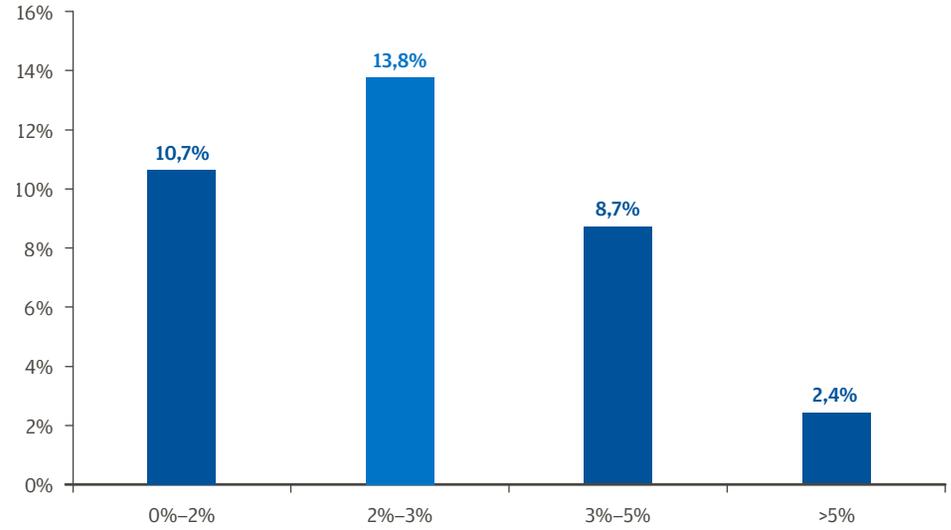
El riesgo de recesión y el riesgo de aumento de la inflación están mucho más equilibrados.

Si se compara el entorno actual con el período posterior a la gran crisis financiera, podría pensarse que la renta variable está bastante cara en relación con la renta fija. No obstante, si miramos hacia atrás varias décadas, la imagen cambia.

Al igual que en los años 90, creemos que en la actualidad la renta variable puede mantener valoraciones elevadas a pesar de la subida de las rentabilidades de la renta fija. Más concretamente, creemos que la rentabilidad por beneficio debería ser cercana a la rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años. Esto implica un múltiplo PER basado en expectativas de 20 veces cuando la rentabilidad del bono a 10 años es del 5%. Desde este punto, el crecimiento de los beneficios debería impulsar los mercados bursátiles hacia nuevos máximos.

La renta variable puede prosperar en la mayoría de los entornos de inflación

Comportamiento del S&P 500 en distintos entornos de inflación (1950-2024)



Fuentes: J.P. Morgan, Oficina de Estadísticas Laborales, Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de marzo de 2024.

Más allá de las valoraciones relativas, existen otros factores importantes que apuntalan las actuales valoraciones elevadas de la renta variable. El RoE del S&P 500, que mide la eficiencia con la que las compañías generan ingresos para sus accionistas, asciende actualmente al 19%, 5 puntos porcentuales por encima de su media a largo plazo. Además, las compañías del índice devuelven cerca del 75% de sus beneficios anuales directamente a los accionistas a través de dividendos y recompras, el doble de la media entre 1977 y 2003.⁴

Cuando los inversores mantienen renta variable de gran capitalización, son propietarios de una parte de los beneficios futuros de las compañías. Las valoraciones de la renta variable deberían permanecer elevadas siempre que las perspectivas de crecimiento de los beneficios y de la rentabilidad del accionista sigan siendo tan sólidas como ahora.

4 Michael Goldstein. Market Valuation: A Deal Breaker. Empirical Research Partners, 2024.

En resumen, parece que estamos en un entorno muy atractivo para los inversores en renta variable.

En los mercados bursátiles globales, mantenemos una opinión positiva sobre la renta variable europea, en vista de la dirección del crecimiento global. Además, las compañías europeas están exhibiendo unos comportamientos cada vez más favorables al accionista, algo que comparten con las empresas japonesas (analizaremos ambas tendencias en la sección *Perspectives globales*). Además, los inversores pueden encontrar oportunidades en México, gracias a la tendencia del *nearshoring*, mientras que la renta variable brasileña ofrece una combinación interesante de fundamentales económicos estables y descuento en las valoraciones: el índice MSCI Brazil Index cotiza actualmente a un PER basado en expectativas de 7,5 veces.

En Estados Unidos, el crecimiento de los beneficios, que se sitúa en cifras altas de un solo dígito, debería impulsar los mercados a nuevos máximos hasta el final de 2024 y más allá.

Por sector, estamos centrados en los sectores tecnológico, consumo discrecional, sanitario e industrial. El sector tecnológico tiene las mejores perspectivas de crecimiento de beneficios, y probablemente alcanzará un crecimiento del 15% en los próximos trimestres, en comparación con cifras atas de un solo dígito en el mercado en general. El sector de consumo debería beneficiarse del fin del exceso de inventarios que se produjo cuando el consumo pasó de los bienes a los servicios durante la reapertura posterior a la pandemia. El crecimiento de los beneficios del sector sanitario está pasando de -20% en 2023 a +8% este año, y el sector podría acceder a tendencias seculares, como los medicamentos para la pérdida de peso (GLP-1s).

Por otro lado, queremos seguir evitando compañías con vencimientos de deuda cercanos (sus acciones han obtenido resultados un 10% inferiores a los del mercado este año). De forma similar, queremos mantenernos alejados de compañías que no son rentables. De hecho, las acciones de compañías que no esperan obtener beneficios hasta después de 2026 han caído una media del 28% hasta ahora en este ejercicio.⁵

En definitiva, creemos que la renta variable global debería ser capaz de impulsar las carteras en este entorno de mayor crecimiento e inflación y tipos de interés más altos durante la segunda mitad de 2024.

5 David Kostin. U.S. Weekly Kickstart. Goldman Sachs, 2024.

Oportunidades en todos los mercados

La subida de los tipos de interés puede resultar dura para algunas empresas, hogares y clases de activos. Sin embargo, estas tensiones generan oportunidades de inversión, si uno sabe dónde buscar. La postura de la Reserva Federal de mantener los tipos de interés altos durante más tiempo ha ampliado las oportunidades que observamos en inmobiliario, capital riesgo y renta variable estadounidense de pequeña y mediana capitalización. Sin embargo, es posible que esta situación solo dure hasta que se ponga en marcha un ciclo de bajada sustancial de los tipos.

Inmobiliario comercial: Vuelve esta clase de activos, tras un ajuste turbulento

Por mucho que el sector inmobiliario comercial se viera afectado negativamente por el COVID y por el posterior reajuste de los tipos de interés, el daño que sufrió esta clase de activos en la percepción de los inversores (exacerbado por una cobertura mediática incompleta) probablemente fue aún peor.

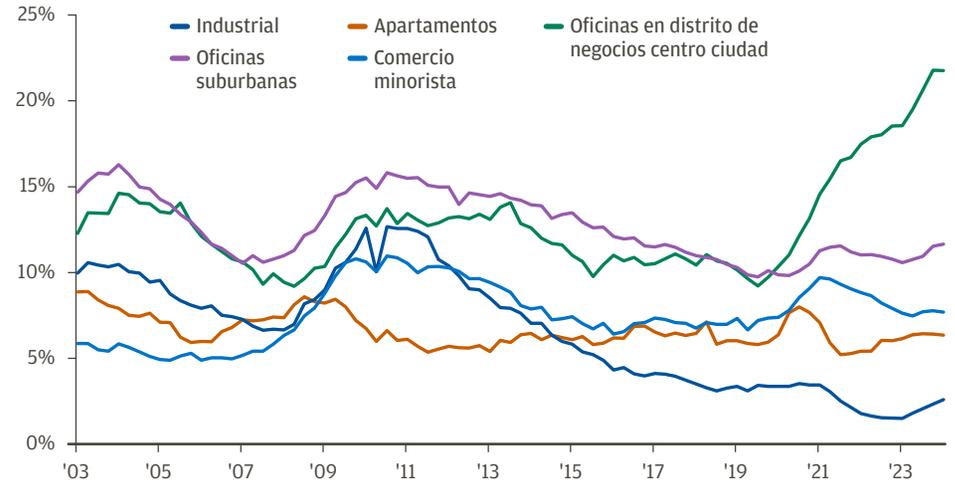
La subida de los tipos de interés lastró las valoraciones. La emigración fuera de las ciudades y el repunte del teletrabajo pusieron en entredicho la viabilidad de las oficinas. La breve pero turbulenta crisis bancaria de primavera de 2023 aumentó las dudas sobre la disponibilidad del crédito.

El inmobiliario ha sido el sector que peor comportamiento ha demostrado en los mercados de renta variable cotizados desde finales de 2021, con resultados un 35% inferiores al resto del mercado. Al mismo tiempo, los precios del inmobiliario, medidas por el National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF), han caído entre un 10% y un 20% desde su máximo de 2022.

Sin embargo, creemos que ha llegado el momento de tener exposición al sector, tras un ajuste turbulento. Señalamos algunos de los motivos principales:

El más importante es que los fundamentales de los sectores de inmobiliario, excluyendo las oficinas, siguen proporcionando respaldo.

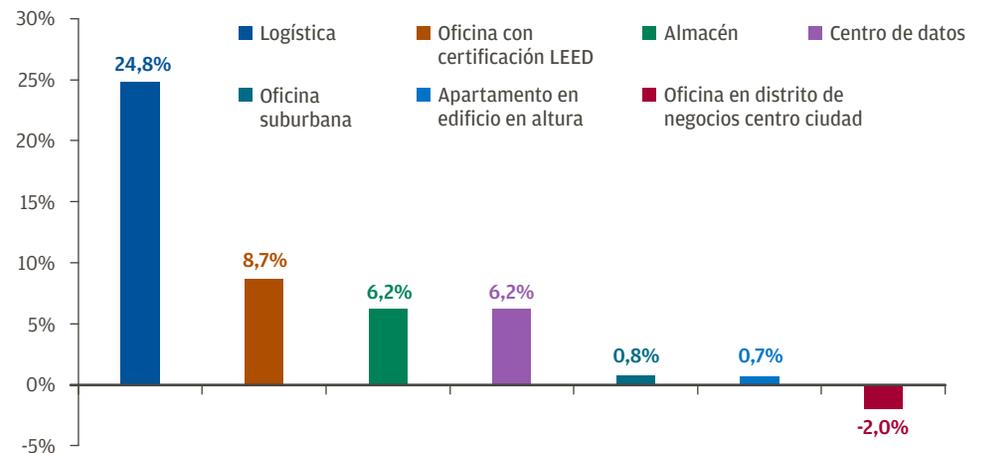
Salvo en el sector de oficinas, las tasas de inmuebles vacíos parecen estables
Tasa inmuebles vacíos CRE, % ajustado para reflejar la estacionalidad



Fuente: NCREIF. Datos a 31 de marzo de 2024.

Los fundamentales del sector siguen ofreciendo respaldo, excluyendo oficinas e inmuebles multifamiliares

Cambio en ingresos por alquiler por pie cuadrado desde 4T 2022



Fuentes: CoStar, Goldman Sachs Investment Research. Datos a 31 de marzo de 2024.

Las vacantes en inmobiliario comercial minorista, apartamentos y propiedades industriales son estables. La cifra de inmuebles de oficinas vacíos en distritos de negocio del centro de las ciudades es históricamente alta, pero muestra algunos signos de estabilización. Es interesante señalar que las vacantes en oficinas situadas en ubicaciones suburbanas han obtenido mejores resultados que sus equivalentes en el centro de las ciudades.

Las condiciones de crédito están mejorando. El sector de oficinas es la única clase de inmuebles donde se está produciendo un aumento de la morosidad y tasas de servicio especiales. Las tendencias en hostelería, comercio minorista, vivienda multifamiliar e inmuebles industriales son estables o están en proceso de mejora.

Sorprendentemente, los préstamos bancarios para inmobiliario comercial han crecido en el último año, mientras que, en el primer trimestre de 2024, la emisión primaria en los mercados de valores titulizados respaldados por hipotecas de inmobiliario comercial triplicó las emisiones del primer trimestre de 2023. Estos brotes verdes en los mercados de financiación sugieren que el inmobiliario comercial va a ser capaz de sortear el vencimiento de préstamos por importe de 1,5 billones de dólares en los próximos 2 años (asumiendo que los tipos de interés se encuentran cerca de su máximo de este ciclo).

Por último, desde finales de 2022, el crecimiento de los alquileres ha sido robusto. Las dos únicas clases de inmuebles con crecimiento negativo de los alquileres son los apartamentos en edificios de mediana altura y las oficinas en distritos de negocio del centro de las ciudades. Los inmuebles logísticos, centros de datos, almacenes, hoteles para viajes de negocio e inmuebles de oficinas de nueva construcción con certificación LEED han logrado un crecimiento de los ingresos por alquiler superior al 5%.⁶

El inmobiliario no es un monolito, y los distintos sectores se enfrentan a factores positivos y negativos muy distintos. Mirando hacia el futuro, los sectores que más nos interesan son aquellos que se beneficiarán de tendencias seculares. Ejemplos de ello incluyen los centros de datos, el alojamiento para estudiantes y la logística. En particular, el sector de la vivienda debería seguir beneficiándose de una tendencia secular potente —la significativa escasez de viviendas unifamiliares y multifamiliares. Estimamos que la escasez de viviendas en Estados Unidos se sitúa entre 2 y 2,5 millones de unidades.

Este déficit no va a desaparecer a corto plazo, dado que la subida de los tipos de interés ha frenado la nueva construcción, aumentando el coste de compra de la vivienda.

Este entorno ha respaldado al mercado de alquiler, especialmente los alquileres de viviendas unifamiliares.

Al mismo tiempo, la nueva construcción de viviendas multifamiliares ha caído un 33% desde máximos de 2022, lo que debería apoyar los precios de los inmuebles multifamiliares.

En nuestra opinión, el inmobiliario comercial se encuentra en un punto de inflexión. Los inversores podrían encontrar valor en esta clase de activos, que puede proporcionar a las carteras de inversión ingresos no correlacionados y protección frente a la inflación.

Se estima que en Estados Unidos existe un déficit de entre 2 y 2,5 millones de viviendas.

⁶ Lotfi Karoui. US CRE, 1 año después: volátil, disperso, pero no sistémico.. Goldman Sachs, 2024.

Capital Riesgo: Resurgiendo tras una época difícil

Al igual que el sector inmobiliario, la industria del capital riesgo *private equity* está resurgiendo tras una época difícil. La subida de los tipos de interés ha golpeado a esta clase de activos en dos frentes. En primer lugar, la deuda, ingrediente esencial de las operaciones LBO, resulta a la vez más cara y más difícil de obtener, porque se ha reducido la demanda de préstamos en los mercados cotizados. En segundo lugar, está siendo más difícil monetizar las inversiones. Las salidas a bolsa y las operaciones de salida de *private equity* han caído cerca de un 50% desde sus máximos de 2021. Otra limitación es que algunos posibles vendedores son reacios a realizar operaciones a valoraciones que están por debajo de los máximos de 2021.

Por todo ello, los flujos de efectivo netos de los inversores en fondos de *private equity* han sido negativos durante dos años consecutivos por primera vez desde la crisis financiera global. Un posible riesgo para los inversores en fondos de *private equity* existentes es que las valoraciones se vean aún más presionadas por los tipos de interés altos, y que las distribuciones sigan siendo débiles debido al escaso volumen de operaciones.

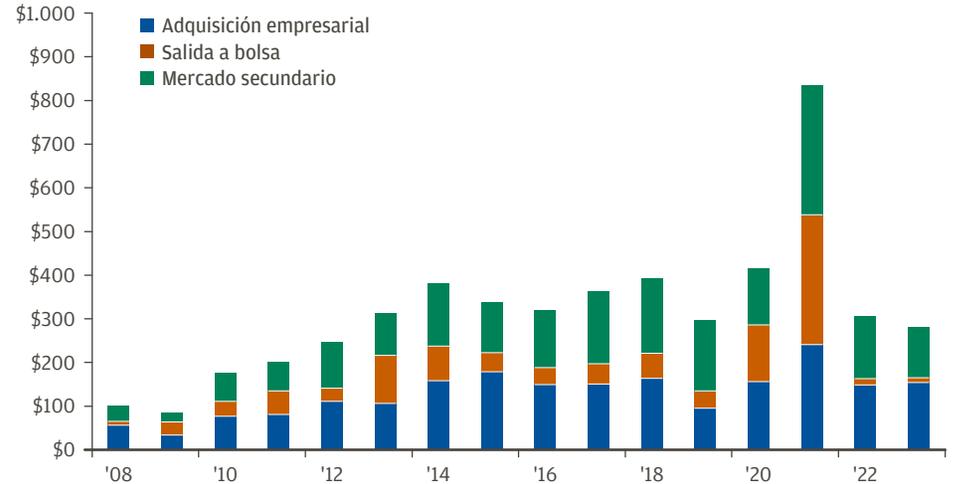
Sin embargo, creemos que algunos de los factores negativos empiezan a remitir, lo que crea un trasfondo interesante para la nueva inversión en esta clase de activos. Las valoraciones más altas de la renta variable cotizada deberían impulsar un mayor apetito para las salidas a bolsa, mientras que la estabilidad de los tipos de interés (y, en un futuro, su bajada) debería estimular las operaciones.

Por ahora, estamos centrados en asociarnos con gestores con un historial probado de aportar valor a través del crecimiento orgánico y eficiencias operativas, sin excesiva dependencia del apalancamiento. Encontramos el mayor rango de oportunidades en la inversión en industrias que se están beneficiando de tendencias seculares. Encabezan esta lista la tecnología, la defensa, el sector sanitario y la transición energética.

Mientras siga siendo difícil acceder a las salidas tradicionales en el segmento de *private equity*, esperamos que continúe el flujo récord de operaciones en los mercados secundarios, donde otros fondos compran activos de otras carteras de fondos de *private equity*. Normalmente, los compradores de activos de *private equity* secundarios exigen un descuento sobre el valor actual del activo a cambio de proporcionar liquidez. Hasta ahora, los vendedores han estado dispuestos a aceptar descuentos a cambio de la posibilidad de obtener capital para realizar nuevas inversiones.

Las operaciones de salida de *private equity* se ven dificultadas por la subida de los tipos de interés

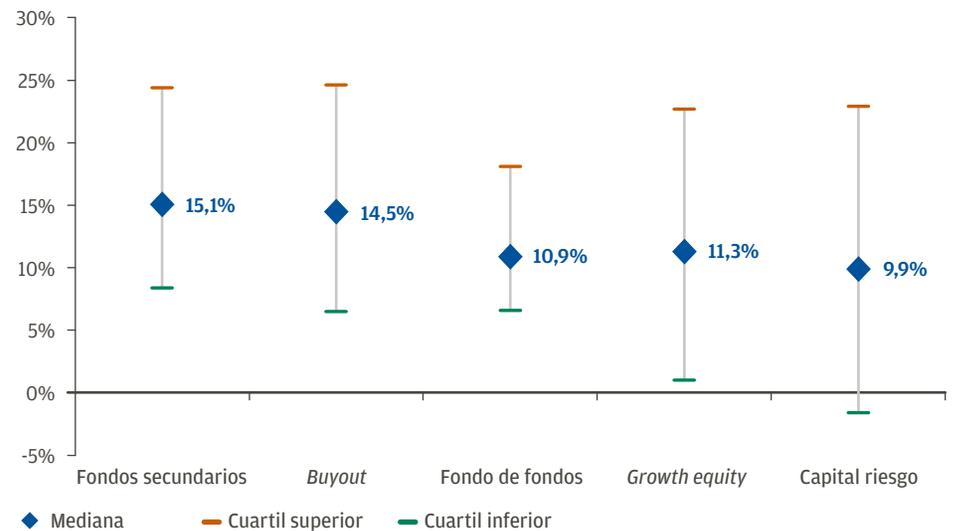
Miles de millones de dólares estadounidenses



Fuentes: Pitchbook, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 31 de diciembre de 2023.

Los fondos de *private equity* secundarios han generado sistemáticamente rentabilidades altas

TIR netas por estrategia, % (horizontes de inversión a 20 años, de 1978 a 2023)



Fuente: Cambridge Associates. Datos de 2023.

Por otro lado, las operaciones de *private equity* secundarias también proporcionan a los inversores institucionales la oportunidad de reequilibrar sus carteras de inversiones privadas con mayor regularidad.

Es más, los inversores en fondos de *private equity* secundarios pueden beneficiarse de la compra de activos más “maduros”. En otras palabras, los inversores pueden esperar recibir distribuciones más rápidamente de lo que lo habrían hecho en un fondo primario tradicional, porque las inversiones están más cerca del momento de “realización” (el final del ciclo de inversión). Por último, los inversores en fondos de *private equity* secundarios pueden diversificar tanto entre años de inversión inicial como entre gestores. Históricamente, dentro de los distintos subconjuntos de estrategias de inversión privada, los fondos de *private equity* secundarios no sólo han generado las tasas internas de retorno (TIR) medianas más altas (del 15% en los últimos 20 años), sino que además han obtenido la menor dispersión de resultados entre gestores del primer y último cuartil.

Renta variable de pequeña y mediana capitalización de calidad

Tradicionalmente, las compañías de pequeña y mediana capitalización sufren las subidas de los tipos de interés más que sus equivalentes de gran capitalización. Ante la fuerte subida de los tipos en 2022, muchas compañías de menor tamaño pasaron apuros.

En la actualidad, las compañías de pequeña capitalización estadounidenses dedican más del 30% de su EBITDA (beneficio antes de intereses, impuesto y amortizaciones) al servicio de su deuda, frente al 20% que dedicaban antes de que los bancos centrales comenzaran a subir los tipos de interés. En contraste, las compañías del S&P 500 dedican menos del 10% de su EBITDA al servicio de la deuda. Por ello, no debe resultar sorprendente que las acciones de pequeña capitalización hayan obtenido resultados más de un 15% inferiores (de forma acumulada) que las de gran capitalización en los últimos 2 años.

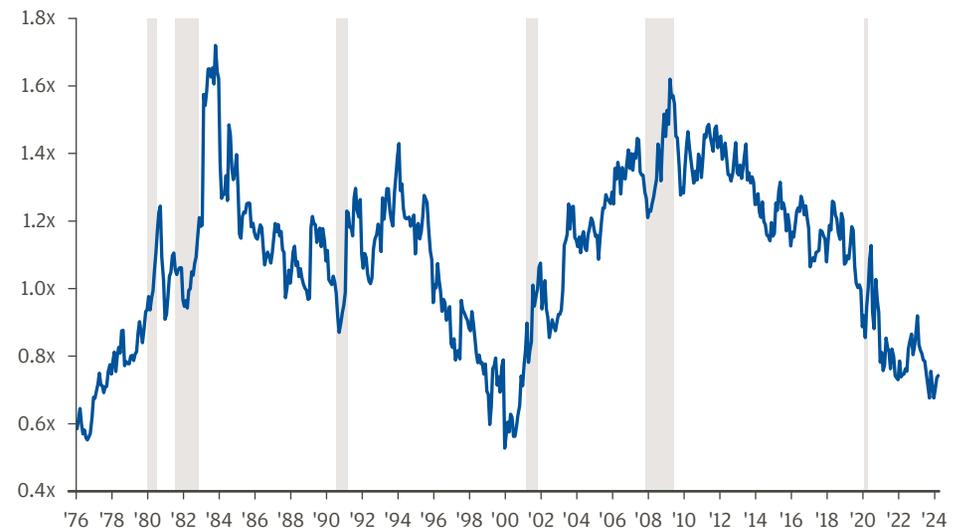
Aunque parece razonable que exista un descuento en la valoración de acciones de compañías de pequeña y mediana capitalización fuertemente endeudadas, el descuento actual, casi récord, de las acciones de las compañías de mayor calidad no lo es. El descuento persiste, aunque el tramo superior de estas compañías (medido por sus márgenes de *cash flow* libre) es competitivo frente a sus equivalentes de gran capitalización.

Además, observamos una oportunidad creciente de adquirir activos “heredados” a fondos de más de 10 años que se están liquidando —un segmento del mercado de *private equity* que podría crecer hasta llegar a un tamaño de 1 billón de dólares en 2025.⁷ En este espacio, los descuentos pueden llegar hasta el 50%, con la expectativa de monetizarlos en un plazo de 2 a 3 años.

Por todos estos motivos, los fondos de *private equity* secundarios ofrecen a los inversores rentabilidades potenciales atractivas. Creemos que, para inversores sofisticados que entiendan el sacrificio de liquidez necesario, los beneficios de la inversión en *private equity* secundario, que no son más que un efecto del entorno de tipos de interés más altos, pueden ofrecer rentabilidades potenciales más estables que las rentabilidades tradicionales del *private equity* y que superan a las de sus equivalentes en los mercados cotizados.

El descuento casi récord de las acciones de pequeña capitalización podría ofrecer una oportunidad

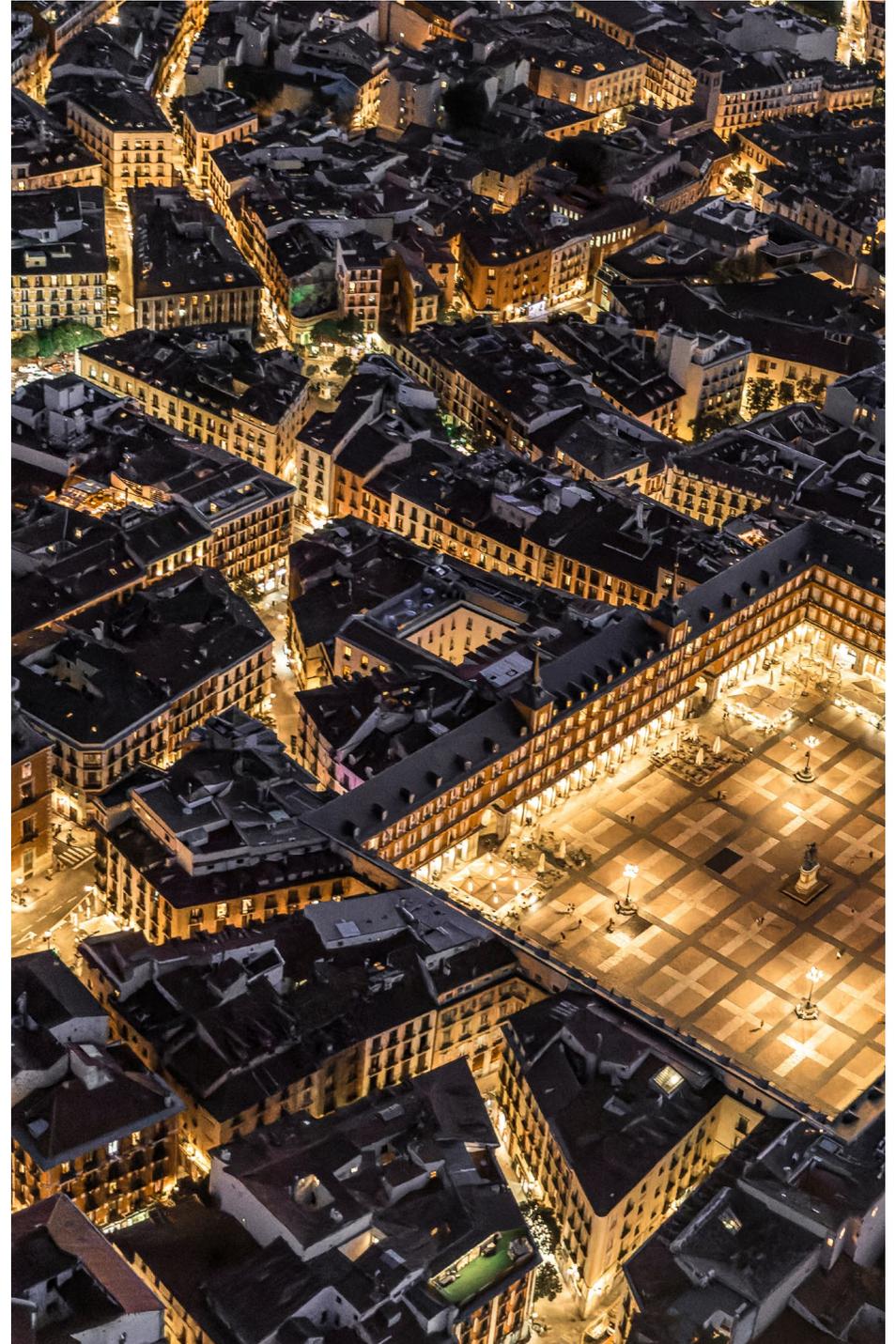
Primer quintil de flujo de caja libre, PER basado en expectativas en relación con la misma cohorte de acciones de gran capitalización*

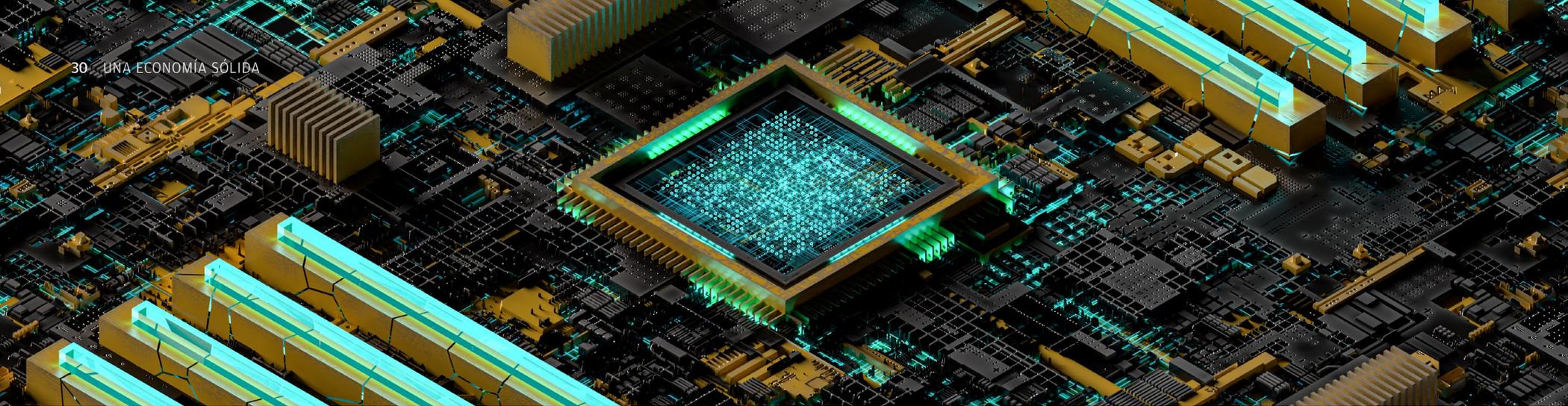


Fuente: Empirical Research Partners. Datos a 30 de abril de 2024.* Nota: Datos ponderados por la capitalización, acciones de pequeña capitalización (excluyendo materias primas y biotecnología).

Por ello, podríamos estar ante un punto de entrada interesante para crear una cartera de gestión activa de compañías de pequeña y mediana capitalización con valoraciones atractivas. Creemos que distribuir entre el 5% y el 10% de la cartera de renta variable del inversor en acciones de pequeña y mediana capitalización, asumiendo un horizonte temporal y una tolerancia al riesgo adecuadas, podría mejorar las rentabilidades ajustadas al riesgo.

La trayectoria de los tipos de interés va a resultar clave en estos 3 mercados –inmobiliario, *private equity* y compañías de pequeña y mediana capitalización. Si los tipos de interés se mantienen altos durante más tiempo, las tensiones probablemente continúen. No obstante, la otra cara de la moneda es la oportunidad. Si la inflación cayera más rápido de lo esperado, permitiendo un ciclo de bajada sustancial de los tipos de interés, puede que las oportunidades no duren mucho tiempo.





La revolución de la inteligencia artificial

Acaba de empezar

La inteligencia artificial ya ha catalizado una ola de entusiasmo, inversión y crecimiento de los beneficios. En J.P. Morgan, queremos invertir con la vista puesta en el largo plazo, y en toda la cadena de valor. A finales de la década de 2020 podría empezar a evidenciarse en los datos económicos el impulso que ha supuesto la inteligencia artificial para la productividad. Las mejoras en la productividad podrían incluso superar el efecto combinado del ordenador y de internet.

En su carta a los accionistas, nuestro presidente y consejero delegado, Jamie Dimon, comparó la inteligencia artificial a la aparición de la máquina de vapor, la electricidad y el ordenador portátil. Hemos considerado estos precedentes históricos para comprender cómo podría desarrollarse la revolución de la inteligencia artificial.

Las mejoras en la productividad no se manifiestan de un día para otro. Fue necesario que transcurrieran más de 60 años para que la máquina de vapor lograra tener un impacto observable en toda la economía. Con cada una de las innovaciones tecnológicas posteriores, se ha ido reduciendo el plazo necesario para observar un crecimiento de la productividad. Si el patrón se mantiene, deberíamos esperar ver los beneficios de la inteligencia artificial en las estadísticas económicas oficiales a finales de esta década.

Esto supone que el impacto económico de la inteligencia artificial podría hacerse sentir en la mitad del tiempo que el que tardaron el ordenador portátil e internet en ofrecer beneficios económicos.

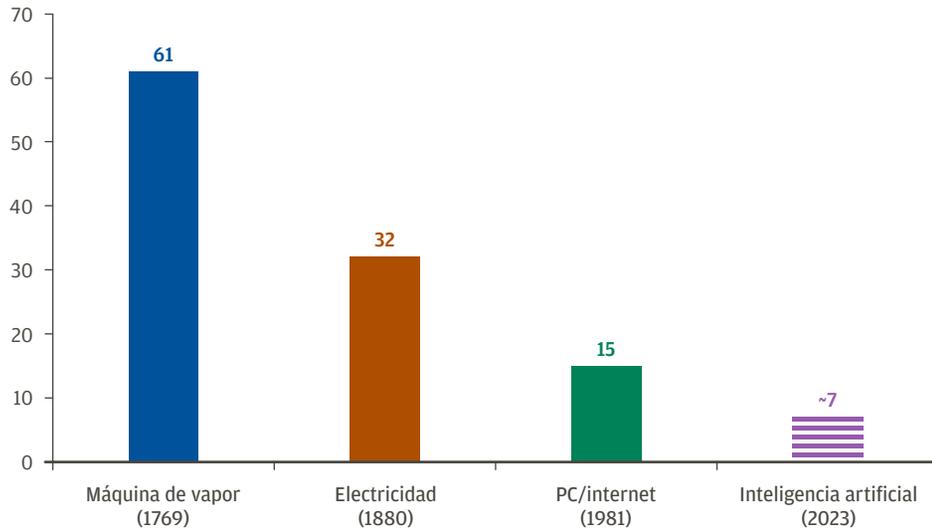
¿Qué magnitud podría tener este impulso a la productividad? Para tratar de responder a esta pregunta, hemos modificado un marco elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que aísla los puestos de trabajo que podrían verse desplazados por la inteligencia artificial. Utilizando las presunciones del FMI sobre la duración y la escala del desplazamiento del empleo, generamos una estimación al alza del posible impulso a la productividad derivado de la inteligencia artificial.⁸

Si asumimos que en los próximos 20 años se automatizarán la mitad de los empleos vulnerables en Estados Unidos, la ganancia acumulada de productividad sería de casi un 18%, o de 7 billones de dólares más que la proyección actual del PIB de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO). Como referencia, la ganancia acumulada de productividad que supusieron el PC e internet rozó el 13% en un horizonte temporal similar.

⁸ En concreto, el FMI ha calculado que alrededor de un 30% de los empleos de Estados Unidos podrían ser vulnerables a la inteligencia artificial, y entran en la categoría de empleos de “alta exposición/baja complementariedad”. Asumimos que la mitad de estos empleos (el 15% de la mano de obra estadounidense) se verán desplazados por la inteligencia artificial en los próximos 20 años, y que el ritmo de desplazamiento seguirá una función sigmoidea (es decir, la clásica “curva en S”). De este modo, se produce una efectiva contracción del número total de horas trabajadas en la economía derivada de este desplazamiento, lo que tiene como consecuencia un aumento mecánico de la productividad laboral, asumiendo que la producción permanece sin cambios. Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Pantone, Carlo Pizzinelli, Emma Rockall y Marina M. Tavares, *Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work*, Fondo Monetario Internacional, enero de 2024.

Hasta los más optimistas podrían estar subestimando la velocidad del aumento de la productividad derivado de la inteligencia artificial

Años desde la innovación hasta el crecimiento de la productividad



Fuentes: Oficina del Censo de Estados Unidos, *Business Trends and Outlook Survey*, J.P. Morgan. Datos a noviembre de 2023.

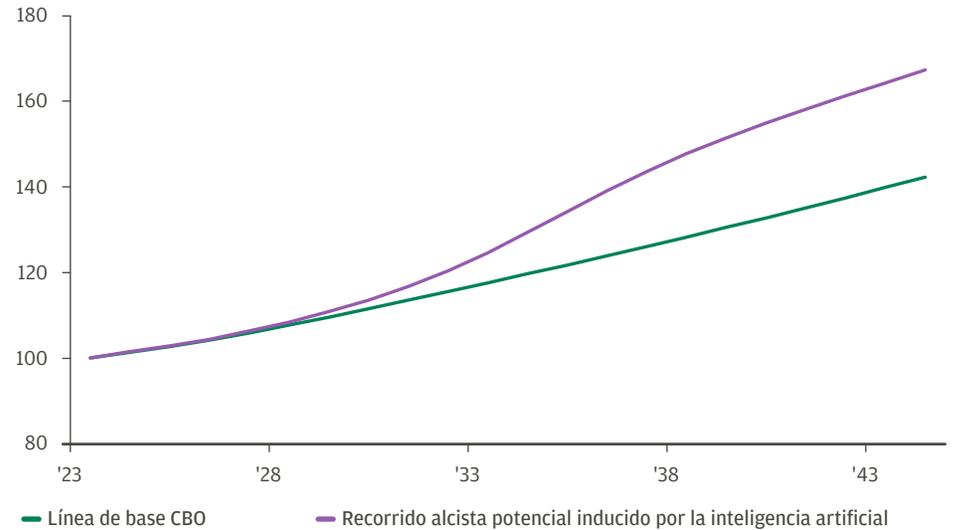
Pero ¿qué pasará con los trabajadores que podrían ser sustituidos por la inteligencia artificial? Aunque en industrias y regiones concretas muchos trabajadores podrían quedar desplazados, las mejoras tecnológicas globales probablemente generen más puestos de trabajo de los que destruyen.

El sector agrícola estadounidense es un buen ejemplo de los cambios en las tendencias de empleo. En 1950, casi el 15% de todos los empleos de Estados Unidos estaban relacionados con la agricultura. En la actualidad, la cuota es inferior al 1,5%. Parece probable que la mano de obra global se adapte a los cambios en las fuentes de demanda de mano de obra, y que las compañías con capacidad demostrada de retener y formar a sus empleados se beneficien de la tendencia.

Por supuesto, estas estimaciones son imprecisas. La adopción de la inteligencia artificial se enfrentará a muchos factores en contra, incluyendo las inquietudes relacionadas con el suministro de semiconductores avanzados, problemas jurídicos y regulatorios, la posible limitación del suministro eléctrico y de los recursos

La proyección actual de la CBO podría estar subestimando las potenciales ganancias de productividad derivadas de la inteligencia artificial

Indexado a 100 en 2023, productividad laboral estadounidense



Fuentes: FMI, J.P. Morgan. Datos a 31 de enero de 2024. Nota: La línea de base de la CBO se ha calculado utilizando la proyección del PIB real dividida por el número de horas trabajadas. El recorrido alcista potencial inducido por la inteligencia artificial se ha proyectado asumiendo la sustitución del 15% de los empleos por la inteligencia artificial en los próximos 20 años, la mitad de lo que sugiere el FMI en su investigación.

energéticos necesarios para los centros de datos y la capacidad de las empresas de optimizar los casos de uso. Probablemente se necesiten políticas públicas de formación laboral y transición de trabajadores vulnerables para mitigar el sufrimiento y los trastornos derivados del desplazamiento de puestos de trabajo. Los interesados deberán evaluar los costes y beneficios del mayor consumo de energía y agua que requiere la inteligencia artificial. Podría necesitarse tiempo para que los beneficios de la inteligencia artificial se dejen ver en los datos económicos tradicionales. Sin embargo, podemos observar que la revolución de la inteligencia artificial ya está teniendo un efecto en el comportamiento de las empresas, en la inversión y en los beneficios. Aunque menos del 5% de las empresas estadounidenses están utilizando activamente la inteligencia artificial (según datos de la Oficina del Censo), compañías que representan el 50% de la capitalización bursátil del S&P 500 han mencionado la inteligencia artificial en sus comunicaciones sobre beneficios. Los gobiernos de todo el mundo también son potenciales usuarios masivos de aplicaciones de inteligencia artificial.

Dentro de las compañías cotizadas, la primera ronda de ganadores está estrechamente relacionada con la fabricación de semiconductores y la computación en la nube —las infraestructuras digitales y físicas que alimentan la tecnología de la inteligencia artificial. Nvidia, el fabricante líder de unidades de procesamiento gráfico que alimentan los grandes modelos de lenguaje, ha visto aumentar sus beneficios más de un 400% desde finales de 2021. Tan solo dos compañías, Alphabet y Microsoft, han aumentado su gasto de capital (cápex) en 10.000 millones de euros en el primer trimestre de 2024, tres cuartas partes del incremento total del cápex del S&P 500.⁹

No obstante, los inversores están empezando a darse cuenta de que este crecimiento de las infraestructuras será relativamente amplio, porque la adopción aumentará, y porque la carga de trabajo de la inteligencia artificial requiere sustancialmente más energía que la computación tradicional. Las estimaciones sugieren que la utilización de ChatGPT requiere 10 veces más electricidad que una búsqueda tradicional en internet. Además, parece probable que los centros de datos sean los que más contribuyan al crecimiento de la demanda de electricidad en Estados Unidos hasta el final de esta década.

A toda máquina: La inteligencia artificial probablemente aumente las fuentes de ingresos, reduzca el tiempo de comercialización y disminuya los costes

Aplicaciones sectoriales de la inteligencia artificial

Sanitario	Financiero	Publicidad y contenido digital	Sector minorista y transporte	Energía e industrial	Atención al Cliente	Inteligencia empresarial
Implantes inteligentes (por ejemplo, cadera y rodilla)	Oferta de fondos temáticos de inteligencia artificial	Eficiencia de marketing	Compras y pruebas de producto en 3D	Herramientas de inteligencia artificial para oleoductos y gasoductos	Análisis de clientes	Herramientas para desarrolladores y código asistido
Imágenes de uso médico	Nuevas herramientas de fijación de precios	Mejora de la publicidad dirigida	Robots para entregas	Modelos geológicos	Reclamaciones y registros de seguros	Consultoría relacionada con la inteligencia artificial
Detección de patologías	Generación de informes de cartera para clientes	Motor de recomendación	Eficiencia de cadenas de suministro	Herramientas de inteligencia artificial para microrredes	Transcripción y resumen	Interfaz doméstica inteligente integrada
Medicina personalizada	Precios de cotización automatizados, ejecución	Mayor conversión publicitaria	Gestión de inventarios	Análisis del uso de energía	Incorporación de clientes	Automatización de tareas administrativas
Identificación de biomarcadores	Gestión de carteras mediante inteligencia artificial	Dinámica de subastas de publicidad	Predicción de la demanda	Mejoras en comercio de energía		Prevención y protección contra el fraude
Desarrollo de nuevos medicamentos	Aumento de la velocidad de negociación	Creación de contenidos	Capacidades para el establecimiento de rutas de transporte por carretera	Programación de la mano de obra		Capacidades de ciberseguridad
Análisis de datos genómicos	Ventas cruzadas de productos	Itinerarios de viaje personalizados	Mejora en la utilización de flotas	Optimización de yacimientos		Valoración y gestión de riesgos
Herramientas para profesionales médicos en punto de servicio		Desarrollo de juegos de ordenador	Flotas autónomas	Detección de fugas y seguimiento de emisiones		Análisis acelerado de datos
						Modelización predictiva

Fuentes: J.P. Morgan, Morgan Stanley. Datos a 31 de marzo de 2024.

⁹ Michael Goldstein. *Capital Spending Growth Accelerates: An Early Warning Sign?* Empirical Research Partners, 2024.

Efectivamente, la producción industrial de equipos eléctricos ya ha recuperado los niveles de mediados de la década de los 2000, y parece que seguirá subiendo. En lo que llevamos de 2024, las compañías que prestan servicios de calefacción y refrigeración, equipos eléctricos e inmuebles para alojar centros de datos han obtenido resultados superiores al resto.

Más allá de los beneficiarios de la construcción de infraestructuras digitales y físicas, estamos centrados en invertir en compañías que podrían beneficiarse o bien de un aumento de la productividad (en sectores como bienes de consumo, finanzas, transporte y energía), de un aumento de la facturación (software, robótica, aplicaciones) o de ambos (manufactura, sanitario). Los usos potenciales de la inteligencia artificial abarcan casi todos los sectores.

En los mercados privados, esperamos encontrar oportunidades de inversión en compañías de menor antigüedad que desarrollan aplicaciones que aumentarán la utilidad de la inteligencia artificial para las empresas y los consumidores, o aquellas que están innovando en inteligencia artificial en materia de “*edge computing*”, donde

La sustancial y creciente demanda de electricidad por parte de la inteligencia artificial respalda la electrificación

Producción de equipos eléctricos, indexado a 100 en 2017, media móvil a 6 meses



Fuentes: Junta de la Reserva Federal, Haver Analytics. Datos a 30 de abril de 2024.

los cálculos computacionales tienen lugar en la fuente de los datos (por ejemplo en un smartphone, un automóvil, un producto médico o una máquina industrial) y no en la nube. Muchas de estas compañías probablemente aun no existen.

Creemos que los inversores deben abordar la revolución de la inteligencia artificial con una actitud paciente y orientada al largo plazo, generando exposición a potenciales beneficiarios de la misma en distintos sectores y geografías y en espacios tanto públicos como privados. Es difícil estimar la oportunidad que se presenta.





Un mundo inestable

Aunque nuestras perspectivas económicas y de mercado son constructivas, reconocemos la existencia de dos grandes fuentes de incertidumbre: Las elecciones en Estados Unidos y el riesgo geopolítico.

Elecciones en Estados Unidos

El resultado probablemente sea positivo para el mercado, pero a medio plazo es probable que suba la fiscalidad sobre la renta personal.

Por primera vez desde 1892, los dos principales candidatos de las próximas elecciones presidenciales ya han sido presidentes y ya han hecho campaña el uno contra el otro. Desde la perspectiva de los inversores, hay que señalar que los mercados han obtenido buenos resultados durante los mandatos de ambos presidentes.

Desde la elección de Donald Trump en 2016 hasta el día en que se le celebraron elecciones en 2020, la renta variable de gran capitalización estadounidense obtuvo una rentabilidad anual del 15,6% (frente a una media a largo plazo de casi un 9%). Desde la elección de Joe Biden en 2020 hasta hoy, la renta variable de gran capitalización estadounidense ha obtenido una rentabilidad anual del 12,4%. Estos dos periodos no estuvieron exentos de incertidumbre política, económica y social.

No obstante, en última instancia, los datos económicos y de los beneficios impulsaron al alza los mercados de renta variable, y la influencia de la presidencia en las rentabilidades de los mercados fue relativamente menor. Esperamos que suceda lo mismo en los próximos cuatro años.

Dicho esto, es probable que cada candidato promueva políticas muy distintas en cinco áreas fundamentales (fiscalidad, aranceles, energía, sector sanitario y regulación). Desde una perspectiva de los mercados globales, la posición más importante podría ser la propuesta que ha realizado Trump de aplicar aranceles de hasta un 10% a todas las importaciones de bienes.



Propuestas políticas en las elecciones de Estados Unidos: ¿Qué podemos esperar?

Posibles posiciones en cuestiones fundamentales

Cuestiones fundamentales	Posible posición de Biden	Posible posición de Trump
 Fiscalidad	<p>Posible extensión parcial de las bajadas de impuestos de 2017. Mayor probabilidad de subidas de impuestos sobre grandes patrimonios y empresas.</p>	<p>Objetivo de extender bajadas de impuestos de 2017, compensado parcialmente por reducción del gasto gubernamental.</p>
 Aranceles	<p>Continuación del estatus quo con China.</p>	<p>Intención de subir aranceles con socios comerciales, especialmente China.</p>
 Defensa	<p>Probable mantenimiento del énfasis en alianzas y multilateralismo.</p>	<p>Posible exigencia de una mayor autonomía a miembros de la OTAN.</p>
 Energía	<p>Objetivo de reducción de las emisiones y aumento de la eficiencia energética. Aumento de los impuestos sobre la industria de combustibles fósiles.</p>	<p>Objetivo de aumentar la producción de energías tradicionales con perforaciones en terrenos federales y ampliación de oleoductos y gaseoductos.</p>
 Sanitario	<p>Objetivo de proteger y desarrollar la <i>Affordable Care Act</i> (<i>Ley de Cuidados de Salud a Bajo Precio - ACA</i>, por sus siglas en inglés)</p>	<p>Objetivo de derogar la <i>Affordable Care Act</i></p>
 Regulación	<p>Incremento de la regulación de los sectores energético, tecnológico y de servicios financieros.</p>	<p>Objetivo de reducción de la regulación de sectores energético y de servicios financieros.</p>

Mercados que podrían ser más sensibles al resultado



Renta variable de pequeña y mediana capitalización

que probablemente se vería favorecida por la perspectiva de una regulación menos onerosa

Dólar estadounidense

que probablemente se vería fortalecido si aumenta la probabilidad de aranceles

Energías limpias y energías tradicionales

que probablemente reaccionarían ante la posibilidad de continuación de las subvenciones o aumento de la producción de petróleo

Creemos que un posible riesgo para los inversores es la probabilidad de que ninguno de los candidatos sea conservador desde un punto de vista fiscal. Es probable que se produzca un deterioro adicional de la deuda federal y el déficit estadounidense. Esto podría aumentar la volatilidad del mercado de renta fija a corto plazo. En un horizonte temporal más largo, será necesario subir los impuestos para reducir la carga de la deuda federal. La deuda federal estadounidense ya asciende al 100% del PIB, y la Oficina Presupuestaria del Congreso estima que esta proporción disparará hasta el 120% en los próximos 10 años. El gasto de intereses del gobierno estadounidense podría subir a 900.000 millones de dólares este año, casi un 3% del PIB.¹⁰ Al mismo tiempo, los ingresos fiscales del gobierno federal

estadounidense ascienden a menos del 30% del PIB, la menor cuota de todas las economías del G10.

Por último, si la *Ley de Empleos y Reducción de Impuestos* (TCJA, por sus siglas en inglés) llegará a su fecha de caducidad en 2025, tal y como está programado (un escenario posible si los líderes políticos de ambos partidos no fueran capaces de llegar a un acuerdo), el tipo marginal del tramo fiscal superior subiría al 39,6% (desde el 37% actual), y la exención vitalicia del impuesto de sucesiones y donaciones se reduciría a la mitad, a unos 7.000.000 de dólares por persona (13,61 millones de dólares en la actualidad).

10 Alec Phillips, Tim Krupa. *US Economics Analyst: The Fiscal Outlook: Not Good, But a Little Better*. Goldman Sachs, 2024.

Enfoque de los inversores en la eficiencia fiscal

Si es cierto que resulta inevitable una subida de la fiscalidad en Estados Unidos (que lo es), los inversores estadounidenses deberían priorizar la eficiencia fiscal, no solo en sus carteras de inversión sino en todos sus balances. Denominamos esta práctica “gestión patrimonial con atención a fiscalidad”.

Los contribuyentes estadounidenses podrán conservar una mayor proporción de lo que ingresan en los mercados si juegan con la ubicación de los activos, el aprovechamiento de las pérdidas fiscales, la retirada de fondos inteligente, técnicas de planificación integradas y un uso sofisticado de los préstamos.

En primer lugar, en lo que respecta a la localización de los activos, creemos que los contribuyentes estadounidenses deberían centrarse en colocar activos eficientes desde un punto de vista fiscal, como la renta variable, los bonos municipales, las acciones preferentes y el *private equity*, en cuentas sujetas a fiscalidad. Las estrategias de aprovechamiento de las pérdidas fiscales pueden amplificar las rentabilidades después de impuestos en estas cuentas. Los activos ineficientes desde un punto de vista fiscal, aquéllos que generan el grueso de su rentabilidad a partir de ingresos de intereses o ganancias de capital a corto plazo (por ejemplo, el crédito privado, algunos *hedge funds* y la renta fija *high yield*) estarían mejor ubicados en cuentas con diferimiento fiscal, como IRAs o, potencialmente, cuentas de renta vitalicia variable de bajo coste.

Pensar bien “dónde” disponer/alocar ciertas inversiones podría suponer un ahorro fiscal importante para los inversores.

La gestión patrimonial con atención a la fiscalidad incluye toda una serie de enfoques de planificación que podrían ser incluso aún más potentes que la ubicación de los activos. La aceleración de los ingresos fiscales antes de que caduquen los tipos fiscales bajos de la *Ley de Empleos y Reducción de Impuestos* (TCJA, por sus siglas en inglés) (por ejemplo, las conversiones a Roth) podría ser una estrategia prudente, dependiendo de su situación. La donación a entidades benéficas de acciones que han experimentado una fuerte apreciación a largo plazo proporciona un beneficio fiscal doble: evitar impuestos sobre las ganancias acumuladas y ofrecerle al mismo tiempo una deducción frente a otros ingresos fiscales. Para aquéllos cuyo patrimonio podría ser gravado en caso de sucesión, las donaciones a la familia través de exenciones anuales o vitalicias podrían tener un efecto sustancial en su patrimonio después de impuestos, al sacar de su balance el crecimiento futuro.

Por último, la financiación también puede servir como palanca estratégica para reducir flujos de efectivo importantes (evitando eventos fiscales y manteniendo al mismo tiempo la exposición al mercado). De forma alternativa, si se estructuran bien, los intereses de los préstamos podrían servir como deducción y compensar los ingresos de inversión impositivos.

En resumen: No deje que las elecciones modifiquen su plan a largo plazo. Céntrese en lo que puede controlar.





Geopolítica: El riesgo es real, pero también la oportunidad de inversión

Acontecimientos geopolíticos y rentabilidades de los mercados

En primer lugar, los inversores deben recordar que los sucesos geopolíticos rara vez provocan un efecto negativo duradero en los mercados de renta variable estadounidenses de gran capitalización (como ha demostrado el análisis llevado a cabo por nuestro presidente de mercado y estrategia de inversión, Michael Cembalest).¹¹ Esto explica por qué las carteras de inversión a largo plazo debidamente diversificadas suelen estar bien protegidas frente a sucesos desestabilizadores, como guerras, invasiones, ataques terroristas, golpes de estado, referéndums y el asesinato de líderes políticos.

La geopolítica y la posibilidad de un conflicto global presentan el segundo riesgo fundamental para los mercados en la segunda mitad de 2024.

¹¹ J.P. Morgan, Michael Cembalest, *Eye on the Market*, 14 de noviembre de 2023, Anexo.

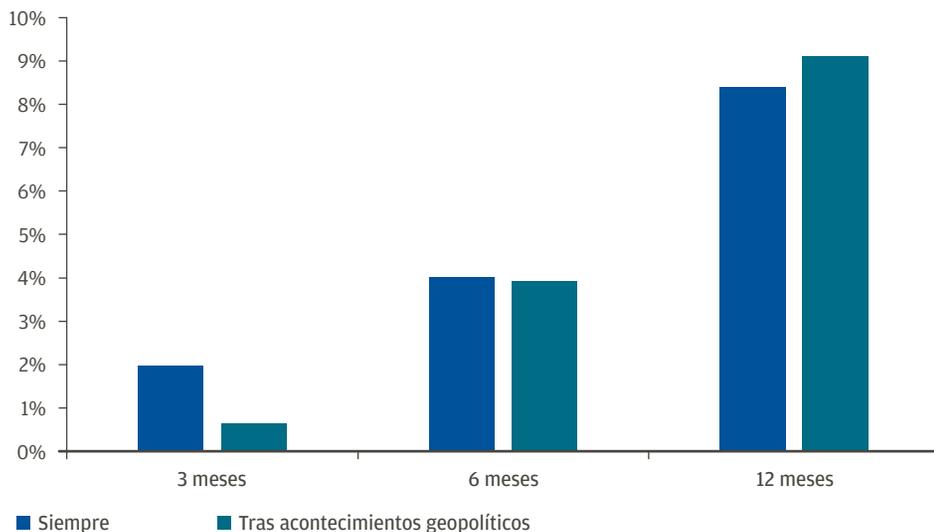
Tras analizar 36 eventos de esta categoría desde el inicio de la Segunda Guerra mundial, encontramos que las rentabilidades a 6 y a 12 meses tras estos sucesos eran idénticas a las rentabilidades medias durante periodos donde no se produjo ningún suceso geopolítico notable.

Dicho esto, la geopolítica puede tener efectos profundos en los mercados a nivel local. Por ejemplo, la renta variable alemana de pequeña capitalización se ha comportado sustancialmente peor que sus equivalentes alemanes de gran capitalización, y que sus equivalentes a nivel global, principalmente debido a la invasión de Ucrania por parte de Rusia y la posterior interrupción del suministro de energía.

El oro y el crudo destacan como recomendación para los inversores más tácticos que buscan un elemento de protección. Estos activos suelen subir a corto plazo antes y durante el transcurso de un evento geopolítico. Además, una vez pasado el acontecimiento, tienden a perder valor a medida que los inversores se relajan y vuelven a los activos de riesgo.

La renta variable de gran capitalización ha estado protegida frente a los sobresaltos

Rentabilidad media del S&P y acontecimientos geopolíticos, %



Fuentes: S&P, Haver Analytics. Datos a 31 de diciembre de 2023.

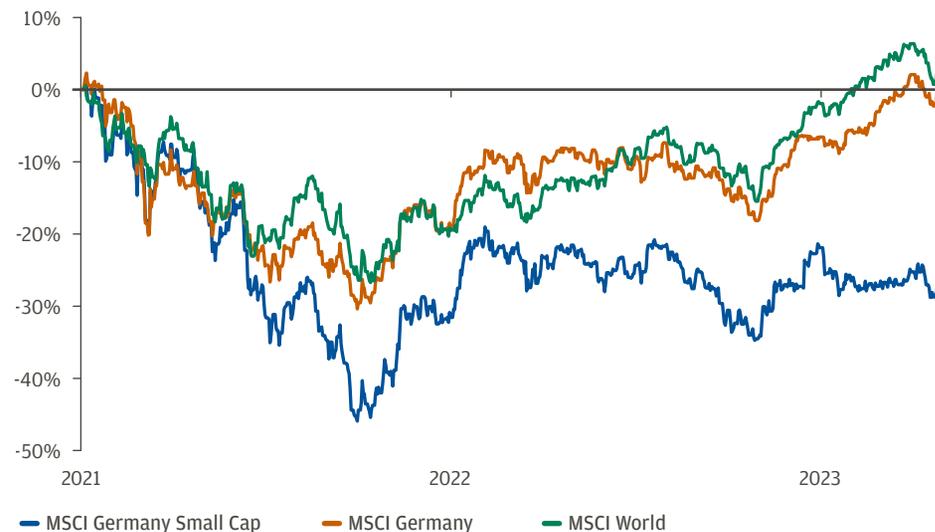
Este patrón subraya la necesidad de gestionar activamente estas exposiciones, que a menudo se expresan mejor a través de opciones y otros derivados. A corto plazo, creemos que el oro tiene perspectivas de ofrecer buenas rentabilidades. Esto refleja la prima de riesgo geopolítico de esta materia prima y la demanda de los bancos centrales globales, que buscan diversificar sus reservas lejos del dólar estadounidense. Los inversores tácticos deberían tomar nota.

Es probable que los mercados sigan mostrándose recelosos ante los nuevos conflictos, pero no creemos que estos riesgos vayan a desviar nuestra visión global. La diversificación puede ayudar a mitigar el riesgo geopolítico para la mayoría de los inversores.

Una conclusión: los inversores con exposición concentrada probablemente tengan más que temer de los riesgos geopolíticos que los inversores con carteras globalmente diversificadas.

Los acontecimientos geopolíticos pueden tener efectos locales importantes

Rentabilidad acumulada desde enero de 2022, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 30 de abril de 2024.

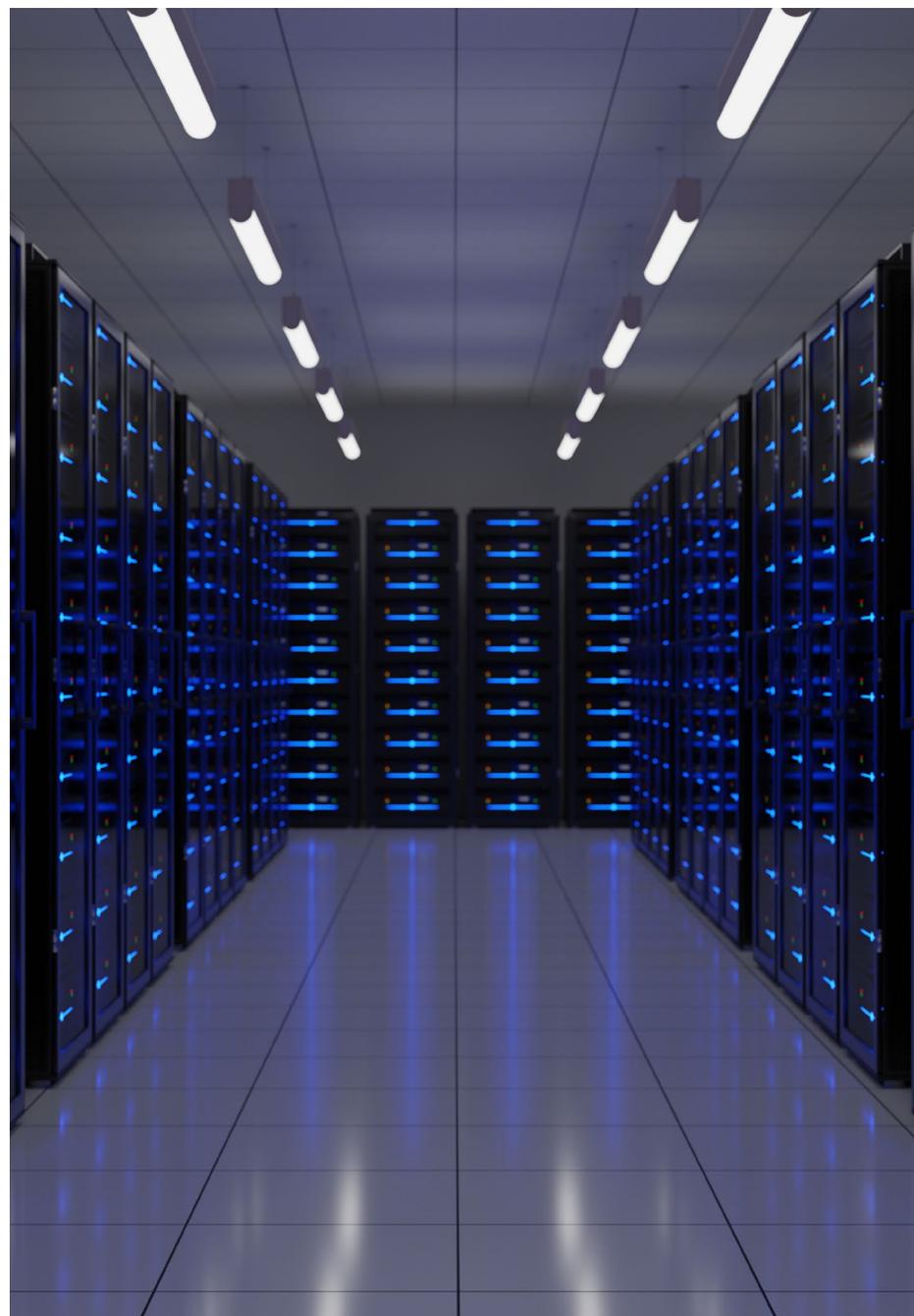
Más allá del riesgo geopolítico extremo, creemos que muchos países de gran tamaño, tendrán un interés desde un punto de vista económico en afianzar la seguridad nacional en tres áreas importantes:

01 Defensa

02 Cadenas de suministro

03 Energía

Se trata de tendencias globales a largo plazo, que requerirán un enfoque estratégico por parte de los inversores.



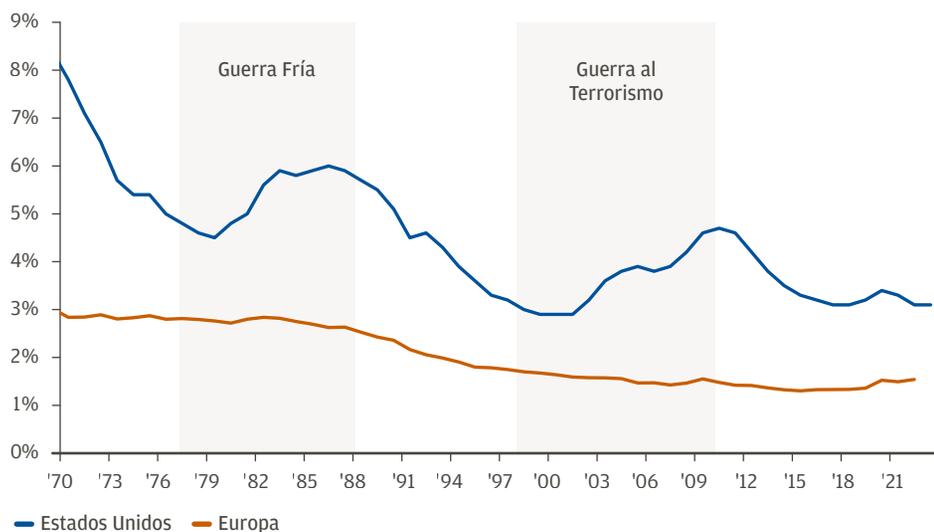
Defensa

El gasto en defensa estadounidense como proporción del PIB se encuentra a mínimos desde la Segunda Guerra Mundial, a pesar de la subida inexorable de los conflictos a nivel global. Tan solo 12 países de la OTAN cumplen actualmente sus obligaciones de gasto en defensa; se espera que siete más aumenten su gasto este año. Creemos que es probable que se revierta este declive de décadas.

Al mismo tiempo, gobiernos, empresas y hogares deben protegerse frente a las amenazas cibernéticas. Hoy en día se producen fallos de ciberseguridad casi a diario, y los daños asociados han aumentado con la frecuencia de los ataques. El coste medio de una filtración de datos ha subido de 3,62 millones de dólares en 2017 a 4,45 millones de dólares en 2023, un incremento del 23%. Gobiernos y empresas deberán seguir aumentando el gasto en ciberseguridad. Aunque ya representa el 12% de los presupuestos de tecnología de las empresas, es probable que su cuota crezca durante el resto de la década.

Los riesgos geopolíticos han sido catalizadores de ciclos de gasto en defensa de décadas

Gasto en defensa de Estados Unidos como % del PIB



Fuentes: Oficina Presupuestaria del Congreso de Estados Unidos, Banco Mundial, Haver Analytics. Datos a diciembre de 2023.

Cadenas de suministro

Podría argumentarse que la guerra comercial entre Estados Unidos y China que comenzó en 2018 no fue sino la ofensiva inicial de un esfuerzo concertado de los responsables políticos para influir en el comercio global y diversificar las fuentes de bienes y materiales esenciales lejos de China.

Durante la pandemia, la fragilidad de las cadenas de suministro supuso un desafío para las operaciones de las compañías, impulsando al alza la inflación. En la actualidad, las cadenas de suministro son considerablemente más resistentes. Algunos movimientos tras la pandemia han beneficiado a países como México, Vietnam e India. Aun así, los responsables políticos siguen centrados en buscar nuevas fuentes de suministro de bienes esenciales para la seguridad nacional.

En particular, China sigue siendo la mayor fuente de importaciones de productos de tecnología avanzada desde Estados Unidos, con un importe superior a 165.000 millones de dólares anuales. Creemos que seguirán produciéndose tensiones en el comercio de productos de tecnología avanzada, cuya consecuencia podría ser una ampliación de los aranceles y cambios adicionales a costa de las compañías chinas.

Además, es probable que los gobiernos sigan incentivando la producción interna de artículos como semiconductores y baterías. La *Ley de Reducción de la Inflación* (IRA, por sus siglas en inglés), diseñada para esta finalidad, ya ha provocado un aumento de la construcción de instalaciones de fabricación en Estados Unidos.





Energía

La invasión rusa por parte de Ucrania puso en peligro el acceso de Europa al gas natural, y la transición energética requiere inversión en la producción interna de energías renovables. Esperamos que el gasto en tecnologías de energías limpias más que se duplique antes de 2030, llegando hasta 4,6 billones de dólares. Las infraestructuras de energía (por ejemplo, centrales eléctricas y almacenamiento de energía) y el transporte de energía (por ejemplo, gaseoductos, buques de transporte de gas natural licuado) seguirán atrayendo nuevas inversiones.

Esta tendencia, junto con la *Ley de Reducción de la Inflación* (IRA, por sus siglas en inglés), y la revolución de la inteligencia artificial, augura buenas perspectivas para las infraestructuras y activos energéticos y eléctricos a nivel nacional. Efectivamente, desde la aprobación de la *Ley de Reducción de la Inflación* (IRA, por sus siglas en inglés), los anuncios de inversiones en energías limpias en Estados Unidos han alcanzado 473.000 millones de dólares, que representan la creación (o ampliación) de unas 152 instalaciones de energía solar o eólica o de fabricación de baterías,

Al igual que con la inteligencia artificial, la inversión en estas áreas requerirá una combinación de distribuciones en mercados cotizados y en Capital privado (*private equity*). Como ya hemos comentado, se trata de tendencias estratégicas a largo plazo que requieren paciencia a la hora de comprometer el capital.

CONCLUSIÓN

Inestabilidad geopolítica, **fortaleza económica.**

A pesar de la persistencia de la inflación, otras variables macroeconómicas y de mercado en las economías desarrolladas parecen notablemente sólidas. Las empresas no se han visto afectadas por las subidas de los tipos de interés. Parece que los beneficios van a crecer. En los mercados de trabajo, la oferta y la demanda están razonablemente equilibradas.

Es probable que los mercados encuentren un nuevo impulso en una economía global sólida. Esperamos que la renta variable global impulse las rentabilidades de las carteras durante el resto del año. Si el crecimiento global se frenase, la renta fija podría proporcionar protección a las carteras. Los inversores deben confiar en que los activos harán bien su trabajo en sus carteras de inversión a largo plazo basadas en objetivos.

Una economía sólida en un mundo inestable. Con todo, es un buen telón de fondo para los inversores que se preparan para la segunda mitad de 2024.

Perspectivas globales

DESTACAMOS TRES ÁREAS DE OPORTUNIDAD PARA INVERSORES GLOBALES:

- 01** Las compañías recompran acciones, el consumo es saludable: un nuevo capítulo para el sector empresarial europeo.
- 02** América Latina suministra materias primas esenciales para las transiciones energética y digital, y los inversores tienen muchas maneras de aprovecharlo.
- 03** En plena huida de la deflación y la reforma del gobierno corporativo, la renta variable japonesa ofrece una oportunidad atractiva.

Creemos que en 2024 la subida de la renta variable global se ampliará a nuevas regiones (más allá de Estados Unidos) y a empresas de menor capitalización (más allá de las *mega-capitalización (mega-caps)*).



Europa

Un nuevo capítulo para la Europa empresarial

En lo más profundo de la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana que se produjo unos años después, muchas compañías europeas recortaron fuertemente sus dividendos. Los accionistas no estaban contentos, pero no podían hacer gran cosa al respecto. Vayamos a principios de 2024. Ahora, los prestamistas europeos y las compañías de distintos sectores han decidido que sus balances ya tienen fortaleza suficiente para distribuir capital a sus accionistas.

No nos equivoquemos: se trata de un nuevo capítulo para la Europa empresarial. Las compañías son cada vez más favorables al accionista. La prueba, aún más que el aumento de los dividendos, es que las compañías están recomprando acciones. Las recompras llevan mucho tiempo caracterizando a los mercados estadounidenses, apuntalando los mejores resultados de la renta variable estadounidense durante estos años. Sin embargo, esta práctica tradicionalmente era mucho menos común en el continente europeo. Al mismo tiempo, la emisión neta de renta variable europea ha sido negativa, otro punto a favor de los accionistas.

La tendencia hacia una gestión empresarial favorable al accionista — una característica que los participantes de mercado no aprecian suficientemente — une sus fuerzas a la mejora de los fundamentales económicos en la Eurozona. El consumo es saludable, apuntalado por el aumento de los salarios. Las perspectivas de los beneficios empresariales son positivas. Por último, parece que los tipos de interés van a bajar, lo que supondría un impulso para consumidores y empresas. A finales de año es probable que el Banco Central Europeo (BCE) haya llevado a cabo más bajadas de tipos que la Reserva Federal.

Todo ello contribuye a crear un entorno favorable para la renta variable europea. Asimismo, reafirma nuestra opinión de que en 2024 la subida de la renta variable

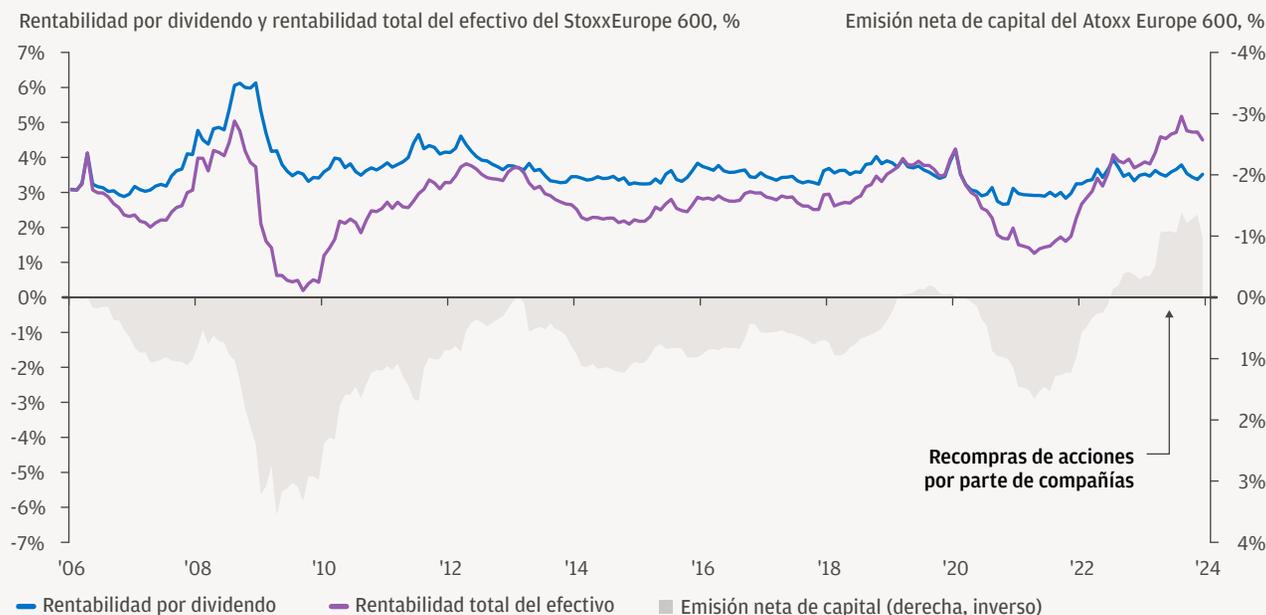
global seguirá ampliándose a nuevas regiones (más allá de Estados Unidos) y a empresas de menor capitalización (más allá de las *mega-caps*).

En el pasado, las previsiones optimistas sobre la renta variable europea se han equivocado, y la renta variable europea no cumplió expectativas. No obstante, creemos que esta vez los mercados europeos están en un punto de inflexión, por motivos estructurales y cíclicos. Una gestión empresarial favorable al accionista supone un cambio estructural fundamental. Por otro lado, como los sectores cíclicos dominan los mercados europeos, un catalizador procíclico como una rebaja de tipos podría impulsar el interés de los inversores en la región.

Cambio estructural: empresas favorables al accionista

Este gráfico captura la esencia del cambio estructural:

Ruptura con la tradición: aumento de las recompras de acciones



Fuentes: Datastream, Haver Analytics, Goldman Sachs Investment Research, J.P. Morgan. Datos a 29 de febrero de 2024.



Durante décadas, las empresas europeas han luchado contra un crecimiento económico y balances débiles, dependientes de un sector bancario frágil. Cada año, las compañías emitían nuevo capital, mientras una crisis tras otra asolaba a empresas y mercados. Como respuesta, muchos inversores globales redujeron sus exposiciones a Europa; a menudo, sin mirar atrás.

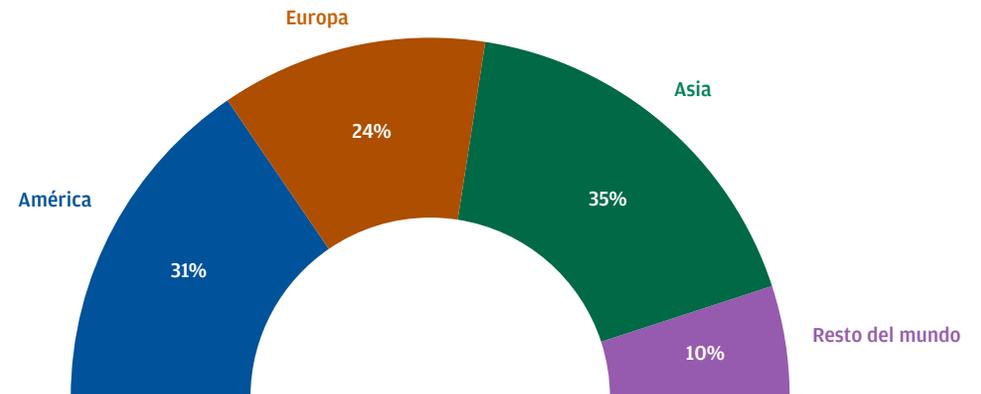
Sin embargo, en los últimos trimestres, los inversores han empezado a apreciar los cambios favorables a los accionistas. (En Japón se está produciendo un movimiento similar, como comentamos en otro artículo de estas Perspectivas globales).

Desde el punto de vista del inversor, las recompras de acciones señalan confianza empresarial y un alineamiento de los intereses del equipo directivo con los de los accionistas. Como las recompras reducen el número de acciones en el mercado, crean un equilibrio de oferta y demanda más favorable para los inversores.

Por último, esperamos que los inversores reconozcan que las compañías europeas líderes, los llamados “campeones nacionales” de la región, se dirigen a una base de consumidores auténticamente global. Tienden a beneficiarse de una economía global que ha soportado el entorno de tipos más altos mejor de lo que muchos esperábamos. Creemos que la economía europea seguirá resistiendo bien en el próximo año.

Una clientela global impulsa a los “campeones nacionales” de Europa

Exposición de facturación en 2023 de los campeones nacionales europeos por región



Fuentes: Publicaciones de las empresas, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Datos a 31 de diciembre de 2023:
 Nota: Campeones nacionales europeos se refiere a Safran, Scheider Electric, LVMH, Hermes, Ferrari, Novo Nordis y ASML.

La economía crece –y también los salarios reales

En todos los sectores y compañías, la mejora de los fundamentales económicos ofrece el potencial de mayor crecimiento económico y, a su vez, un aumento de la facturación y de los beneficios.

En el primer trimestre, el PIB de la Eurozona subió un 0,5% interanual, desde un crecimiento de prácticamente cero en la segunda mitad de 2023. El índice PMI compuesto para la Zona Euro subió a 50,3 en marzo, la primera vez que esta encuesta se ha situado en terreno expansionista desde mayo de 2023.¹² Esperamos una aceleración del crecimiento de la Eurozona hacia el 1% a finales de 2024.

Es más, el crecimiento real de los salarios de casi un 2% reforzará la economía y los beneficios empresariales. Esta cifra debe compararse con el -6% de hace un año, y casi duplica la media anterior a la pandemia. Los consumidores tienen dinero para gastar.

Por último, señalamos que el efecto negativo derivado del endurecimiento de las condiciones financieras y crediticias se está desvaneciendo. En la última encuesta de financiación del BCE, el número neto de bancos que han comunicado un endurecimiento de los estándares de concesión de préstamos cayó a cero por primera vez en cuatro años.

Somos conscientes de los riesgos para nuestras perspectivas. La competencia de los fabricantes chinos supone una amenaza significativa para las empresas europeas. Por ejemplo, el fabricante de automóviles chino BYD podría convertirse en un duro rival para los fabricantes de automóviles alemanes.

También hay riesgos geopolíticos. La invasión de Ucrania por parte de Rusia y la posterior crisis energética acentuaron los riesgos derivados de la dependencia europea de las importaciones de energía. El actual conflicto en el Mar Rojo ha provocado tensiones en las rutas marítimas, lo que ha aumentado los costes de las materias primas energéticas.



Un crecimiento salarial real de casi el 2% reforzará la economía y los beneficios empresariales.

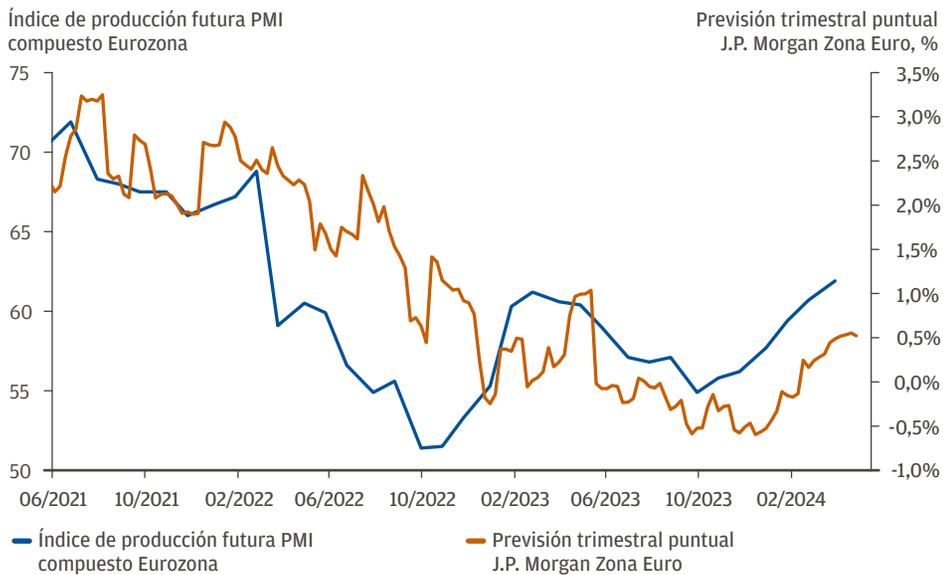
La subida debe compararse con el -6% de hace 1 año, y casi duplica la media anterior a la pandemia.



¹² S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Datos a abril de 2024.

Dado que Oriente Medio representa cerca de un tercio de la producción global de petróleo, una escalada de las tensiones en la región podría resultar desestabilizadora. En particular, la interrupción del transporte de petróleo en el estrecho de Ormuz podría empujar al alza los precios del petróleo y la inflación en general. Persiste la preocupación sobre la capacidad de la región de diversificar el suministro energético lejos del petróleo extranjero, especialmente ante las dificultades de los fabricantes de automóviles europeos a la hora de vender vehículos eléctricos a precios competitivos.

Perspectiva de mejora de fundamentales del crecimiento en Europa



Fuentes: J.P. Morgan, S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Datos a abril de 2024. Nota: la previsión trimestral puntual (*quarterly nowcast*) de J.P. Morgan analiza todos los datos macroeconómicos de un país para medir un crecimiento trimestral anualizado del PIB.

Ampliación del repunte de la renta variable

Durante bastante tiempo, los inversores se han beneficiado de una sobreponderación en renta variable estadounidense. Creemos que este enfoque sigue teniendo sentido a largo plazo. No obstante, especialmente a medida que el repunte de la renta variable se amplía a nuevas regiones, la mejora de los fundamentales económicos y la gestión empresarial favorable al accionista en la Eurozona ofrecen el potencial de lograr rentabilidades atractivas en 2024 y más allá. Los inversores deberían tomar nota.





América Latina

Fortaleza de la demanda, escasez de la oferta: Extraer beneficios de materias primas fundamentales

Los propietarios de vehículos eléctricos conocen bien la sensación de escasez —esa búsqueda angustiada de una estación de carga cuando queda poco tiempo. También puede que sepan que el litio, un elemento esencial en la fabricación de baterías de vehículos eléctricos, es bastante escaso.

Esto es lo que se conoce menos: una amplia gama de materias primas esenciales para las transiciones energética y digital (incluido el auge de la inteligencia artificial) y para la seguridad en general (seguridad nacional, ciberseguridad, seguridad energética) se concentra en un puñado de países de América Latina.

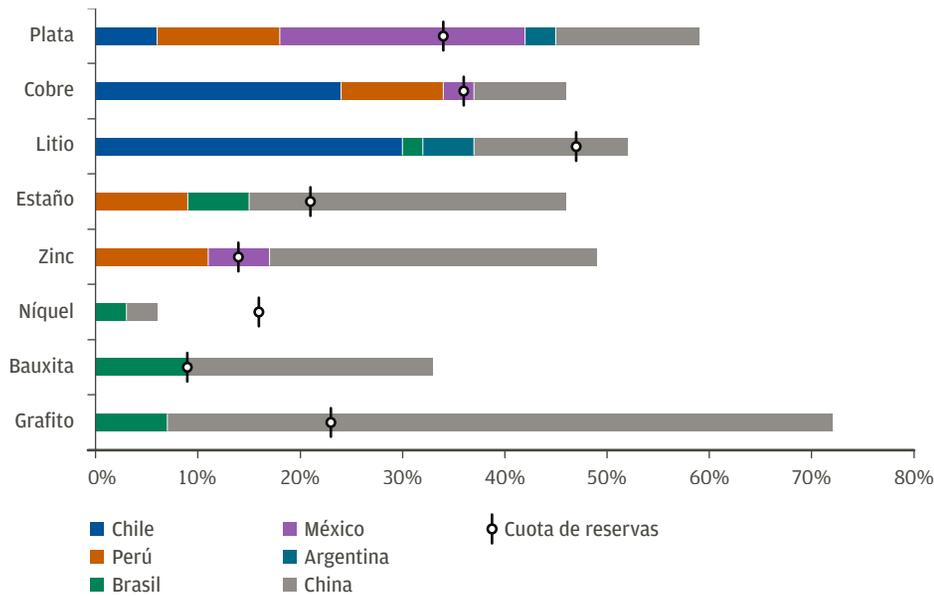
Chile y Perú producen el 40% de la oferta global de cobre, mientras que Chile y Argentina suministran el 32% del litio de todo el mundo. Ciertas materias primas esenciales (concretamente, el cobre, el litio, el cobalto y el níquel) tienen una demanda fuerte y creciente, y una oferta relativamente escasa.

Las implicaciones para la inversión del papel dominante de América Latina son de amplio alcance. El conjunto de oportunidades incluye la inversión extranjera directa en la región, y la participación en gigantes mundiales de la minería y en aquellas compañías cotizadas que se benefician de la actividad económica en la región.

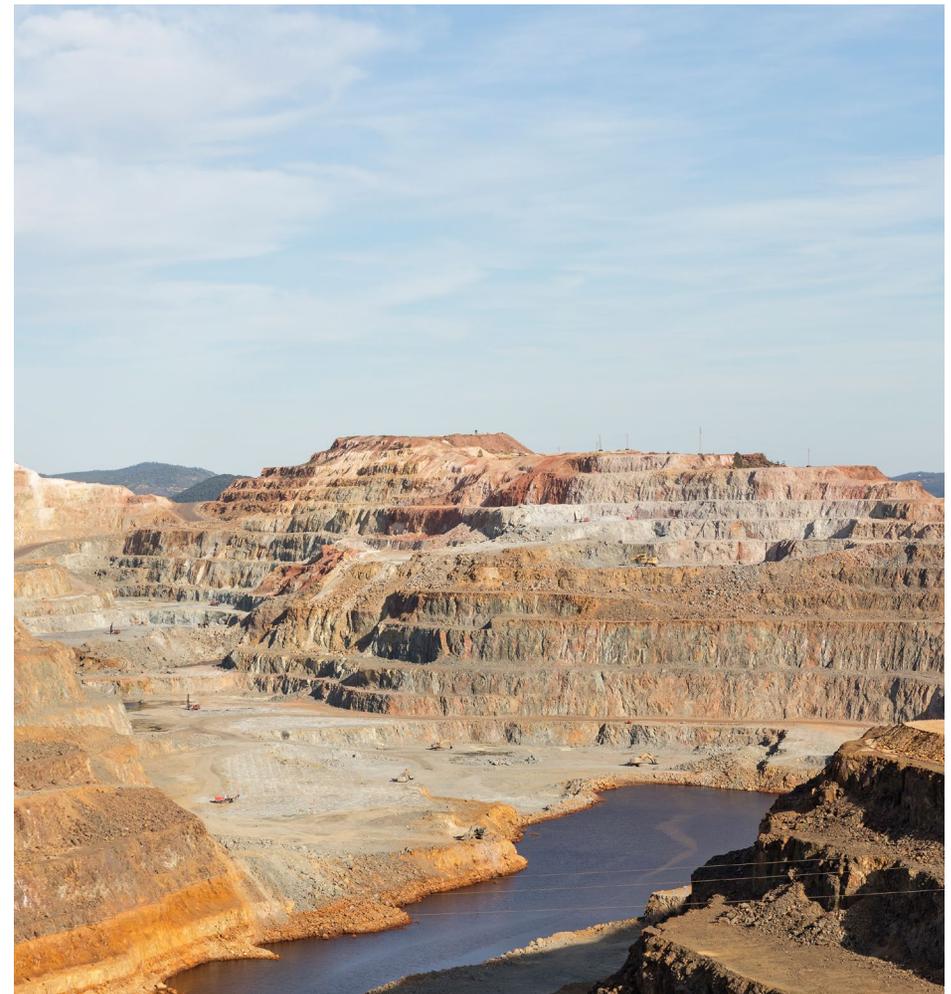
América Latina lleva mucho tiempo aprovechando sus recursos naturales, y la minería representa la mayor parte de las balanzas comerciales de los principales países. Creemos que la oportunidad secular que ofrecen las transiciones digital y energética aumenta el potencial de un crecimiento adicional de las exportaciones.

Unos pocos países controlan una proporción sustancial de reservas de minerales fundamentales

Cuota de América Latina de la producción y reservas de ciertos minerales, %



Fuentes: Mineral Commodity Summaries, U.S. Department of the Interior, U.S. Geological Survey.
Nota: Las cifras son estimaciones. Datos a 31 de diciembre de 2022.



Repunte de la demanda

El cobre y el litio podrían ser las dos materias primas más importantes para estas transiciones. El cobre desempeña un papel clave en los sistemas de energía solar, hidroeléctrica y eólica. Para la inteligencia artificial, resulta absolutamente esencial: Según un informe reciente de J.P. Morgan Investment Bank, un centro de datos de inteligencia artificial requiere tres veces más electricidad que un centro de datos tradicional, y de este modo necesita mucho más cobre. También parece que va a acelerarse la demanda de litio, en vista de su función esencial en las baterías de los vehículos eléctricos y sistemas de almacenamiento de energía (el vehículo eléctrico medio contiene 8,9 kilogramos -una cantidad significativa- de esta materia prima).¹³

Se mire por donde se mire, la demanda de materias primas esenciales se está acelerando a pasos agigantados, y este ritmo sólo puede incrementarse con las transiciones digital y climática. La Agencia Internacional de Energía (AIE) proyecta que el consumo de electricidad de centros de datos, inteligencia artificial y criptomonedas podría duplicarse antes de 2026. Según las estimaciones de J.P. Morgan Investment Bank, esta tasa de crecimiento podría requerir un 3% adicional de cobre —en otras palabras, un incremento del 3% además de lo que ya descuenta la expectativa de demanda actual.

La AIE también calcula que, en un escenario de emisiones netas cero, se espera que la demanda de litio alcance 717 kilotoneladas (kt) en 2030 frente a una oferta de apenas 485kt.

Parece que los precios van a subir. BloombergNEF (herramienta que ofrece información de los mercados de energía estima que los precios del cobre podrían experimentar un repunte del 20% para 2027. Fortune Business Insights estima que el mercado global de litio, valorado en 22.200 millones de dólares en 2023, crecerá hasta llegar a 26.900 millones de dólares en 2024 y 134.000 millones de dólares en 2032.

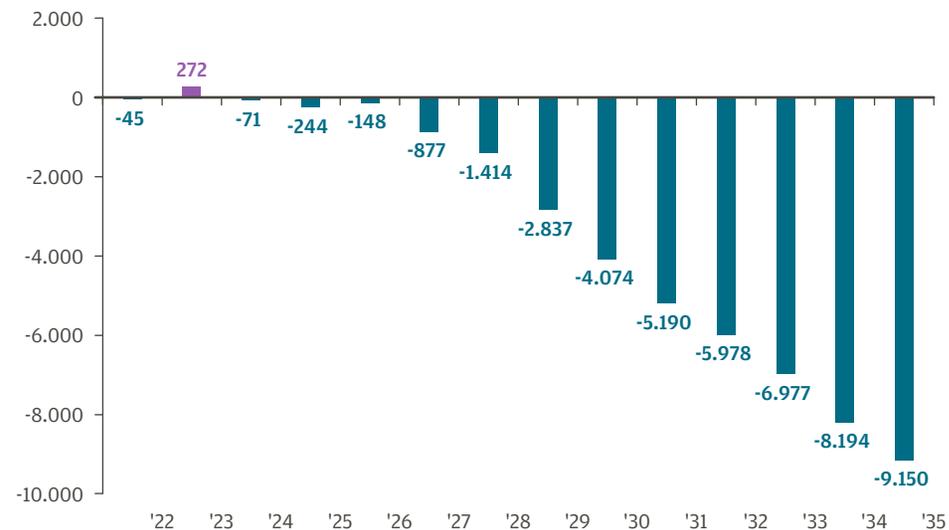
Una oferta cada vez más ajustada

El fuerte aumento de la demanda agravará la escasez de minerales prevista para la próxima década.

Por distintos motivos (incluida la falta de infraestructuras, la mayor demanda de productos refinados de mayor calidad y la oposición política a nuevos proyectos), la producción global de varios minerales clave ha crecido a un ritmo relativamente lento.

La creciente demanda de cobre se enfrenta a la limitación de la oferta

Estimación de déficit global en la oferta de cobre, kt



Fuentes: J.P. Morgan, CRU, Wood Mackenzie, BGRIMM, Banco Mundial, OCDE, Bloomberg New Energy Finance, directrices publicadas por fabricantes de automóviles, agencias gubernamentales, IA. Análisis de 20 de abril de 2024.

13 AIE. Datos de marzo de 2024.

La seguridad, en el punto de mira

La brecha entre la oferta y la demanda de materias primas esenciales agrava las inquietudes en materia de seguridad tanto de los responsables de las políticas públicas como de los ejecutivos de las empresas. Por ejemplo, de los 50 minerales identificados como esenciales por la encuesta geológica del Departamento de Interior de Estados Unidos, el país depende al 100% de las importaciones respecto de 12 de ellos; de los siguientes 29, depende al 50%. En 2023, Estados Unidos obtenía la mayoría de estos minerales de China.

En la actualidad, asegurar el suministro de litio es una de las principales preocupaciones de las compañías tecnológicas y fabricantes de vehículos en Asia, Europa y Estados Unidos. Una de las consecuencias de ello es la celebración de alianzas estratégicas y *joint ventures* entre fabricantes (consumidores de minerales) y compañías de minería para asegurar a estos fabricantes una base de proveedores fiable y diversificada.

Al contrario que Rusia (otra de las principales fuentes de materias primas para las transiciones energética y digital), América Latina se considera territorio “amigo” para los compradores occidentales.

Además, los incentivos dispuestos en la *Ley de Reducción de la Inflación* (IRA) estadounidense, fomentan la obtención de materiales esenciales y/o el ensamblaje de los componentes en Norteamérica (que incluye a México) o socios de libre comercio. Según la Asociación de la Industria de Automoción mexicana, el número de vehículos eléctricos fabricados en México exportados a Estados Unidos cada año casi se ha duplicado entre 2021 y 2023, a medida que los fabricantes de automóviles aprovechan los créditos fiscales parciales otorgados por la IRA cuando éstos se venden en Estados Unidos.

Implicaciones para la inversión

El sector de minería global presenta tal vez la forma más directa de acceder a las materias primas esenciales para las transiciones energética, digital y de seguridad. Creemos que los participantes del mercado podrían estar subestimando la sostenibilidad de los beneficios de los flujos de efectivo de las compañías mineras.

Como sector cíclico, la minería podría beneficiarse de una recuperación de la manufactura global, así como de la estabilización de la economía china. Desde la perspectiva de la manufactura, algunas compañías mineras han avanzado en la reducción de sus emisiones de carbono y en la gestión de los riesgos de escasez de agua en los países latinoamericanos.

Para los inversores globales, los mercados de renta variable de América Latina ofrecen en la actualidad beneficios sólidos y valoraciones atractivas, en relación tanto con sus equivalentes globales como con sus propios históricos. La renta variable latinoamericana cotiza a un PER a 12 meses basado en expectativas de 9 veces, frente a la media de 12 veces de los últimos 10 años. En la actualidad, América Latina es la región donde la renta variable está más barata.¹⁴

La renta variable latinoamericana también podría beneficiarse del impulso derivado de la caída de los tipos de interés. Los bancos centrales de América Latina ya han bajado los tipos de referencia casi 200 puntos básicos de media, lo que deja un margen adicional de 300 puntos básicos de potenciales bajadas en 2024 y 2025.

Además, el aumento de las exportaciones podría impulsar el crecimiento económico en la región y ayudar a mejorar los beneficios de las compañías latinoamericanas.

Los inversores podrían elegir centrarse específicamente en el sector global de minería, o más en general en los mercados de capitales. En cualquiera de estos enfoques, pueden encontrar una amplia gama de oportunidades para beneficiarse del papel de América Latina en el suministro de materias primas esenciales para las transiciones digital y energética.

Asia

Renta variable japonesa:
esta vez es diferente

Muchos inversores pensaban que este día no llegaría nunca. Sin embargo, tras décadas de malestar económico, Japón por fin está saliendo de su espiral deflacionista, con un incremento de la inflación y del crecimiento económico nominal. Al mismo tiempo, las reformas corporativas están forzando un cambio fundamental en cómo tratan las compañías a sus accionistas. Gracias a las nuevas regulaciones, las compañías están obligadas a centrarse en mejorar la eficiencia y la rentabilidad, y parece que están devolviendo más valor a sus accionistas que nunca.

El trasfondo macroeconómico es atractivo. Mientras que China sigue enfrentándose a dificultades y el contexto geopolítico general parece cada vez más tenso, Japón destaca como una isla de relativa estabilidad. Dentro de Asia, está entre las economías menos dependientes de la demanda china; sus condiciones económicas están mejorando y su política económica es favorable.

Los cambios estructurales en el gobierno corporativo, combinados con unas perspectivas macroeconómicas positivas, están convirtiendo la renta variable japonesa en una de las oportunidades de inversión más interesantes a nivel global.



Los inversores han tomado nota. En 2023, el índice Nikkei subió un 30% en moneda local, batiendo al S&P 500 y superando por fin el máximo logrado en plena burbuja japonesa en 1989. Incluso si se descuenta la depreciación de la divisa, la renta variable japonesa logró una rentabilidad del 22% en dólares estadounidenses.¹⁵

No obstante, en términos relativos, los inversores globales mantienen muy poca renta variable japonesa. Las estimaciones están cerca del 4% de las carteras de renta variable globales, y los inversores globales mantienen infraponderación en Japón en relación con su peso en índices de referencia de renta variable global como el MSCI World Index. Creemos que esta infraponderación podría cerrarse a corto plazo.

A continuación presentamos tres motivos fundamentales por los cuales los inversores podrían considerar la posibilidad de aumentar su distribución en renta variable japonesa.

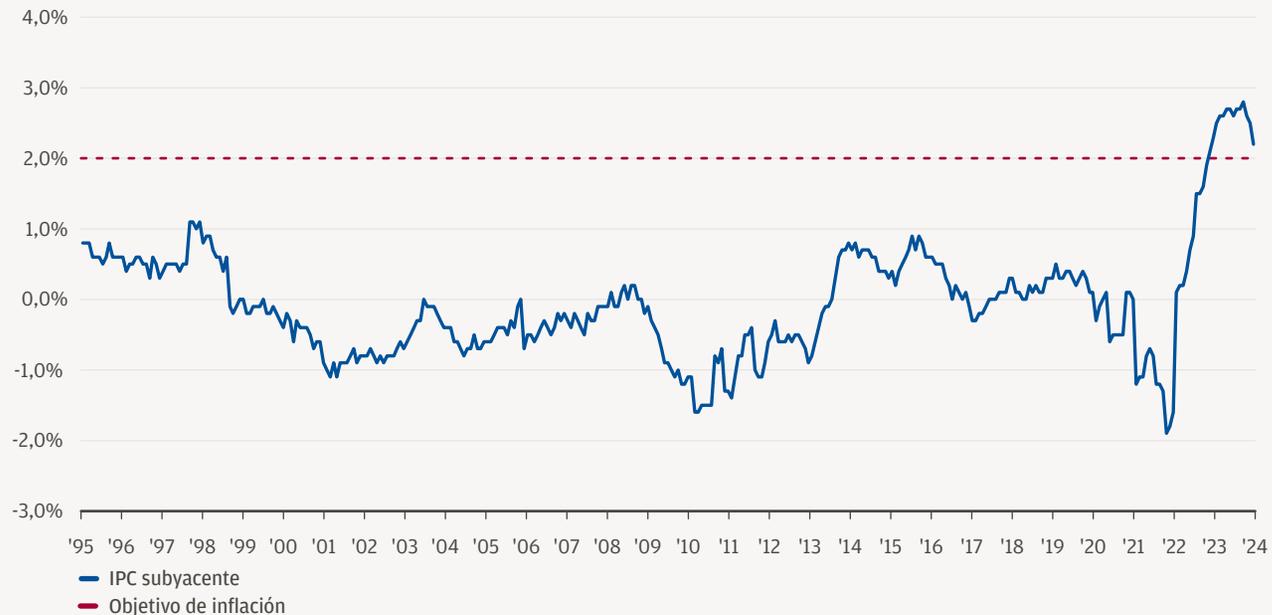
Bienvenida a la inflación

Japón está a punto de vencer lo que parecía una arraigada espiral deflacionista. No es un logro menor: la deflación puede tener un efecto muy perjudicial en la economía. Como las empresas y los consumidores esperan una caída de los precios, postponen el gasto, lo que provoca un debilitamiento adicional de la actividad económica. Éste ha sido el sino de Japón durante dos décadas.

Entonces se produjo un despegue de los precios, provocado por la escasez relacionada con la pandemia, y la actividad se reinició ante la reapertura de la economía. En Japón, la inflación es un soplo de aire fresco, una bienvenida señal de que la economía por fin se está normalizando.

La inflación en Japón es una señal de que la economía por fin se está normalizando

IPC subyacente de Japón, interanual, %



Fuentes: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones, Haver Analytics. Datos de abril de 2024.

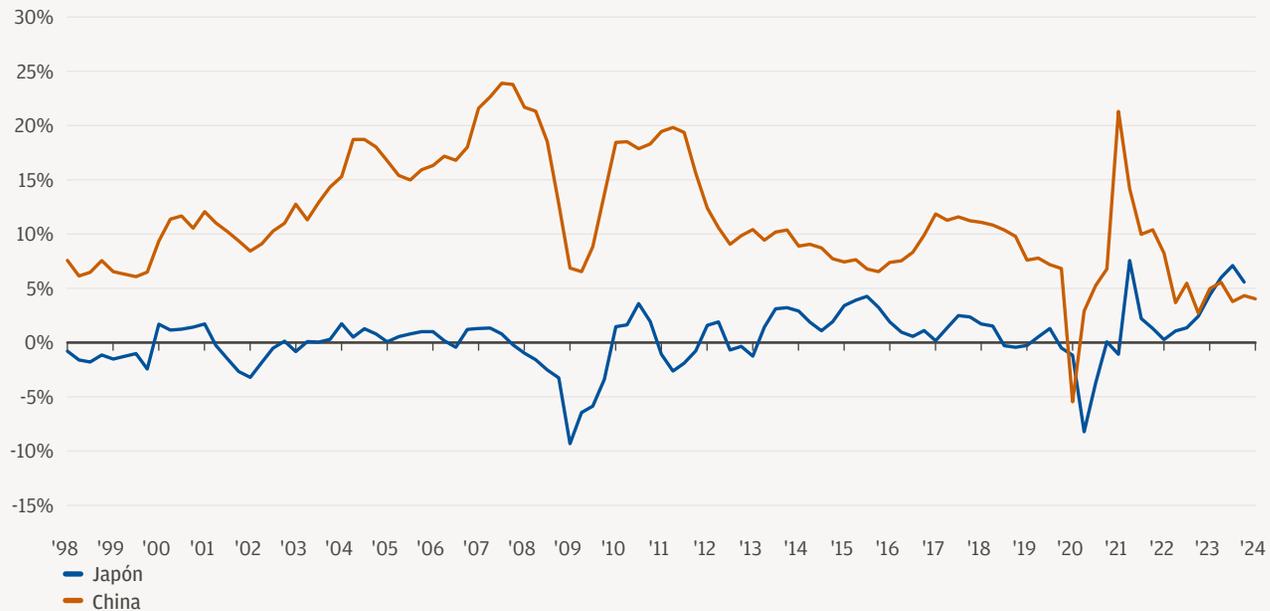
La normalización económica está impulsando un círculo virtuoso de subida de beneficios, salarios, precios del sector inmobiliario y, lo que es muy importante, confianza de los consumidores y del mercado. A medida que las subidas de los precios alimentan la fortaleza de la facturación, que a su vez da lugar a una subida de los salarios, este círculo virtuoso podría hacer revertir décadas de estancamiento.

Un ejemplo de este cambio estructural es que el crecimiento nominal de Japón ha superado al de China por primera vez en más de 30 años.

De aquí en adelante, a medida que se normalice la economía de Japón y China entre en un periodo de crecimiento estructural e inflación más débil, el diferencial de crecimiento entre ambos gigantes asiáticos podría reducirse.

Por primera vez en más de 30 años, el crecimiento nominal de Japón supera al de China

Crecimiento del PIB nominal, interanual, %



Fuente: Gobierno de Japón, Oficina Nacional de Estadística de China, Haver Analytics. Datos hasta el primer trimestre de 2024.

Una nueva era de gobierno corporativo

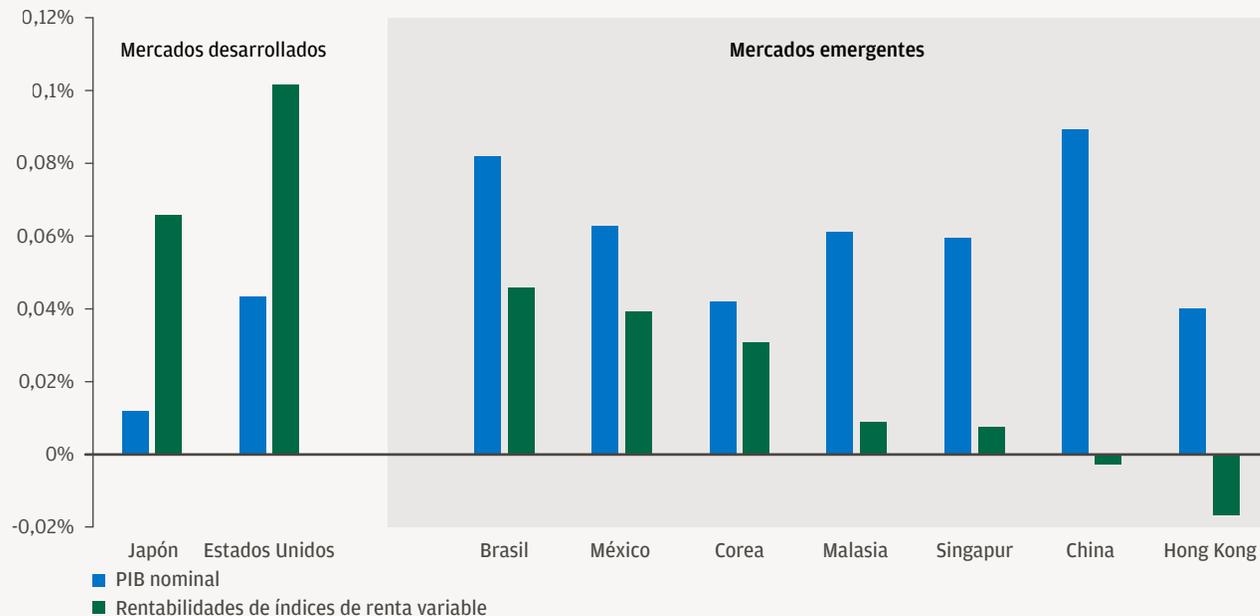
En los mercados de capitales de Japón se está produciendo un cambio importante. Las reformas aplicadas en la Bolsa de Tokio han llevado a las empresas japonesas a cambiar la relación básica entre las compañías y sus accionistas. El objetivo es mejorar el gobierno corporativo y, en última instancia, la rentabilidad del accionista.

Al igual que el paso de la deflación a la reactivación económica puede tener un efecto profundo en la economía, las reformas dirigidas a mejorar el gobierno corporativo pueden tener un profundo impacto en la rentabilidad del accionista.

Considere la relación entre el crecimiento económico y los beneficios empresariales. En muchas economías con sistemas de gobierno corporativo débiles, los beneficios van por detrás del crecimiento económico, a menudo a una distancia considerable. Las compañías pueden diluir el valor del accionista emitiendo más acciones, incrementando el gasto inútil o de otro modo tomando decisiones empresariales que deterioran los beneficios del accionista. De este modo, en muchos mercados emergentes las rentabilidades del accionista son inferiores a las de sus equivalentes de los mercados desarrollados, a pesar de disfrutar de muchos años de un crecimiento económico significativo.

Los inversores en renta variable necesitan considerar la relación entre el crecimiento económico y beneficios empresariales

Crecimiento anualizado del PIB nominal vs. Rentabilidades de índices de renta variable local, divisa local, %, 2009-2023



Fuentes: Fuentes nacionales, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Datos a cuarto trimestre de 2023.

Las empresas estadounidenses son un buen ejemplo de lo anterior. En la última década, la economía estadounidense ha crecido más lentamente que muchas otras economías importantes. Aun así, los beneficios empresariales (y, por tanto, las rentabilidades) han superado al crecimiento económico por un amplio margen. Un motivo clave de ello (aunque, por supuesto, existen notables excepciones) es que las compañías estadounidenses pretenden crear valor económico y devolver ese valor a los accionistas. El gobierno corporativo explica por qué las rentabilidades del accionista de las compañías estadounidenses han superado ampliamente las rentabilidades de compañías en economías con un crecimiento más rápido.

En el momento actual, las compañías japonesas se están acercando al modelo estadounidense. Las reformas implementadas por la Bolsa de Tokio están cambiando la cultura de gobierno corporativo, obligando a las compañías japonesas a centrarse más en la rentabilidad. El resultado es más beneficios para las compañías japonesas, que ya han superado a la economía subyacente, y se espera que mejoren aún más, liderando a las economías desarrolladas, con un 11%-13% este año, lo que apunta a un posible recorrido alcista significativo de los precios de la renta variable japonesa.

Cadenas de suministro y geopolítica

Japón ostenta una posición única en Asia. Es:

- **Una de las economías menos dependientes de la demanda china**
- **Un participante importante en la cadena de suministro de los semiconductores**
- **Un beneficiario de la búsqueda de cadenas de suministro resistentes por parte de compañías extranjeras**

Según el ministro de Finanzas japonés, entre 2021 y 2023 Japón presupuestó 4 billones de yenes en inversiones en el sector digital y de semiconductores, una cuota del PIB más alta que los esfuerzos de Estados Unidos por crear su propia oferta interna de semiconductores.

El fabricante de semiconductores TSMC es un buen ejemplo de esta historia. Cuando la compañía decidió diversificar su fabricación fuera de Taiwán, anunció planes de construir una planta en Estados Unidos.

Mientras que este proyecto ha sufrido muchos retrasos, TSMC ha concluido una nueva instalación en Japón, que ya está plenamente operativa. Este éxito le ha llevado a hacer públicos sus planes para una mayor expansión en Japón.

En el frente geopolítico, Japón parece estar bien posicionado para capear las tormentas que se avecinan. En vista del riesgo de un aumento de las tensiones comerciales con un nuevo gobierno estadounidense, y el papel de Japón como aliado estadounidense y su rol esencial en la cadena de suministro global, creemos que este país podría trazar un camino económico claro. Señalamos, no obstante, que Japón depende de las importaciones para la inmensa mayoría de su energía, lo que podría suponer un desafío en caso de repunte de los precios del petróleo.

Conclusión

A pesar de la reciente subida de la renta variable japonesa, creemos que las transformaciones que se están produciendo en la economía y en los mercados japoneses pueden seguir creando oportunidades para los inversores. En nuestra opinión, los precios de la renta variable aún no reflejan plenamente todas las posibilidades de este mercado. Aunque la renta variable japonesa ha estado cotizando en el rango medio de sus valoraciones de los últimos 15 años, el posicionamiento global en renta variable japonesa sigue siendo de infrponderación. Creemos que los múltiplos podrían subir, a medida que los inversores globales pasen a apreciar los cambios estructurales que se están produciendo.

En el pasado, las previsiones optimistas sobre Japón han fallado. Somos conscientes del riesgo de que el círculo virtuoso económico de Japón se estanque antes de acabar de despegar. No obstante, tras décadas de malestar económico y unos mercados ampliamente ignorados por los inversores globales, creemos que las perspectivas son buenas. Ahora es el momento de volver a considerar los argumentos a favor de invertir en Japón.

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.

PATROCINADORES EJECUTIVOS

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy and Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

GRUPO DE ESTRATEGIA DE INVERSIÓN GLOBAL

Elyse Ausenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Kristin Kallergis Rowland

Global Head of Alternative Investments

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

No puede darse ninguna garantía de que todos o cualquiera de los miembros del equipo vayan a seguir trabajando en la organización, ni de que las rentabilidades pasadas o el éxito de dichos profesionales sirvan como indicador de su éxito en el futuro.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Todos los datos económicos y de mercado están referenciados a mayo de 2024 y se han obtenido de Bloomberg Finance L.P. y FactSet, salvo que se disponga otra cosa.

La información presentada no pretende realizar juicios de valor sobre el resultado de ninguna decisión gubernamental o elección política.

Todas las compañías mencionadas se muestran únicamente a efectos ilustrativos, y su mención no constituye una recomendación o apoyo por parte de J.P. Morgan en este contexto.

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.

No es posible invertir directamente en un índice.

DEFINICIONES DE ÍNDICES

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).

El **índice Bloomberg US Municipal Index** cubre el mercado de bonos a largo plazo denominados en dólares y exentos de fiscalidad. El índice cubre cuatro sectores principales: bonos de obligación general estatales y locales, bonos de ingresos, bonos asegurados y bonos con reembolso anticipado.

Los **índices Citi Economic Surprise Indices** miden sorpresas en los datos en relación con las expectativas de mercado. Una lectura positiva significa que los datos publicados han sido mejores de lo esperado, y una lectura negativa significa que los datos publicados son peores de lo esperado.

El **Índice de Precios al Consumo (IPC)** es una medida de la variación media en el tiempo de los precios que pagan los consumidores urbanos por una cesta de mercado de bienes y servicios de consumo.

La medida **PCE** subyacente (en inglés, *Core Personal Consumption Expenditure*) es una medida de los precios que pagan las personas que viven en Estados Unidos, o quienes compran por cuenta de éstos, por los bienes y servicios. Para facilitar la medición de la inflación subyacente, quedan fuera de esta medida los alimentos y la energía, debido a los vaivenes que suelen sufrir los precios de estos bienes.

El **Índice del Coste Laboral** (en inglés *Employment Cost Index* (ECI)) mide la variación en el tiempo del coste por hora de la mano de obra para el empleador. El ECI utiliza una “cesta” fija de mano

de obra para generar una variación pura del coste, sin tener en cuenta los efectos derivados del movimiento de trabajadores entre ocupaciones y sectores, y que incluye tanto el coste de sueldos y salarios como el coste de las prestaciones.

El **índice MSCI Brazil Index** ha sido diseñado para medir el comportamiento de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado brasileño.

Los **índices MSCI Developed Markets Small Cap Indices** ofrecen una representación exhaustiva de este segmento, incluyendo compañías incluidas en el índice de mercado susceptible de inversión, pero que no se incluyen en el índice estándar de un mercado desarrollado concreto. Los índices incluyen índices *value* y *growth* e índices sectoriales, basados en el Estándar Global de Clasificación Industrial (por sus siglas en inglés, GICS®).

El **índice MSCI EM Latin America Index** es un índice de renta variable ponderado por el capital flotante. Fue desarrollado con un valor base de 100 a 31 de diciembre de 1987.

El **índice MSCI Germany Index** es un índice de renta variable ponderado por el capital flotante. Fue desarrollado con un valor base de 100 a 31 de diciembre de 1998.

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 los índices de 23 mercados desarrollados.

El **índice Nikkei 225** comprende 225 acciones seleccionadas de entre las acciones comunes nacionales de la primera sección de la Bolsa de Tokio, con exclusión de ETFs, REITs, valores preferentes, tracking stocks (con dividendo subsidiario), etc., distintas de acciones comunes.

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.

RIESGOS FUNDAMENTALES

El precio de los valores de renta variable puede subir o bajar debido a cambios en el mercado en general o en la situación financiera de la compañía, a veces de forma muy rápida e imprevisible. Los valores de renta variable están sujetos a “riesgo bursátil”, que significa que los precios de las acciones podrían caer de forma generalizada en un periodo de tiempo muy corto o más prolongado.

La inversión en estrategias de inversión alternativa es especulativa, y a menudo conlleva un mayor grado de riesgo que las inversiones tradicionales, incluyendo menor liquidez y transparencia, entre otros factores, y únicamente deben considerarla inversores sofisticados, con capacidad financiera para aceptar la pérdida de la totalidad o parte de los activos dedicados a estas estrategias.

Las inversiones privadas están sujetas a riesgos especiales. Antes de invertir, las personas deben cumplir ciertos estándares de aptitud específicos. Esta información no constituye una oferta de venta ni una solicitud de una oferta de compra. Como recordatorio, los *hedge funds* (o los fondos de *hedge funds*), los fondos de *private equity* y los fondos inmobiliarios a menudo utilizan el apalancamiento y otras prácticas de inversión especulativa que podrían aumentar el riesgo de pérdida de inversión. Estas inversiones pueden ser altamente ilíquidas, y no se les exige suministrar a los inversores información periódica sobre precios o valoraciones, y podrían implicar estructuras fiscales complejas y retrasos en la distribución de información fiscal

importante. Estas inversiones no están sujetas a las mismas exigencias regulatorias que los fondos de inversión, y a menudo cobran comisiones altas. Además, podría existir una serie de conflictos de interés en el contexto de la gestión y/o explotación de dicho fondo. Si desea una información más completa, remítase al documento de oferta aplicable. Los valores se ponen a su disposición a través de J.P. Morgan Securities LLC, miembro de FINRA y de SIPC, y sus broker-dealers asociadas.

Las inversiones en materias primas podrían tener mayor volatilidad que las inversiones en valores tradicionales. El valor de las materias primas podría verse afectado por cambios en los movimientos de los mercados en general, la volatilidad de los índices de materias primas, los cambios en los tipos de interés o factores que afecten a un sector o materia prima en particular, tales como sequía, inundaciones, fenómenos meteorológicos, enfermedades del ganado, embargos, aranceles y sucesos de economía política y regulación internacional. La inversión en materias primas conlleva la oportunidad de lograr mayores rentabilidades, pero, al mismo tiempo implica la posibilidad de una mayor pérdida.

Los bonos están sujetos 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 preferentes comparten características de las acciones y de los bonos. En general, los valores preferentes son valores a largo plazo con protección en forma de call, que se sitúan entre la deuda y el capital en la estructura de capital. Los valores preferentes conllevan distintos riesgos y consideraciones, que incluyen: riesgo de concentración; riesgo de tipo de interés; calificaciones crediticias inferiores a las de los bonos individuales de la compañía; rendimientos más altos debido a estas características de riesgo; e implicaciones relacionadas con el call, es decir, que la compañía emisora podría amortizar el valor a un precio determinado después de una fecha determinada.

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.

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.

Los derivados podrían conllevar un mayor riesgo que otras clases de inversiones, porque podrían ser más sensibles a las variaciones en las condiciones económicas o de mercado que otras clases de inversión, y podrían producir pérdidas que superen significativamente la inversión inicial. El uso de derivados podría fracasar y generar pérdidas de inversión, y el coste de dichas estrategias podría reducir las rentabilidades de inversión.

La compensación de pérdidas fiscales podría no ser apropiada para todo el mundo. Si no espera obtener plusvalías netas este año, tiene pérdidas netas de capital trasladables a ejercicios posteriores, le preocupa desviarse de su cartera de inversión modelo y/o está sujeto a tipos impositivos bajos o invierte a través de una cuenta con fiscalidad diferida, la compensación de pérdidas fiscales podría no ser adecuada para su cartera. Debe consultar estas cuestiones con sus asesores fiscales y de inversión.

Si accede a un sitio web de terceros, podría entrar en un sitio web no Seguro, que podría tener una política de privacidad y prácticas de seguridad distintas de las aplicadas en J.P. Morgan. J.P. Morgan no es responsable de ni controla, aprueba o garantiza ningún aspecto de ningún sitio web al cual haya incluido un enlace. J.P. Morgan no acepta ninguna pérdida directa o indirecta derivada del uso de dichos sitios web.

Todas las compañías mencionadas se muestran únicamente a efectos ilustrativos, y su mención no constituye una recomendación o apoyo por parte de J.P. Morgan en este contexto.

Este material se ofrece únicamente a efectos informativos, y podrá informarle de ciertos productos y servicios ofrecidos por los negocios de banca privada, que forman parte de J.P. Morgan Chase & Co. (“JPM”). Los productos y servicios descritos, así como las comisiones, cargos y tipos de interés asociados a los mismos, están sujetos a cambios de conformidad con los contratos aplicables a las distintas cuentas, y podrían diferir en distintas regiones geográficas. No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las ubicaciones. Si sufre usted una discapacidad y necesita apoyo adicional para acceder a este material, póngase en contacto con su equipo de J.P. Morgan o envíenos un correo electrónico a accessibility.support@J.P.Morgan.com para obtener ayuda.

Le rogamos que lea toda la 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 previsiones 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 previsiones 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.

Six Circles Funds son fondos de inversión inscritos en Estados Unidos gestionados por J.P. Morgan y que cuentan con el asesoramiento de terceros. Aunque se consideran estrategias gestionadas a escala interna, JPMC no cobra comisiones por gestionar los fondos o prestar otros servicios conexos.

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) e 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 Supervisora 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.

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados

J.P.Morgan PRIVATE BANK