

PERSPECTIVAS DE MITAD DE AÑO 2025

Navegando la incertidumbre

5 preguntas esenciales que ayudarán a los inversores a descubrir oportunidades en la incertidumbre





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

Los mercados fluctúan constantemente y los inversores deben hacer frente a esta incertidumbre. En efecto, al acercarnos al punto medio del año 2025, resulta sorprendente la magnitud y el alcance de la incertidumbre, incluso para aquellos de nosotros que hemos vivido muchos ciclos de mercado a lo largo de los años.

En nuestro número de Perspectivas de Mitad de Año tratamos de responder a cinco preguntas esenciales que pueden ayudarle a aprovechar las oportunidades. Se trata de un informe oportuno, y esperamos que le resulte útil.

A corto plazo, prevemos una desaceleración de la economía mundial. Los riesgos de recesión han aumentado claramente. En última instancia, sin embargo, creemos que la economía demostrará su capacidad de resistencia y absorberá unos aranceles más elevados, con el apoyo de programas fiscales que favorezcan el crecimiento. Por supuesto, nadie puede predecir con exactitud la trayectoria de las políticas estadounidenses, y eso será un factor determinante para los mercados de todo el mundo.

Ahora más que nunca, creemos que conviene considerar soluciones que puedan aumentar la resistencia de su cartera y, por tanto, colocarla en una buena posición para alcanzar sus objetivos patrimoniales, ahora que se ha ampliado considerablemente el abanico de resultados económicos y de mercado posibles. Nuestro objetivo último es construir carteras sólidas que no sólo se ajusten a nuestra visión fundamental, sino que además puedan soportar distintos escenarios de riesgo.

Independientemente de lo que nos deparen los mercados, confiamos los unos en los otros y en las relaciones que hemos forjado a lo largo del tiempo para ofrecerle lo mejor de nosotros mismos. Es un honor estar a su lado como socio financiero.

Gracias por seguir confiando en J.P. Morgan.

Atentamente,



David Frame
CEO, U.S. Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank

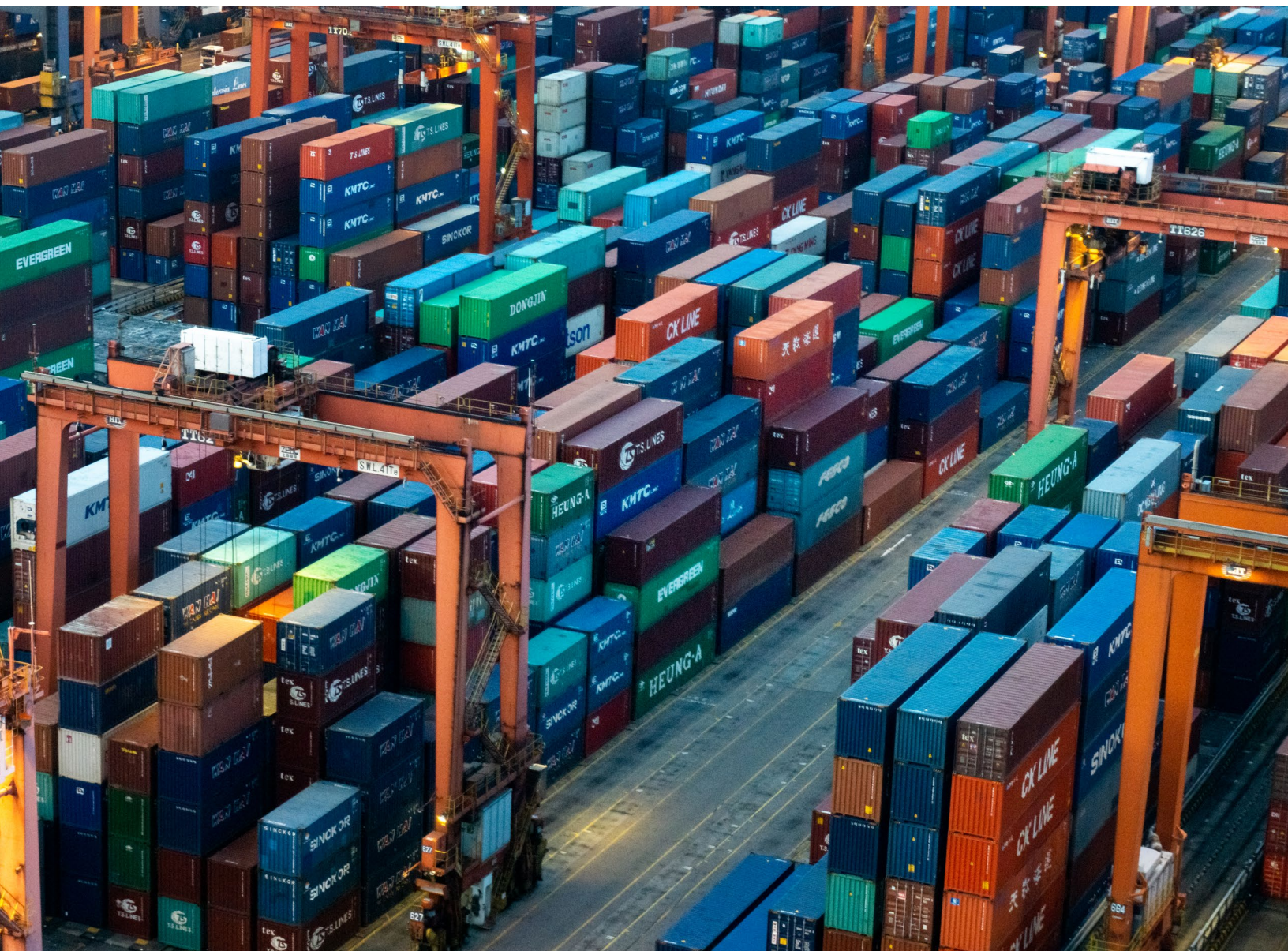
Conclusiones principales

- ◆ ¿Deben los inversores aplaudir o temer a Trump 2.0?
Creemos que los mercados de Estados Unidos, Europa y Japón alcanzarán nuevos máximos en los próximos meses.
- ◆ ¿Su cartera es resistente ante los riesgos crecientes?
La gestión de riesgos resulta fundamental en el momento actual, ante los riesgos para el crecimiento y para la inflación, más la persistencia de la incertidumbre política.
- ◆ ¿Estamos asistiendo al declive del dólar estadounidense?
El dólar sigue una tendencia bajista, pero creemos que seguirá siendo la divisa de reserva mundial.
- ◆ ¿Por qué ya nadie habla de la inteligencia artificial?
La carrera de la IA seguirá acelerándose, impulsada por la reducción de los costes y la mejora de los resultados.
- ◆ ¿Qué pasa con las operaciones corporativas?
El envejecimiento de los activos y el crecimiento de los fondos *evergreen* crearán oportunidades en los mercados privados.

Tabla de contenido

Introducción	6
1 ¿Deben los inversores aplaudir o temer a Trump 2.0?	9
2 ¿Su cartera es resistente ante los riesgos crecientes?	15
3 ¿Estamos asistiendo al declive del dólar estadounidense?	20
4 ¿Por qué ya nadie habla de la inteligencia artificial?	24
5 ¿Qué pasa con las operaciones corporativas?	28
Conclusión	32

Introducción



Los inversores están nerviosos, ¿y quién puede culparles? Los pilares que daban por sentados –una expansión económica duradera, la limitación de nuevas barreras al comercio mundial y la continuación del gasto en inteligencia artificial (IA)– de repente están en peligro. Las altas expectativas de principios de año han chocado con una realidad mucho más dura.

“Incertidumbre” es ahora la palabra más utilizada– para las empresas que se plantean inversiones de capital, para los hogares que reflexionan sobre su próxima gran compra, para los bancos centrales que fijan la política de tipos de interés y para los inversores que toman decisiones sobre la distribución de activos.

En nuestro artículo de Perspectivas de Mitad de Año pretendemos responder a cinco preguntas esenciales que le ayudarán a descubrir oportunidades en la incertidumbre y a mantenerse centrado en su plan patrimonial.

- 1. ¿Deben los inversores aplaudir o temer a Trump 2.0?
- 2. ¿Su cartera es resistente ante los riesgos crecientes?
- 3. ¿Estamos asistiendo al declive del dólar estadounidense?
- 4. ¿Por qué ya nadie habla de la inteligencia artificial?
- 5. ¿Qué pasa con las operaciones corporativas?

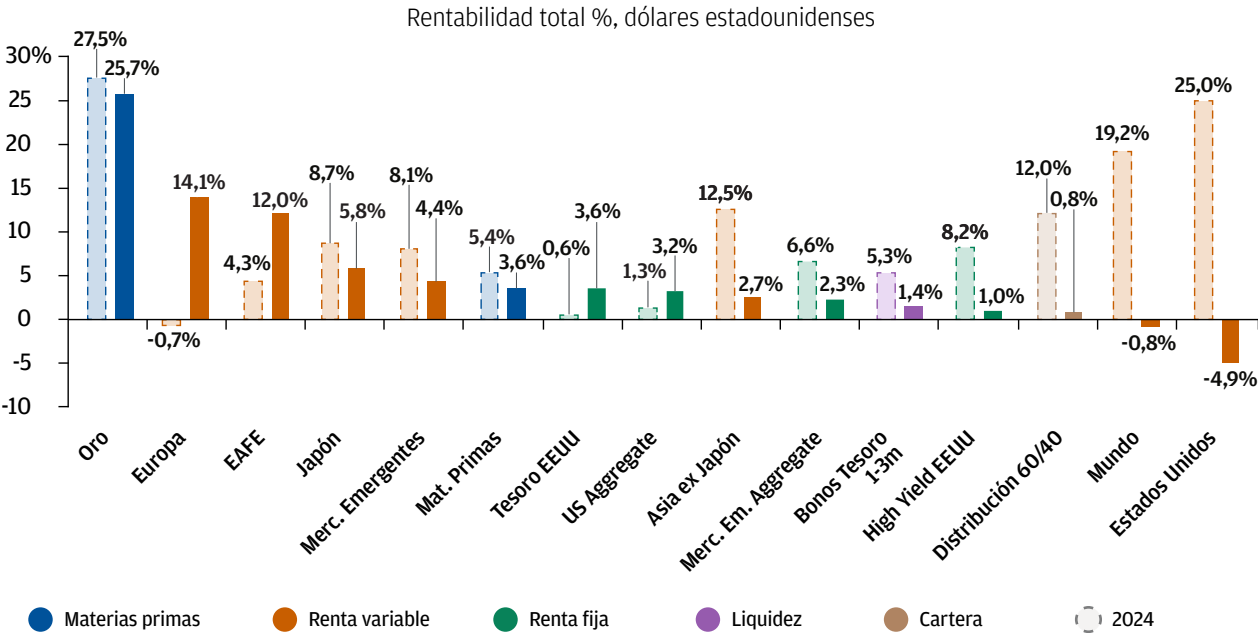
Hace seis meses los inversores no se hacían tantas preguntas. Muchos de ellos aplaudieron inicialmente al nuevo gobierno estadounidense, creyendo que favorecería el crecimiento y a los inversores. Sin embargo, esto ya no parece tan seguro.

La cronología de las políticas adoptadas ha sido una sorpresa. Las expectativas de consenso preveían que las políticas favorables al crecimiento dominarían la agenda del gobierno de Trump. En cambio, las políticas menos benignas para el mercado (subida de aranceles, reducción de la inmigración y austeridad a través de recortes del gasto público orquestados por el Departamento de Eficiencia Gubernamental [DOGE]) se están aplicando rápidamente. Los inversores se están fijando especialmente en la caótica estrategia arancelaria del gobierno y en la posibilidad de que estos gravámenes limiten el crecimiento y disparen la inflación.

Mientras tanto, el Congreso está considerando un proyecto de ley fiscal que podría añadir casi 6 billones de dólares al déficit presupuestario en los próximos 10 años. Los beneficios de la desregulación aún están por llegar. Los mercados de capitales siguen en gran medida inactivos: las OPV, tanto en valor como en volumen, siguen a un ritmo más lento que en 2024 y 2023.

En otras palabras, los beneficios aún no han llegado a los mercados, y las rentabilidades de los distintos activos parecen muy distintas a las del año pasado.

POR PRIMERA VEZ EN MUCHO TIEMPO, LOS MERCADOS NO ESTADOUNIDENSES SUPERAN A LA RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE



Fuente: FactSet. Datos a 30 de abril de 2025.
Nota: Los distintos sectores se representan mediante los siguientes índices: Mercados emergentes: MSCI EM Index; Europa: Stoxx Europe 600; Asia ex-Japón: MSCI Asia ex-Japan Index; EAFE: MSCI EAFE Index; Mundo: MSCI World Index; Oro: NYGOLD-FDS (\$/ozt); Estado Unidos: S&P 500 Index; Japón: MSCI Japan Index; High Yield estadounidense: Bloomberg U.S. High Yield–Corporate Index; U.S. Aggregate: Bloomberg Global U.S. Aggregate Bond Index; EM Aggregate: Bloomberg EM Aggregate Bond USD Index; Bonos Tesoro estadounidense: Bloomberg Global U.S. Treasury; y Materias primas: Bloomberg Commodity Index. La cartera 60/40 se representa con un 60% de MSCI World Index para la renta variable (rentabilidad total bruta), y un 40% de Bloomberg Global Aggregate Bond Index para la renta fija. La liquidez estadounidense se representa mediante el índice de Letras del Tesoro Bloomberg U.S. 1-3 Month Treasury Bills Index.



¿Hacia dónde nos dirigimos?

Por ahora, los fundamentales económicos parecen sólidos, aunque esperamos una desaceleración de la economía mundial a corto plazo debido a la política arancelaria. Por supuesto, los riesgos de recesión son mayores que a principios de año. En ese contexto, observamos que los bancos centrales, especialmente fuera de Estados Unidos, mantienen un sesgo expansivo y podrían bajar los tipos de forma más agresiva para contrarrestar los daños de una fuerte caída del comercio y el consumo globales. Dicho esto, parece que hemos superado el pico de incertidumbre arancelaria; la subida de los aranceles ralentizará el crecimiento, pero no lo detendrá.

Los inversores deben lidiar con la incertidumbre política, con unas valoraciones y una concentración aún elevadas en los mercados de renta variable estadounidenses y con la persistente volatilidad. Fundamentos estables hoy, gran incertidumbre sobre el mañana: la desconexión es inevitable.

Ante esta realidad, ¿se puede invertir dinero nuevo en los mercados de renta variable globales en el momento actual?

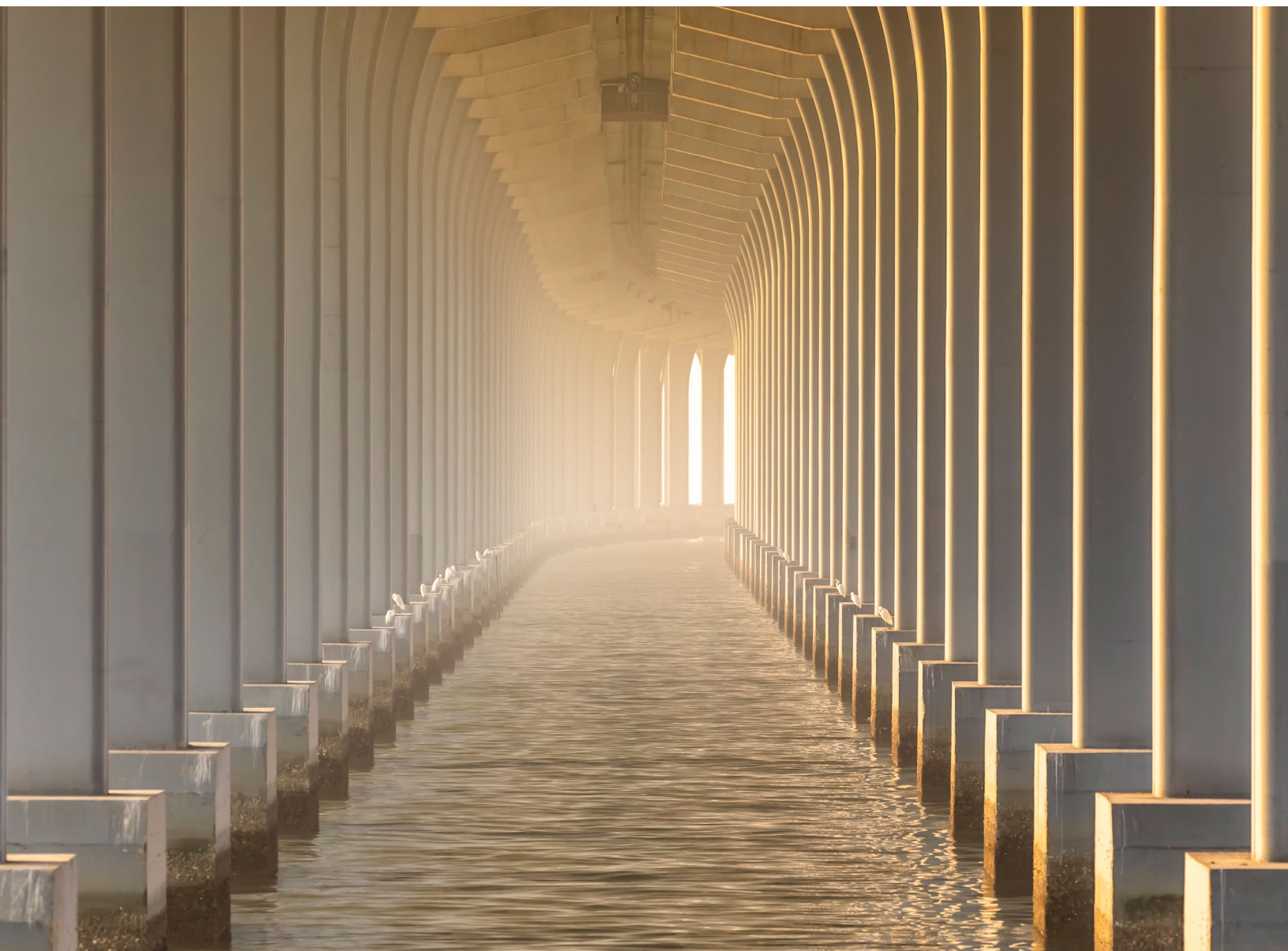
Es una pregunta difícil, pero creemos que la respuesta es que sí. Creemos probable que tanto los mercados de renta variable estadounidenses como los europeos y japoneses alcancen nuevos máximos en los próximos 12 meses. Puede que los inversores estén subestimando los beneficios del sector tecnológico y el impacto de la desregulación en los préstamos bancarios.

Si miramos más allá de la renta variable, hacia un escenario de inversión más amplio, creemos que los inversores deberían considerar estrategias que aprovechen la incertidumbre y aseguren que las carteras tienen capacidad de resistencia suficiente como para alcanzar sus objetivos patrimoniales ante la ampliación del abanico de resultados económicos y de mercado posibles, tanto positivos como negativos. Aunque la resistencia de las carteras suele centrarse en los posibles riesgos bajistas, también debemos reconocer el potencial de oportunidades alcistas.

Por último, dado el equilibrio de riesgos y la probabilidad de que el dólar estadounidense siga una tendencia a la baja, una cartera resistente y diversificada a escala global puede contribuir a darle la confianza que necesita para mantener su plan a largo plazo. Es hora de sentirse cómodo estando incómodo.

1

¿Deben los inversores aplaudir o temer a Trump 2.0?





Como ya hemos dicho —y como bien saben los inversores— el sufrimiento de Trump 2.0 llegó pronto a los mercados. En Estados Unidos, la incertidumbre política se ha disparado y la confianza de las empresas y los hogares se ha desplomado, en gran parte debido a los vaivenes de la política arancelaria. Mientras tanto, los beneficios esperados de Trump 2.0 en los mercados —incremento de las fusiones y adquisiciones y de la actividad en los mercados de capitales, nuevas rebajas del impuesto de sociedades y una profunda desregulación— no se han materializado hasta ahora.

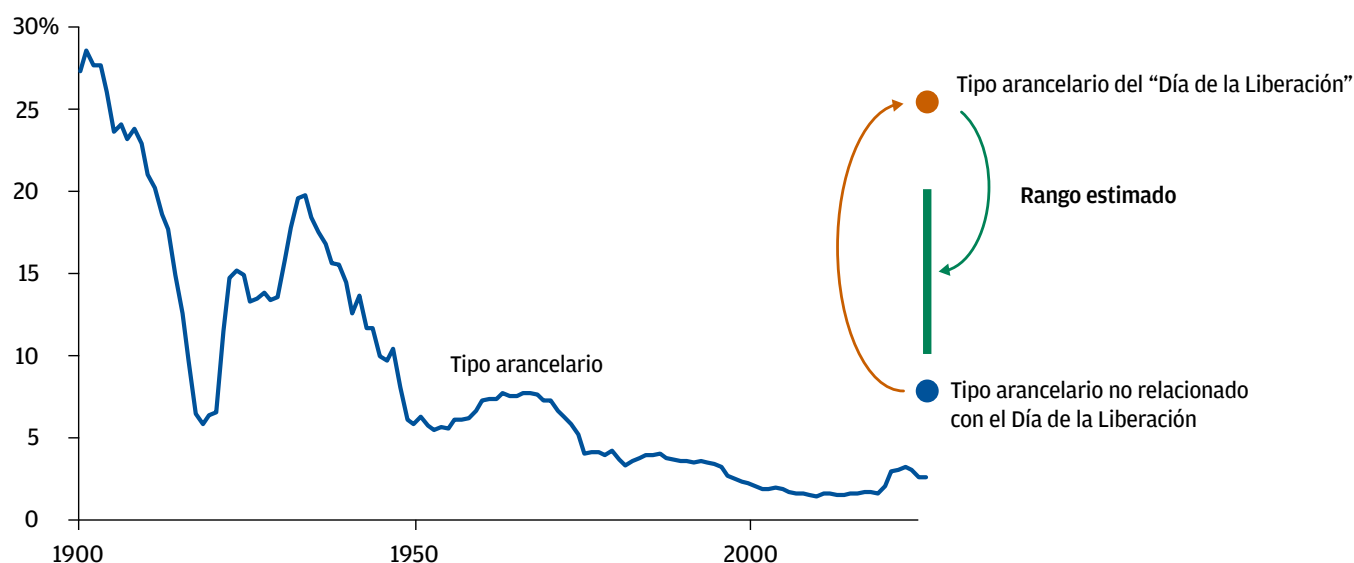
Nadie puede predecir la magnitud, el alcance o la duración definitivos de los futuros aranceles, ya sean de Estados Unidos o de sus socios comerciales. Pero las líneas generales apuntan claramente a una ruptura brusca y caótica de la tendencia favorable al libre comercio iniciada tras la Segunda Guerra Mundial. De todas las políticas de este gobierno, los aranceles provocan el mayor malestar entre los

inversores. Esto se debe a que, en igualdad de condiciones, unos aranceles más altos provocan una ralentización del crecimiento, un aumento de los precios y una caída de los beneficios empresariales.

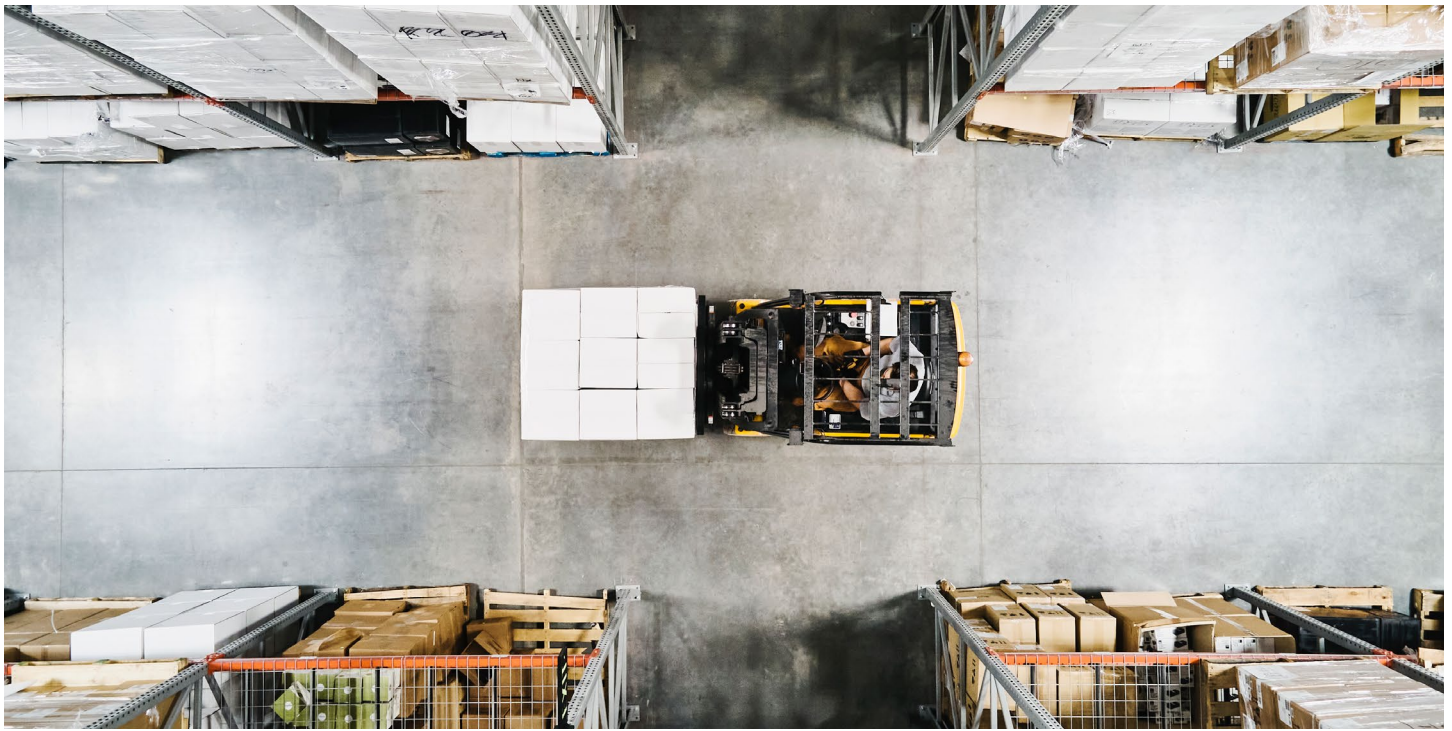
Nuestras últimas conclusiones sugieren que el tipo arancelario efectivo de Estados Unidos (una vez descontados los acuerdos, las exclusiones y los efectos de sustitución) se situará en torno al 15%. Serían los niveles más altos desde la era Smoot-Hawley de principios de los años treinta del siglo pasado. A pesar de los aranceles, creemos que la economía estadounidense puede lograr un crecimiento ligeramente positivo, con un aumento de los beneficios empresariales por acción cercano al 5% en los próximos 12 meses. Que los aranceles se mantengan en sus niveles iniciales del “Día de la Liberación” (la introducción de nuevos aranceles estadounidenses el 2 de abril) bastaría para que la economía estadounidense y probablemente la mundial entraran en recesión este año.

ESTIMAMOS QUE EL TIPO ARANCELARIO EFECTIVO DE ESTADOS UNIDOS SE SITUARÁ EN TORNO AL 15%

Tipo arancelario efectivo de Estados Unidos, %



Fuentes: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, Tax Foundation, JPM Global Economics, GS Global Investment Research. Datos a 15 de abril de 2025. El tipo arancelario del “Día de la Liberación” es el de 2 de abril, y no incluye exclusiones ni efectos de sustitución. La horquilla estimada de los aranceles supone una subida universal del tipo arancelario al 10% y las exclusiones anunciadas con un +/-5% en atención a la incertidumbre. Los aranceles no relacionados con el Día de la Liberación incluyen un +25% para los automóviles en todo el mundo; un +20% para China; un +25% para Canadá y México fuera del USMCA; y un +25% para el acero y el aluminio.



Durante la guerra comercial de Trump en 2018, las empresas subieron los precios, reorientaron las cadenas de suministro y se centraron en los productos de mayor margen para proteger sus beneficios. Sin embargo, este planteamiento será mucho más difícil en 2025. Los aranceles estadounidenses propuestos en la actualidad son casi cuatro veces superiores a los de 2018 medidos como porcentaje del PIB. De hecho, los aranceles anunciados representan una de las mayores subidas de impuestos fuera de tiempos de guerra de la historia de Estados Unidos.¹

La naturaleza global de esta guerra comercial incrementa los riesgos bajistas. Cuando Estados Unidos inicia una guerra comercial con un socio comercial individual, disfruta de una clara ventaja por su tamaño. Por ejemplo, las exportaciones canadienses a Estados Unidos representan el 20% de la economía canadiense, pero las exportaciones estadounidenses a Canadá sólo suponen el 1,2% de la economía estadounidense, cuyo tamaño es mucho mayor. Sin embargo, las exportaciones estadounidenses al resto del mundo representan el 7% del PIB estadounidense, mientras que las exportaciones del resto del mundo a Estados Unidos sólo suponen el 4% del PIB del resto del mundo.

Este desplazamiento de la vulnerabilidad a la guerra comercial podría ser uno de los motivos importantes por los que los activos de fuera de Estados Unidos se han comportado mejor que los estadounidenses en lo que va de año.

¿Otro motivo? En Europa, en el marco de una alianza transatlántica desgastada, muchos países están reforzando sus defensas y su gasto para garantizar su propia seguridad. La política industrial regional está creando oportunidades de inversión seculares para múltiples megatendencias, desde la electrificación hasta la relocalización de la manufactura. Por ejemplo, el gobierno alemán ha dado la espalda a décadas de contención fiscal para financiar el gasto en defensa e infraestructuras. Creemos que podría impulsar el crecimiento anual de la Eurozona de un mísero 0,5% en 2025 a más del 1% en 2026.

Las perspectivas económicas de Europa han mejorado a medida que los inversores han ido prestando atención a los obstáculos al crecimiento de Estados Unidos. Las medidas adoptadas por el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE) para reducir el tamaño del gobierno federal se han traducido en el anuncio de más de 275.000 despidos.² Otro lastre para el crecimiento del empleo y el gasto es el descenso del 80% de la cifra neta de inmigración desde los máximos de 2023.³

¹ Kasman, B. (2025). J.P. Morgan.

² Challenger, Gray & Christmas, Inc. (March 2025). *Federal cuts dominate March 2025 total: 275,240 announced job cuts, 216,670 from DOGE actions.*

³ Oficina Presupuestaria del Congreso (2025). *The Demographic Outlook: 2025 to 2055.*

¿Un punto de inflexión en el mercado por las rebajas fiscales?

Los republicanos del Congreso intentan unirse en torno a un plan para modificar y prorrogar la Ley de reducción de impuestos y empleo (*Tax Cuts and Jobs Act*) de 2017. El último paquete de instrucciones del Senado para el proceso de reconciliación presupuestaria, que permite a los legisladores aprobar leyes fiscales y de gasto por mayoría simple en la Cámara de Representantes y el Senado, prevé un incremento acumulado del déficit presupuestario de casi 6 billones de dólares en los próximos 10 años. Este incremento sería mayor que el creado por la Ley de reducción de impuestos y empleo original, la Ley CARES, el Plan de rescate y la Ley de inversión en infraestructuras y empleo juntas.

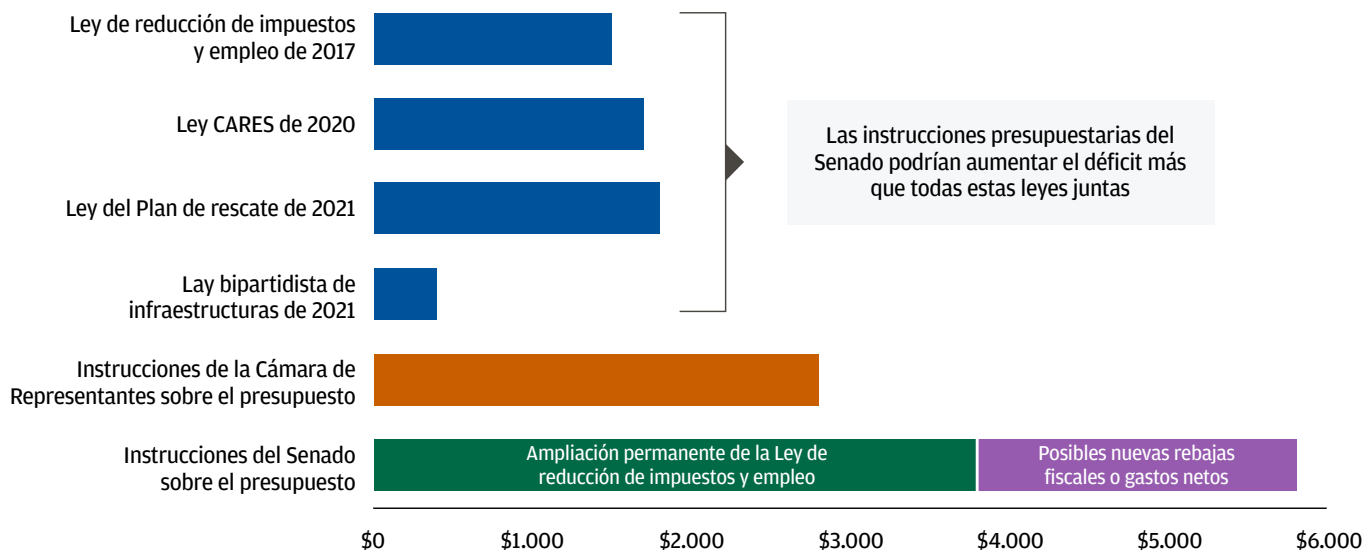
Los inversores en renta variable pueden respirar con alivio, dado que el proyecto de ley podría generar entre 100.000 y 200.000 millones de dólares anuales en nuevas ayudas fiscales, aunque la mayor parte de los costes procedan de la ampliación de la política fiscal actual.

Los inversores en renta fija podrían tener una perspectiva distinta. Con unos rendimientos de los bonos a más largo plazo cercanos a los máximos del ciclo, los inversores están evaluando qué contraprestaciones serían necesarias para financiar este atracón de endeudamiento propuesto.

El Congreso puede acordar más recortes del gasto, lo que podría favorecer a los mercados de renta fija. No obstante, esto no es algo seguro, en gran medida porque la mayoría de los recortes probablemente procederían de Medicaid. Los intentos anteriores de recortar las prestaciones de Medicaid (sobre todo el proyecto de ley Graham-Cassidy de 2017) se enfrentaron a una dura resistencia política. Revertir partes de la Ley de reducción de la inflación (por ejemplo, créditos fiscales para vehículos eléctricos) podría ayudar a compensar parte de los costes de las rebajas fiscales. Incluso si se tienen en cuenta estos posibles recortes del gasto, el déficit parece destinado a crecer; la única pregunta es cuánto.

LAS INSTRUCCIONES DEL SENADO PARA EL PROCESO DE RECONCILIACIÓN PRESUPUESTARIA PODRÍAN AUMENTAR EL DÉFICIT DE FORMA DRÁSTICA

Miles de millones de dólares en próximos 10 años



Fuentes: Oficina Presupuestaria del Congreso, estimaciones del Comité Federal para un Presupuesto Responsable, Comité Presupuestario de la Cámara de Representantes, Comité Presupuestario del Senado. Datos a 4 de abril de 2025.

Nota: Las instrucciones presupuestarias de la Cámara de Representantes indican un total de 2,8 billones de dólares, pero es posible que ascienda a 3,3 billones sin recortes adicionales del gasto. Supone 3,8 billones de dólares para la ampliación de la Ley de reducción de impuestos y empleo y 2 billones de dólares para nuevos gastos deficitarios.

¿Influirá la desregulación en la economía real?

Aunque es probable que el Congreso tenga dificultades para legislar en la materia, la desregulación está teniendo de forma silenciosa un impacto positivo en el sector bancario. Creemos que los inversores podrían estar subestimando sus beneficios.

En la actualidad, los grandes bancos estadounidenses acumulan más de 200.000 millones de dólares de exceso de capital sobre las exigencias actuales. Ahora que probablemente se flexibilicen las exigencias de capital, es probable que este excedente se canalice a través de tres vías: el crecimiento de los préstamos al sector privado, la recompra de acciones y la consolidación del sector bancario.

El primer canal, el aumento de los préstamos al sector privado, es una prioridad del Secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent. Antes del shock arancelario, la demanda de préstamos comerciales e industriales estaba experimentando una inflexión al alza, y al gobierno de Trump le gustaría acelerar su ritmo. En cuanto a las recompras, Goldman Sachs anunció en el primer trimestre un

plan de recompra de acciones por valor del 26% de su capitalización bursátil.

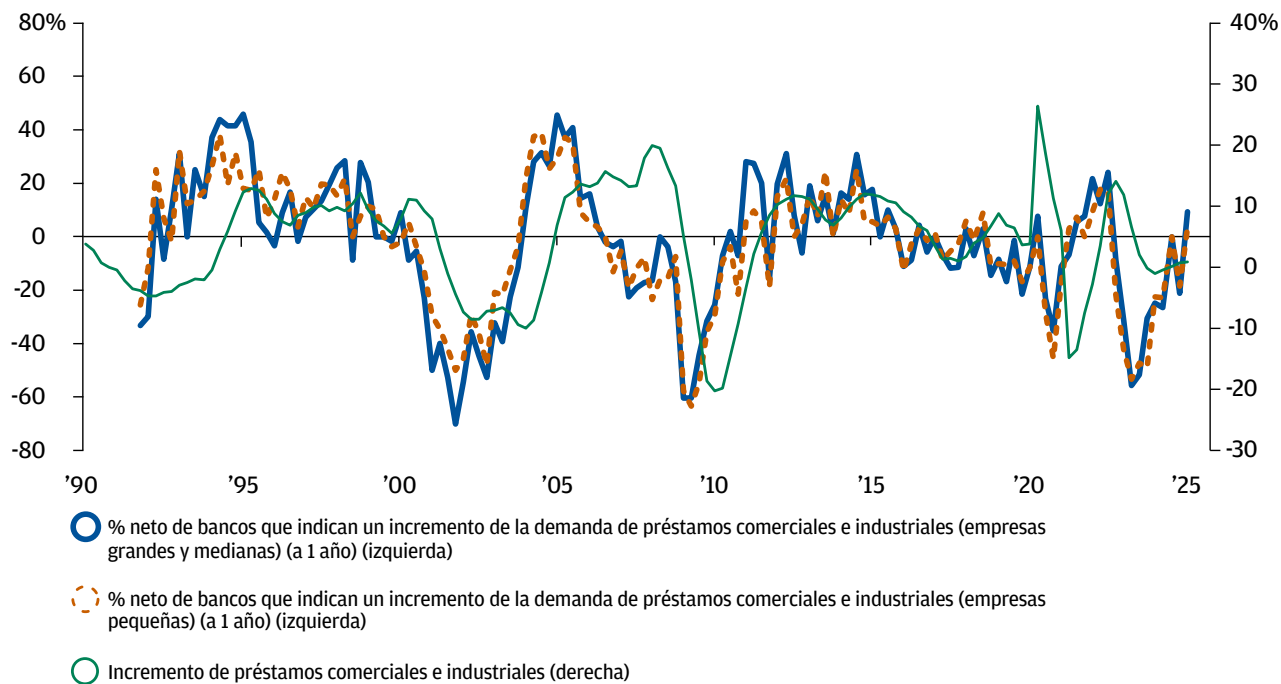
Además, esperamos que las sinergias de costes, los beneficios de una mayor escala a efectos de cumplir las exigencias de tecnología en materia de cumplimiento normativo y la diversificación geográfica estimulen una aun mayor consolidación del sector bancario. Recientemente, los reguladores estadounidenses aprobaron la compra de Discover por Capital One, lo que podría ser una buena señal para las fusiones y adquisiciones bancarias.

Las acciones bancarias deberían beneficiarse a medio plazo, y las participaciones preferentes en circulación podrían verse respaldadas por la reducción de la oferta de cara al futuro. De hecho, si en la segunda mitad de 2025 el gobierno de Trump empieza a centrarse en los aspectos de su programa que favorecen el crecimiento económico, las acciones bancarias podrían figurar entre los principales beneficiarios.

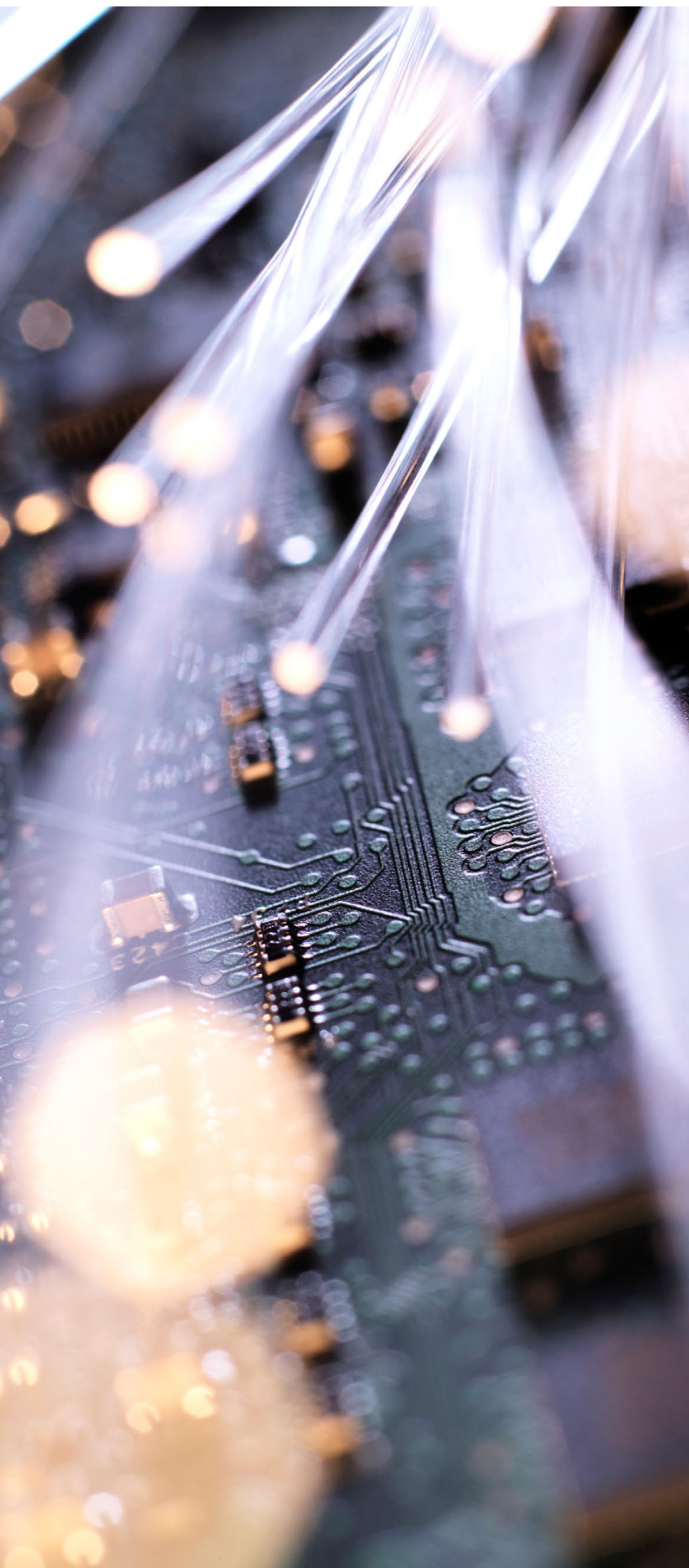
LAS RESPUESTAS A LA ENCUESTA DE AGENTES DE CRÉDITO PONEN DE RELIEVE LA ACELERACIÓN DE LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS COMERCIALES E INDUSTRIALES

% neto de bancos que indican un incremento de la demanda de préstamos comerciales e industriales (a 1 año)

% neto de bancos que indican un incremento de la demanda de préstamos comerciales e industriales



Fuentes: Junta de la Reserva Federal, Haver Analytics. Datos a 31 de marzo de 2025.



¿Recibirán un nuevo impulso los valores tecnológicos?

Los valores tecnológicos y afines tienen una extraordinaria influencia en el comportamiento de los mercados bursátiles estadounidenses. A 9 de mayo, el sector tecnológico había perdido más de un 8%, y los 7 Magníficos (Mag 7) acumulaban una caída de más del 12% en lo que va de año.

Sin embargo, las acciones tecnológicas podrían recibir un nuevo impulso: Los beneficios de las empresas son elevados y las valoraciones no son excesivas. Además, como veremos en un apartado posterior, creemos firmemente en el potencial a largo plazo de la inteligencia artificial.

Se espera que los 7 Magníficos registren un crecimiento del 15% del beneficio por acción en 2025, frente al 8% del resto del mercado. En lo que va de año, los gigantes tecnológicos se han comportado peor que el resto del S&P 500, ya que los inversores temían que los planes de capex de las empresas fueran demasiado agresivos.

Desde la perspectiva de la valoración, los Mag 7 no parecen baratos, con múltiplos PER de 26 veces (frente a 20 veces del mercado en general). No obstante, las valoraciones relativas al resto del mercado se encuentran en sus niveles más bajos de los últimos 10 años. Otra señal positiva es la decisión del gobierno de Trump de eximir, por ahora, de aranceles a los semiconductores y otros productos electrónicos. De hecho, Estados Unidos disfruta de una enorme ventaja comparativa en innovación tecnológica. En nuestra opinión, erosionar esa ventaja aumentando el coste de los insumos tecnológicos sería un error.

Volviendo a nuestra pregunta inicial: ¿Deben los inversores aplaudir o temer a Trump 2.0? Creemos que la política arancelaria y la incertidumbre que genera presionarán a la baja el crecimiento económico y los beneficios empresariales durante la mayor parte del próximo año. Sin embargo, puede que esto no detenga a un mercado alcista. Es muy posible que las propuestas del gobierno más favorables a los inversores (como tipos de interés más bajos, menores precios de la energía y menos regulación) se materialicen en la segunda mitad de 2025.

Los inversores deben acostumbrarse a la incertidumbre y a la volatilidad. **La inestabilidad de los mercados podría prolongarse durante un tiempo, pero los principales mercados de renta variable de los mercados desarrollados (Estados Unidos, Europa y Japón) deberían alcanzar nuevos máximos a mediados del próximo año.** Después de todo, a los mercados de renta variable suelen escalar en tiempos de inquietud.

2

¿Su cartera es resistente ante los riesgos crecientes?

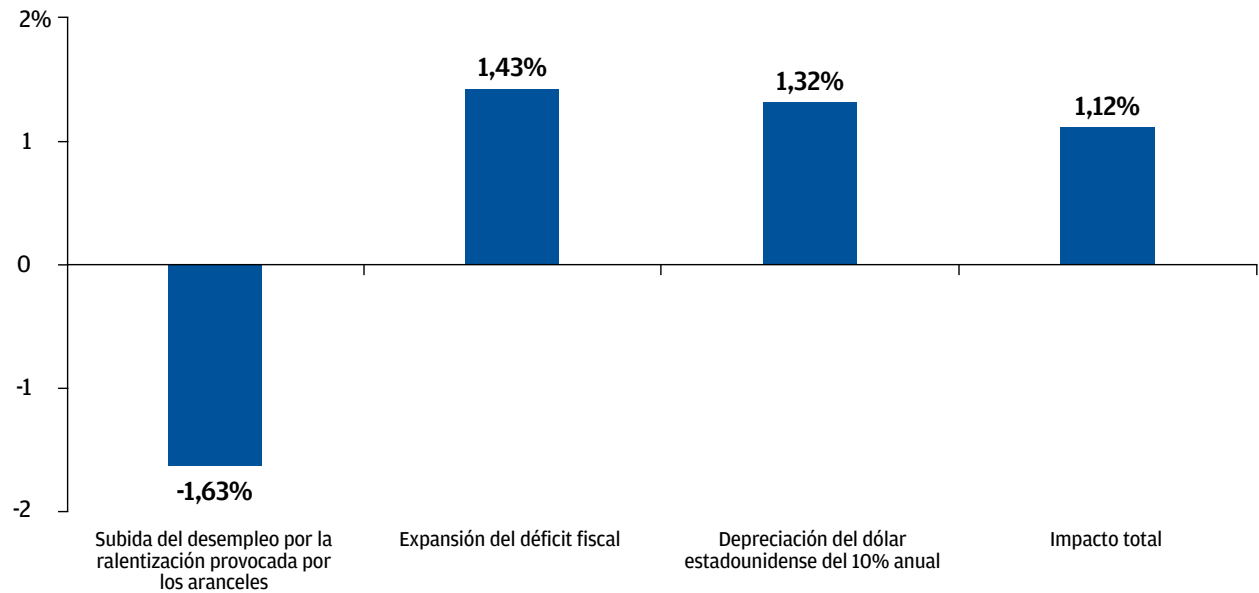




Los inversores están sopesando los riesgos contradictorios que amenazan al crecimiento y a la inflación. Unas mayores barreras al comercio podrían elevar los precios, frenar el crecimiento y perjudicar las valoraciones de las acciones. Por otra parte, la política fiscal de estímulos de Estados Unidos, China y Europa podría presionar al alza los rendimientos de la renta fija. Resulta difícil predecir el impacto neto de todos estos factores. No obstante, nuestro análisis sugiere que, si la legislación que finalmente apruebe el Congreso coincide con las instrucciones del Senado y se mantiene la debilidad del dólar, la inflación podría aumentar durante el próximo año.

EL DEBILITAMIENTO DEL DÓLAR Y EL AUMENTO DEL DÉFICIT FISCAL PODRÍAN IMPULSAR LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

Impacto estimado de distintos factores sobre la inflación PCE subyacente, % anualizado



Fuentes: J.P. Morgan Wealth Management Solutions, Banco de la Reserva Federal. Datos a 22 de abril de 2025.
Nota: Este gráfico utiliza el modelo macroeconómico FRB/U.S. de la Reserva Federal para evaluar el impacto inflacionista de varios vectores clave, incluidas las hipótesis prospectivas. 1) Suponemos que el paquete de reconciliación fiscal aprobado este año cumple el impacto máximo acumulado sobre el déficit (5,8 billones de dólares), conforme a las instrucciones de la resolución presupuestaria del Senado. 2) Suponemos un impacto del 2% en el PIB real de los aranceles anunciados en lo que va de año, lo que se traduce en un aumento de la tasa de desempleo ligeramente inferior al 1%. 3) Suponemos una depreciación del -10% del tipo de cambio real efectivo del dólar estadounidense.

Independientemente de que la inflación, el crecimiento o los mercados suban, bajen o se mantengan planos, la resistencia de las carteras —un tema clave de nuestro informe de Perspectivas 2025— puede ayudar a los clientes a alcanzar sus objetivos patrimoniales.

Antes de entrar de lleno en el este tema, demos un paso atrás y consideremos una perspectiva a más largo plazo. En la era posterior a la crisis financiera global (aproximadamente entre 2009 y 2020), las carteras se decantaron por activos, principalmente de renta variable estadounidense, que funcionaban bien en un entorno de baja inflación, bajos tipos de interés y volatilidad moderada. En la actualidad, los inversores se enfrentan a riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación, y a lo que parece ser una incertidumbre política persistente. Se trata de un cambio de régimen, con importantes consecuencias para la creación de carteras resistentes.

¿Qué entendemos por resistencia de una cartera en el entorno actual? En nuestra opinión, una cartera resistente incluye activos con correlaciones bajas o negativas entre sí, cada uno con la capacidad intrínseca de superar la rentabilidad de la liquidez. Conjuntamente, los activos ofrecen la posibilidad de mitigar la gravedad de las caídas de la cartera. Por supuesto, la renta fija tradicional sigue siendo la principal fuente de resistencia de la cartera en caso de desaceleración del crecimiento. Las estrategias de crédito oportunistas podrían aprovecharse en periodos de tensión económica.

A continuación, analizamos cuatro opciones atractivas de activos que podrían ayudar a las carteras a ser más resistentes frente a los riesgos adversos: los pagarés estructurados *equity-linked* (vinculados a valores de renta variable), los hedge funds, las infraestructuras y el oro.

Creemos que los pagarés estructurados *equity-linked* pueden funcionar bien en el entorno actual para los inversores que reúnan las condiciones. Nuestros clientes parecen estar de acuerdo: El doble de ellos están utilizando pagarés estructurados este año en comparación con 2024.

Muchos pagarés estructurados *equity-linked* pagan un cupón, periódicamente o al vencimiento. Este cupón depende de la volatilidad implícita del mercado de renta variable y de los tipos de interés. Creemos que ambos se mantendrán elevados en relación con su trayectoria reciente, lo que podría proporcionar una mayor protección contra las caídas, cupones potenciales más elevados, o ambas cosas.

Los pagarés estructurados *equity-linked* ofrecen a los inversores cualificados una posibilidad más de generar ingresos que no están correlacionados con los mercados de renta fija. De hecho, estos pagarés estructurados pueden generar un mayor potencial de rentabilidad con un rango más estrecho de posibles resultados que los activos con volatilidad similar, como los valores preferentes y los bonos high yield. Las circunstancias individuales pueden variar, pero los inversores que reúnan las condiciones necesarias pueden considerar la posibilidad de incluir los pagarés estructurados en sus carteras, comenzando con una distribución modesta.

Activos alternativos para reforzar la resistencia de las carteras

Los hedge funds son otro activo que potencialmente puede reforzar la resistencia de las carteras para los inversores adecuados. Entre diciembre de 2019 y agosto de 2024, casi el 80% de los índices compuestos de hedge funds generados aleatoriamente superaron a una combinación simple de acciones y bonos ajustada al riesgo.⁴ De cara al futuro, esperamos que las estrategias diversificadas de hedge funds ofrezcan rentabilidades y volatilidades ligeramente superiores a la renta fija tradicional (representada en este caso por el Bloomberg U.S. Aggregate Index), con muy poca correlación con la misma.⁵

Las valoraciones de la renta variable y del crédito siguen siendo elevadas en el actual período de incertidumbre sobre las trayectorias de la política económica, el crecimiento y la inflación. Es probable que esta situación propicie de forma sostenida unos niveles de volatilidad más elevados y una mayor dispersión entre las distintas clases de activos y dentro de cada una de ellas. En este contexto, preferimos especialmente los hedge funds menos correlacionados (como los relative value y macro), que están diseñados para aprovechar las dislocaciones creadas durante los periodos de turbulencias del mercado.

Por último, las rentabilidades después de impuestos de los hedge funds resultan atractivas para los inversores estadounidenses. Los participantes del mercado a menudo suponen que los hedge funds generan ganancias a corto plazo que luego se reducen después de impuestos.

⁴ Si desea consultar el análisis y la metodología completos, consulte el artículo de Michael Cembalest, [“It’s Mostly a Paper Moon” Eye on the Market](#).

⁵ J.P. Morgan Asset Management (septiembre de 2024). *2025 Long-Term Capital Market Assumptions*.

Sin embargo, hemos constatado que, las carteras que incluyen hedge funds han obtenido mejores resultados a tres, cinco y diez años vista que las que no lo hacen, incluso después de impuestos.⁶

Por otro lado, también nos hemos fijado en las inversiones en infraestructuras para proporcionar resistencia a las carteras. En estos casos, los inversores se benefician de contratos a largo plazo que a menudo incluyen protección contra la inflación. Además, más del 40% de las rentabilidades históricas de las inversiones en infraestructuras se deben a los ingresos. La generación de ingresos a través de las infraestructuras puede resultar especialmente atractiva (para los inversores adecuados) en un mundo de elevada volatilidad de los mercados de renta fija. Desde el segundo trimestre de 2008, las infraestructuras han generado rentabilidades totales anuales superiores al 10%.⁷

Por último, observamos que el cambio secular hacia una mayor demanda de generación de energía e infraestructuras digitales podría generar nuevas oportunidades en el sector de las infraestructuras. Además, la mayor frecuencia y gravedad de los fenómenos climáticos y meteorológicos refuerzan la creciente demanda de infraestructuras resistentes.

⁶ Rentabilidad calculada a partir de varios índices (Renta Variable: MSCI World, Renta Fija: Bloomberg 1-17 Year Muni, Hedge Funds: Pivotal Path). Dado que los índices no distribuyen sus ganancias, se utilizaron ETF para calcular las distribuciones de ganancias entre renta variable y renta fija (Renta Variable: URGH, Renta Fija: MUB). Las presunciones fiscales para los hedge funds se basan en las distribuciones realizadas del Hedge Fund Multi-Strategy de J.P. Morgan Private Bank. Para este análisis se ha partido de unos tipos impositivos del 23,8% para las plusvalías a largo plazo y del 43,4% para las plusvalías a corto plazo.

⁷ J.P. Morgan Asset Management (febrero de 2025). *Guide to Alternatives*.



¿Es oro todo lo que reluce?

En nuestra opinión, el oro puede ofrecer cierta protección frente a nuevos riesgos geopolíticos y a la debilidad del dólar.

Aunque el precio del oro ha repuntado con fuerza en los últimos años, creemos que puede seguir haciéndolo. Muchos bancos centrales (por ejemplo, Arabia Saudí, Taiwán, Japón, China, Singapur, Brasil y Corea) tienen menos del 7% de sus reservas de divisas en oro. En comparación, Alemania y Estados Unidos tienen cada uno más del 75% de sus reservas en oro.⁸

Sus defensores no están de acuerdo, pero somos escépticos de que el Bitcoin y otros criptoactivos tengan el potencial de mejorar la resistencia de las carteras. A pesar de sus bajas correlaciones con los activos tradicionales, históricamente los criptoactivos han hecho que las carteras sean más frágiles.

Además, las criptomonedas son mucho más volátiles que el oro.

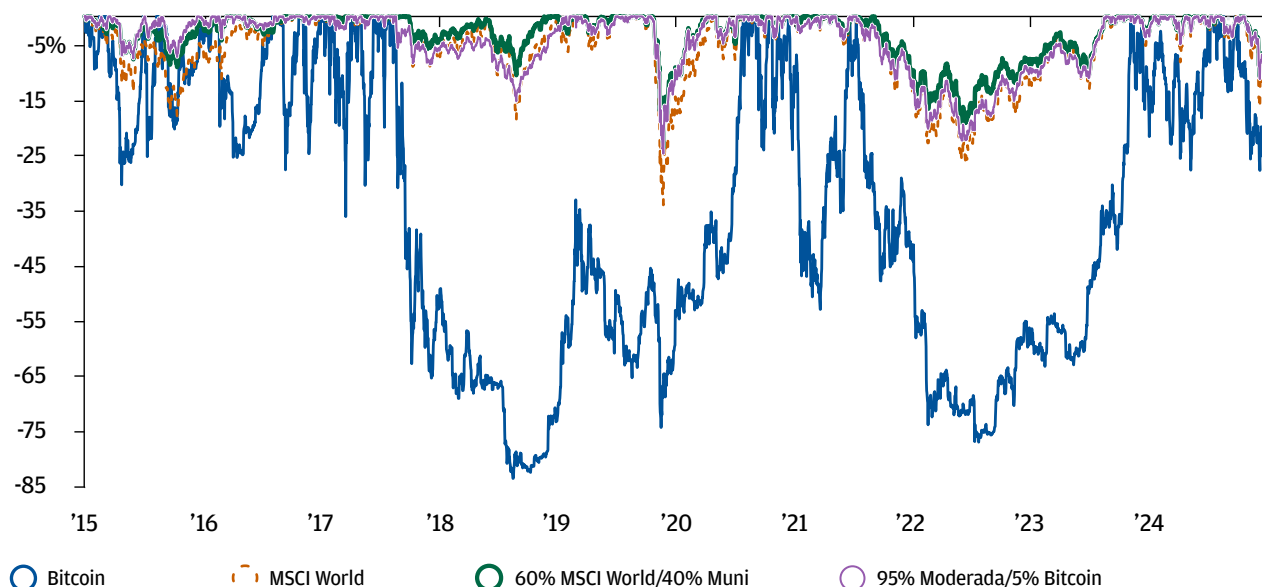
Añadir un 5% de criptomonedas a una cartera equilibrada puede suponer un incremento del riesgo significativamente mayor que añadir un 5% de oro. Sí, es posible que las criptomonedas tengan pronto un régimen regulador más favorable, pero no parece probable que esto cambie las características fundamentales de esta clase de activos, al menos a corto plazo.

Pase lo que pase en los mercados, la “higiene” básica de la cartera puede mejorar su resistencia. Consideremos la “deriva” de la cartera. Una cartera del 60%/40% renta variable/renta fija en 2020 habrá derivado hasta aproximarse a un 75%/25% en la actualidad.

Además, dada la rentabilidad superior de los activos estadounidenses en los últimos cinco años, es posible que las carteras presenten una concentración excesiva en activos en dólares estadounidenses. Una cartera resistente afrontará la deriva del mercado de manera oportuna.

DESTACAN LAS CAÍDAS DE BITCOIN

Caída desde el máximo, %



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Morningstar Direct. Datos a 30 de abril de 2025.

Nota: Cartera moderada = 60% MSCI World NR USD y 40% Bloomberg Muni 1-17 year, reequilibrado trimestralmente.

⁸ World Gold Council (2025).

3

¿Estamos asistiendo al declive del dólar estadounidense?



La reciente caída del valor del dólar estadounidense ha suscitado un animado debate. ¿La debilidad del dólar pone en entredicho su papel como divisa de reserva mundial y, más en general, la posición hegemónica de Estados Unidos en la economía mundial? ¿O el declive señala un cambio significativo pero no existencial?

Nos inclinamos por la segunda opinión, como exponemos a continuación.

El dólar estadounidense ha sido durante mucho tiempo la divisa de reserva mundial, y por buenos motivos. Estados Unidos tiene la economía mayor⁹ y más estable del mundo, y los mercados financieros más líquidos y profundos. Tiene un Estado de Derecho bien establecido y coherente, instituciones fuertes, elecciones justas y libres, procesos políticos abiertos y transparentes, regímenes reguladores y fiscales relativamente coherentes, cultura de innovación y espíritu empresarial. El ejército de Estados Unidos proporciona la columna vertebral de seguridad que sustenta el sistema económico mundial.

Sin embargo, todas las divisas de reserva, desde el galeón español hasta la libra esterlina, han acabado perdiendo su primacía. En la actualidad, el dólar parece afrontar más riesgos bajistas que en varias décadas. En lo que va de año, el dólar ha perdido valor en relación con todas las demás divisas importantes. El despliegue de aranceles y la incertidumbre de la política comercial son una parte de la historia. Pero a los inversores también les preocupan las perspectivas fiscales de Estados Unidos, ante la posibilidad de que el Congreso apruebe leyes que incrementen sustancialmente el déficit presupuestario.

El riesgo para los mercados es que los responsables políticos estadounidenses repitan los errores de líderes latinoamericanos como el expresidente argentino Juan Domingo Perón: proteccionismo, falta de independencia del banco central y cierto desprecio por la estabilidad macroeconómica en general. Resulta irónico que muchas economías latinoamericanas hayan realizado progresos sustanciales en estos ámbitos justo cuando los participantes en el mercado están cuestionando cada vez más la credibilidad económica de Estados Unidos.

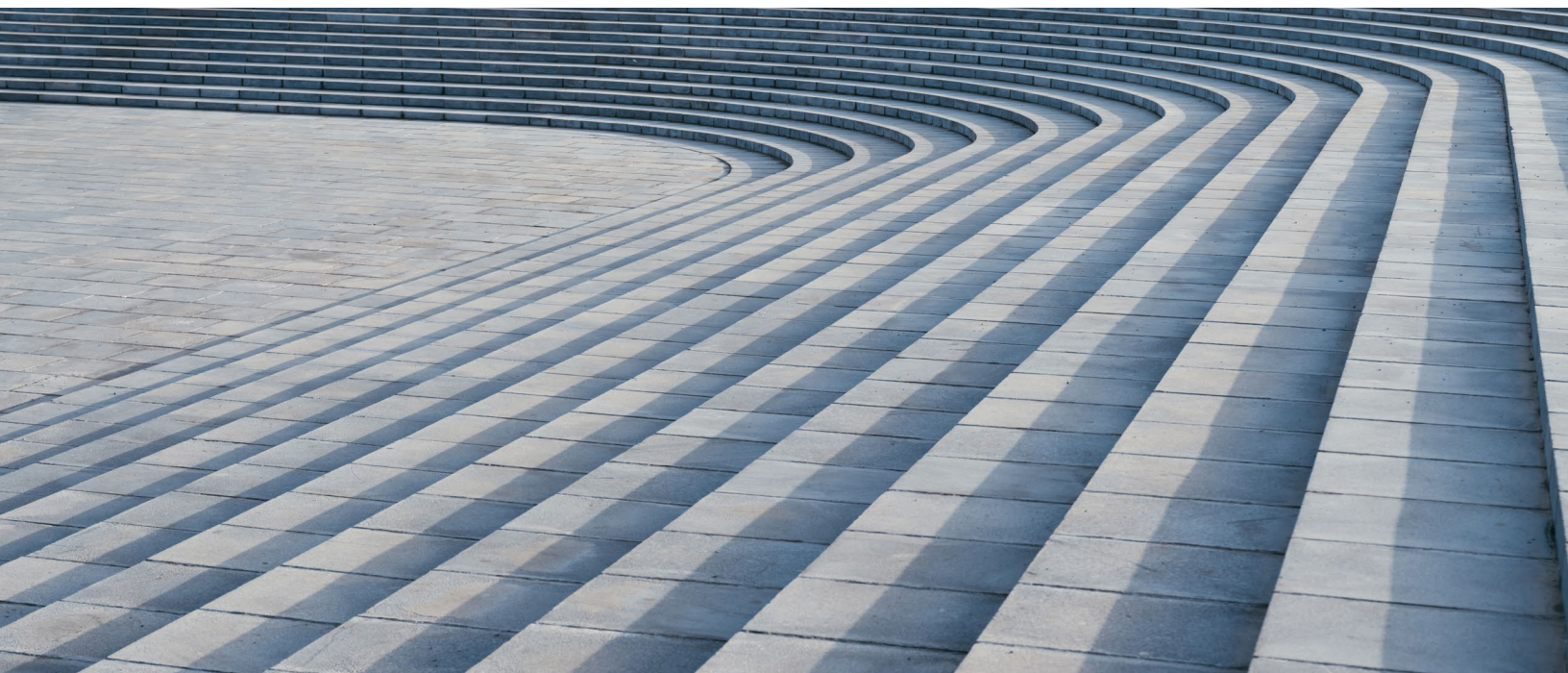
Sin embargo, creemos que estos riesgos se manifestarán mediante una erosión más sutil del valor del dólar, no mediante un desplome repentino. En la actualidad, el dólar representa el 60% de las reservas de divisas, el 65% de la deuda internacional y casi el 85% de los pagos SWIFT de financiación comercial. Los efectos de red son muy potentes; el paso a un nuevo medio de comercio y financiación internacional probablemente no se produciría con rapidez. La segunda divisa más utilizada, el euro, sólo representa el 6% de las liquidaciones SWIFT.¹⁰

La primacía del dólar parece duradera; sin embargo, en el margen, puede que los inversores estén cambiando su percepción del valor del dólar. Casi el 70% de los inversores encuestados cree que el dólar está “sobrevalorado”, y un 61% neto, el mayor porcentaje desde 2006, espera que siga depreciándose.¹¹ Nuestra hipótesis de base es que el dólar pierda algunos puntos porcentuales más a finales de año frente a las principales divisas, con un riesgo de sesgo bajista.

⁹ Medido a los tipos de cambio actuales

¹⁰ Chang, C., Rana, V., Gupta, Z., & Rezvijs, V. (20 de Agosto de 2024). *Saudi-China Ties and Renminbi-Based Oil Trade*.

¹¹ Bank of America Merrill Lynch (2024). *BAML Fund Manager Survey*.



Los antecedentes históricos de períodos de debilidad sostenida del dólar (1970-1980, 1985-1992 y 2002-2008) provocaron una depreciación cercana al 40% en períodos de 5 a 10 años. Las estimaciones de la comunidad académica sugieren que inversores no estadounidenses poseen aproximadamente el 30% de los valores de renta fija y variable (en mercados cotizados y privados) emitidos en Estados Unidos.¹² Incluso una repatriación marginal podría provocar un cambio significativo en las valoraciones relativas entre los activos estadounidenses y los del resto del mundo.

Diversificar la exposición a divisa puede mitigar las pérdidas potenciales asociadas a la depreciación del dólar. Nos estamos centrando en el euro, el yen japonés y el oro por su tamaño, liquidez y papel histórico como activos de reserva alternativos. Los bancos centrales, con casi 13 billones de dólares en reservas, ya han aumentado sus posiciones en estas divisas, lo que refleja la profundidad y liquidez de sus mercados y su capacidad de preservar el poder adquisitivo. El euro y el yen también tienen una menor correlación con el crecimiento mundial, lo que reduce la exposición cíclica dentro de la cartera.

La diversificación de divisas probablemente resulte más natural para los inversores de fuera de Estados Unidos que para los

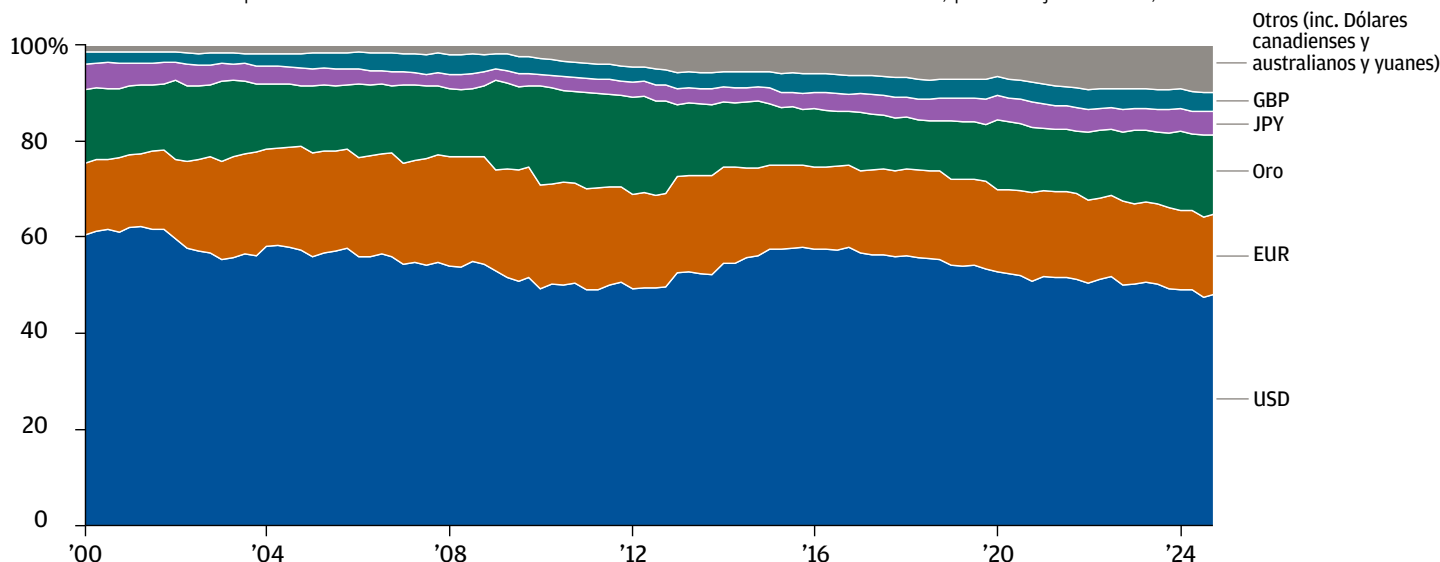
estadounidenses. El camino más fácil para los inversores estadounidenses podría ser la exposición a acciones denominadas en euros y yenes. De hecho, las presunciones *Long-Term Capital Market Assumptions* para 2025 de J.P. Morgan Asset Management sugieren que la depreciación del dólar estadounidense añadirá entre un 1% y un 2% anual a la rentabilidad total de las inversiones en renta variable europea y japonesa en dólares estadounidenses durante los próximos 10-15 años.

Es importante señalar que también se espera que estos mercados de renta variable superen a Estados Unidos en términos absolutos. Invertir en private equity puede ser también una forma de diversificar la exposición geográfica y monetaria. La renta variable estadounidense representa entre el 70% y el 75% de los índices de referencia de la renta variable cotizada, pero sólo la mitad del volumen mundial de adquisiciones.¹³

Los inversores también podrían considerar la inversión en renta fija denominada en divisas, pero deben comprender los riesgos que conlleva. En los últimos 20 años, un inversor en dólares en una cartera agregada de renta fija no estadounidense sin cobertura ha experimentado casi el doble de volatilidad que una cartera de renta fija local en dólares.

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE SIGUE REPRESENTANDO LA MAYOR PARTE DE LAS RESERVAS DE DIVISAS DE LOS BANCOS CENTRALES

Composición de las reservas mundiales de divisas de los bancos centrales, porcentaje del total, %



Fuentes: FMI, J.P. Morgan. Datos a 31 de diciembre de 2024. Datos de 123 bancos centrales que comunican datos al FMI.

¹² Du, W., & Huber, A. W. (2023). *Dollar Asset Holding and Hedging Around the Globe*. Wharton School of the University of Pennsylvania.

¹³ Bain & Company (2025). *Global Private Equity Report 2025*.

Seguimiento de la percepción del dólar por el mercado

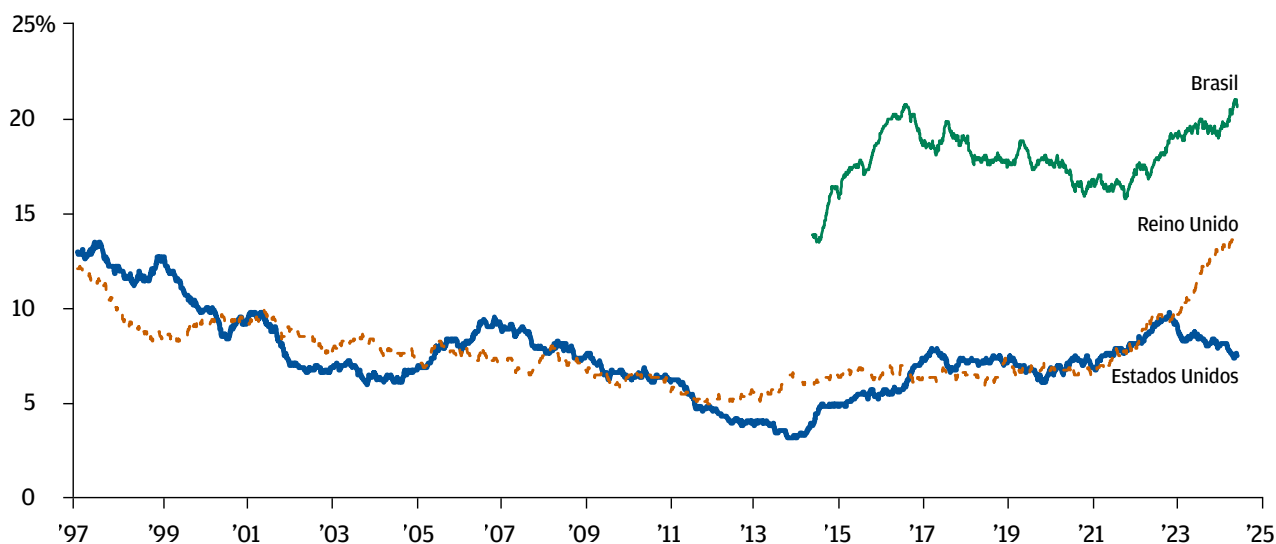
Hacemos un seguimiento de una medida sencilla para evaluar el riesgo de que las autoridades estadounidenses pierdan credibilidad ante los mercados: el porcentaje de días de negociación en los que tanto las acciones como los bonos y el dólar pierden valor. Los activos estadounidenses han experimentado estos descensos simultáneos cerca del 7,5% de las jornadas bursátiles de los últimos tres años. En Brasil, esta proporción supera el 20% de los días de negociación. El mercado desarrollado con más problemas es el Reino Unido, donde los inversores parecen arenar sentirse desengañados con la política fiscal. En 2025, ha sido mayor el ruido en torno al dólar que la tensión observada en el mercado, a pesar de las fuertes oscilaciones de mediados de abril. En lo que va de 2025, sólo el 5% de los días de negociación han registrado descensos simultáneos en la renta variable, la renta fija y la divisa estadounidenses.

En resumen: la posición del dólar estadounidense como divisa de reserva mundial no desaparecerá de repente. Sin embargo, existe un elevado riesgo de que se inicie una era de declive del dólar. Los inversores aún están a tiempo de mitigar sus efectos en sus carteras.



EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, LOS INVERSORES HAN VENDIDO ACTIVOS BRITÁNICOS CON MUCHA MÁS FRECUENCIA QUE ACTIVOS ESTADOUNIDENSES

% de días de negociación con descensos simultáneos en los mercados de renta variable, renta fija y divisas (3 años sucesivos, 1997-presente)



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 30 de abril de 2025.

4

¿Por qué ya nadie habla de la inteligencia artificial?



La incertidumbre que rodea a la política arancelaria ha distraído a los inversores de otra importante tendencia secular: la inteligencia artificial.

Incluso antes del “Día de la Liberación”, los valores vinculados a la IA se estrellaron contra un muro durante la fuerte caída de los mercados de renta variable estadounidenses del mes de marzo. Veinte compañías —casi dos tercios de ellas expuestas a la IA— representaban el 80% de las pérdidas acumuladas hasta la fecha en el S&P 500 antes del 2 de abril.

Nadie pudo pasar por alto la chispa que desencadenó la fuerte caída de las acciones de IA: la *start-up* china DeepSeek lanzó un nuevo modelo de IA. (Dos definiciones rápidas: Los modelos son una categoría de software, mientras que los chips semiconductores que alimentan los modelos son hardware).

DeepSeek desafió muchas de las presunciones habituales de los inversores sobre los recursos necesarios para desarrollar modelos de IA de alto rendimiento (por ejemplo, capital, chips semiconductores de última generación y energía eléctrica). En otras palabras, DeepSeek podía conseguir muchas cosas, a un coste muy inferior al de sus competidores.

A raíz de la noticia de DeepSeek, los inversores se preguntaron si los llamados hiperescaladores (proveedores de computación en la nube, operadores de centros de datos) seguirían adelante con sus agresivos planes de capex, y si estas inversiones darían sus frutos, y cuándo lo harían.

Los hiperescaladores, como Amazon y Meta, afirman que siguen avanzando a todo gas. Los analistas de Wall Street prevén ahora un crecimiento de las inversiones de los cuatro principales hiperescaladores de casi el 33% en 2025, frente a las estimaciones de un crecimiento de poco más del 20% a principios de año.¹⁴

Confianza en una mayor productividad impulsada por la IA

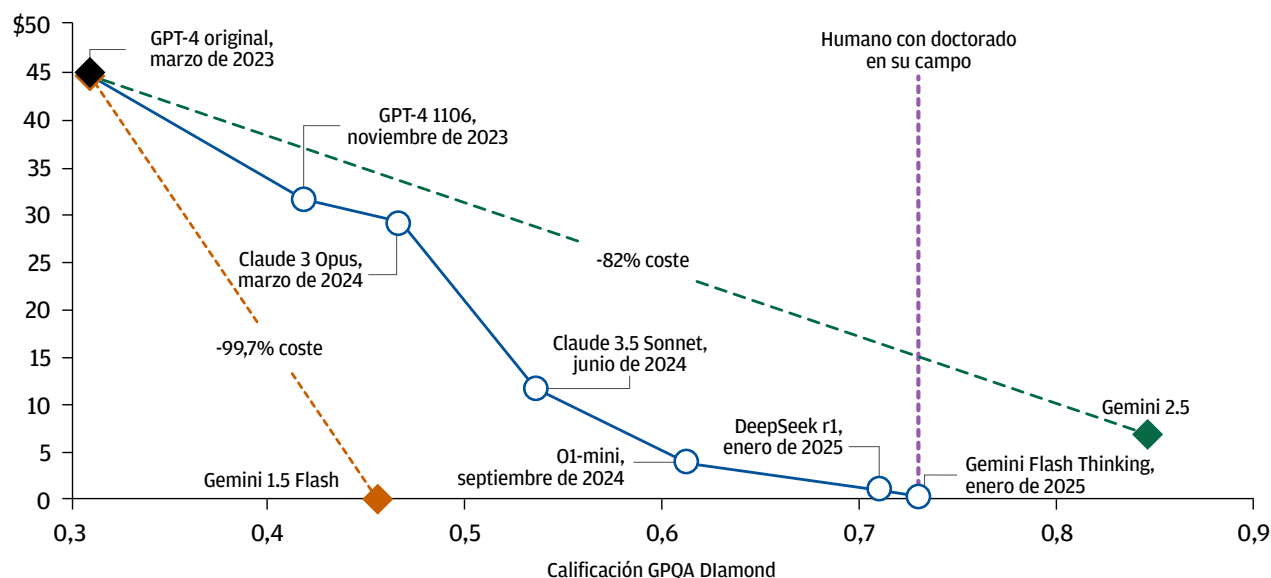
Confiamos en que la IA catalizará importantes incrementos de la productividad para las empresas, los consumidores y la economía en su conjunto. Los grandes modelos lingüísticos ya pueden ofrecer resultados a nivel de doctorado, mientras que sus costes se han reducido entre un 80% y un 99%. Además, los usuarios tienen cada vez más capacidad para optimizar sus combinaciones de coste y rendimiento. La historia económica está repleta de ejemplos de tecnologías cuya adopción fue posible tras un drástico descenso de los costes (por ejemplo, el proceso Bessemer de producción masiva de acero a partir de hierro fundido, el transporte aéreo, los ordenadores personales y los semiconductores, la telefonía móvil).

¹⁴ Empirical Research Partners (2025). *Hyperscalers, Hyperspenders, Hyperextended*.



LOS GRANDES MODELOS LINGÜÍSTICOS PUEDEN OFRECER RESULTADOS A NIVEL DE DOCTORADO, CON UNA REDUCCIÓN DE COSTES DE MÁS DEL 80%

Modelo de IA, coste por millón de tokens, dólares

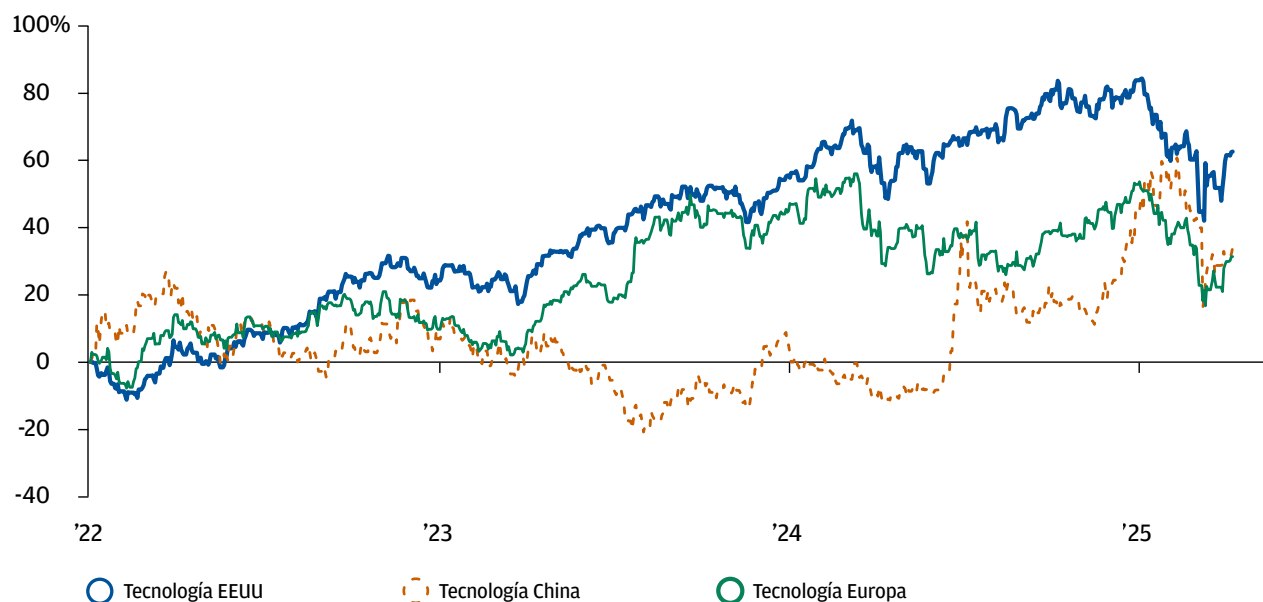


Fuente: One Useful Thing. Datos hasta abril de 2025.

Nota: El test GPQA (Google-Proof Q&A test) a nivel de graduado universitario consiste en una serie de problemas tipo test muy difíciles diseñados para poner a prueba conocimientos avanzados. El coste por millón de tokens es el coste de utilizar el modelo (los costes de Gemini Flash Thinking son estimados).

LA IA IMPULSA LAS GANANCIAS DEL SECTOR TECNOLÓGICO EN LOS MERCADOS GLOBALES

Rentabilidad desde el lanzamiento de ChatGPT, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 30 de abril de 2025.

Nota: Tecnología EE.UU.: Nasdaq 100 Index; Tecnología China: Hang Seng Tech Index; Tecnología Europa: STOXX Tech Index.



Como ha argumentado el influyente analista tecnológico Ben Thompson, la carrera de la IA se encuentra en una coyuntura interesante. Los principales laboratorios de investigación siguen teniendo incentivos para recaudar fondos e invertir en nuevos modelos: Compiten por desarrollar un modelo que pueda mejorarse a sí mismo. Al mismo tiempo, la competencia podría hacer bajar los precios, lo que fomentaría la diferenciación y una mayor adopción.¹⁵

Creemos que la IA agéntica, es decir, los programas que pueden funcionar con un nivel de inteligencia e independencia similar al humano, probablemente domine la próxima oleada de software. Los líderes del mercado ofrecerán una mejor experiencia al consumidor y aumentarán la productividad de las empresas en todos los sectores y zonas geográficas.

De hecho, los sectores tecnológicos de Europa y China estaban cerrando la brecha de resultados con las empresas tecnológicas estadounidenses después del lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022 y antes de que la crisis arancelaria afectara a los mercados. Por último, la exposición al mercado privado resulta fundamental para acceder a la tendencia de expansión de la IA. De las casi 100.000 empresas de software en las que se puede invertir, sólo unas 4.000 son cotizadas.¹⁶

Es posible que los ganadores finales de la carrera de la IA aún no hayan aparecido. En la década de 2010, el auge de la computación en nube y la transición a la telefonía móvil vio la creación de más de 30 empresas con ingresos anuales superiores a 1.000 millones de dólares (que representan más de 1,9 billones de dólares en capitalización bursátil).¹⁷ El mercado total al que se pueden dirigir las aplicaciones relacionadas con la IA podría superar las transiciones a la nube y a la telefonía móvil, en gran medida porque el objetivo último será reducir el coste salarial de los empleados.

Los escépticos del boom de la IA recuerdan la burbuja de las puntocom de finales de los noventa. Antes de que estallase la

burbuja en el año 2000, muchas compañías tenían valoraciones excesivas basadas en modelos de negocio que resultaron inadecuados o inexistentes. Incluso las empresas con modelos de negocio viables tuvieron dificultades para justificar sus valoraciones máximas. Las empresas de telecomunicaciones estadounidenses y europeas que construyeron la mayor parte de la infraestructura de comunicaciones actual (redes de telefonía móvil, banda ancha, fibra óptica) nunca han recuperado sus máximos del año 2000, a pesar de que las suscripciones de telefonía móvil se han multiplicado por más de diez.

En nuestra opinión, ni los niveles de inversión en IA ni las valoraciones de las acciones sugieren que exista una burbuja de la IA en el mercado. Los precios de las acciones han subido con los beneficios, y el capex no se ha financiado con emisiones de capital o deuda. No obstante, estamos vigilando de cerca la rentabilidad de los proyectos de IA y la existencia de bolsas de euforia (en las valoraciones y/o los niveles de capex) en sectores como los centros de datos.

Los datos de beneficios más recientes sugieren que la IA está empezando a dar resultados para empresas e inversores. La demanda de IA contribuyó a casi la mitad del crecimiento del 35% registrado por la unidad de computación en nube de Microsoft, y la empresa procesó más de 100 billones de tokens en el primer trimestre, cinco veces más que el año pasado.

Seguiremos centrándonos en empresas y sectores que puedan beneficiarse del ahorro de costes y el aumento de la productividad gracias a la tecnología de IA (por ejemplo, el sector del software y el financiero). También buscaremos valores prometedores en el ámbito de las aplicaciones agénticas.

Puede que la gente ya no hable de IA, pero debería hacerlo.

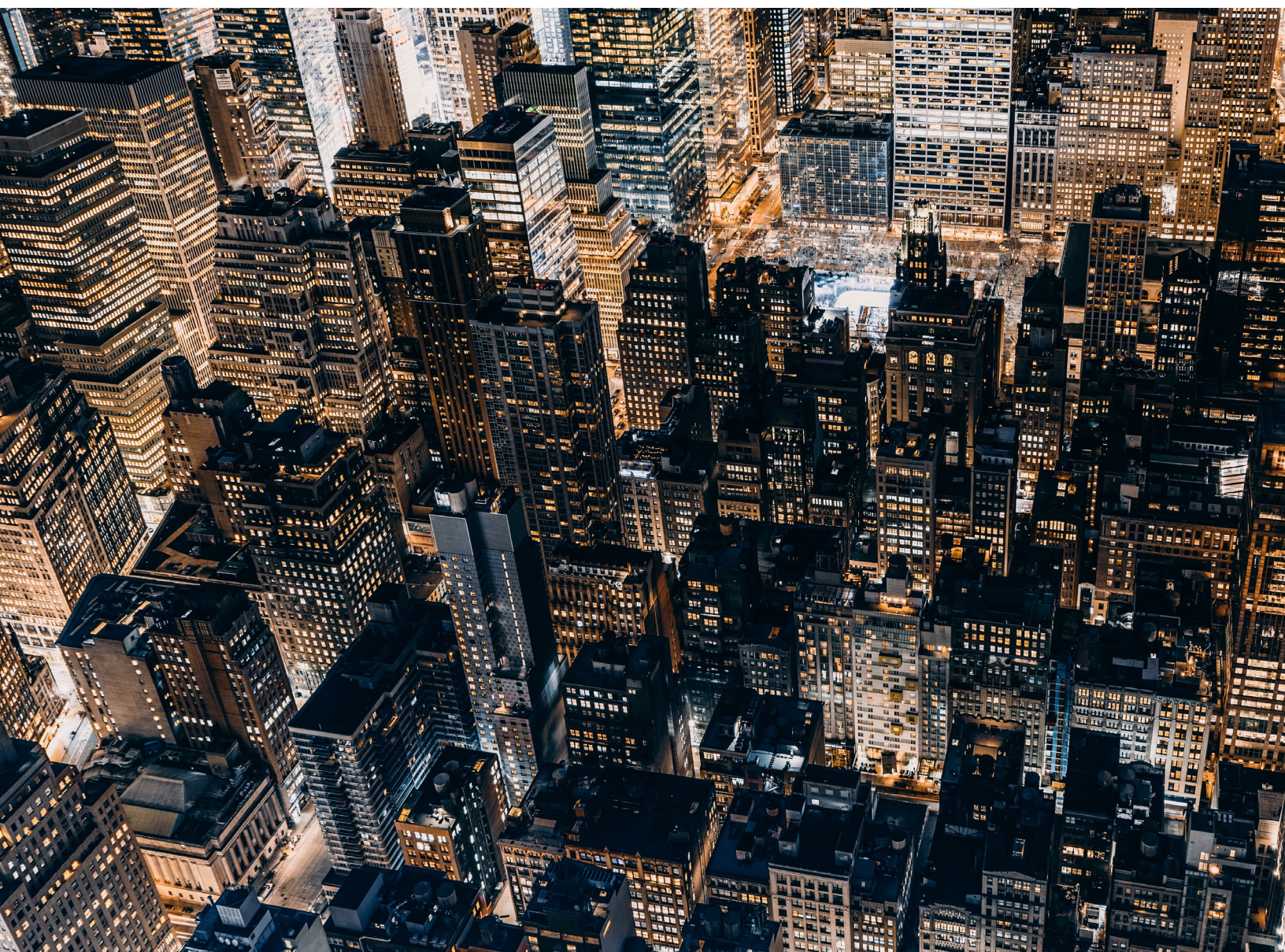
¹⁵ Thompson, B. (25 de febrero de 2025). *AI Promise and Chip Precariousness*.

¹⁶ Vista Equity Partners (marzo de 2025).

¹⁷ Huang, S., & Grady, P. (October 9, 2024). *Generative AI's Act o1*. Compañías utilizadas para esta estadística (no exhaustive): Airbnb, Atlassian, Cloudflare, CrowdStrike, Datadog, Docusign, Doordash, Dropbox, Dynatrace, Elastic, Lyft, MongoDB, Okta, Palantir, Paloalto, Paycom, Paylocity, Pinterest, Playtika, Robinhood, Salesforce, Shopify, Snapchat, Snowflake, Spotify, Thetradedesk, Twilio, Uber, Unity, Workday, Zoom, Zoominfo, Zscaler.

5

¿Qué pasa con las operaciones corporativas?



En Wall Street la mayoría esperaba una reactivación inmediata de la actividad de fusiones y adquisiciones y de los mercados de capitales tras la victoria electoral de Donald Trump. Desde la noche de las elecciones hasta finales de enero, el subsector de los mercados de capitales (que incluye a los bancos de inversión y a los gestores de activos alternativos) registró una subida del 10%, duplicando el repunte del 5% del mercado general.

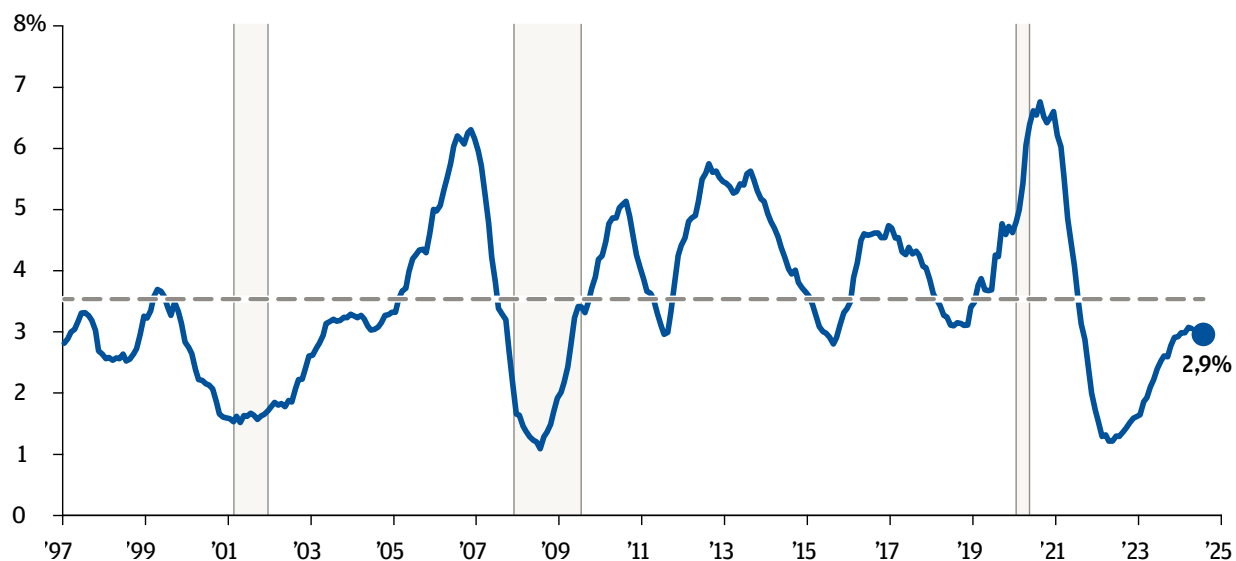
Las esperanzas de un boom de operaciones corporativas pronto se toparon con la realidad de la incertidumbre provocada por los aranceles, unos tipos de interés aún elevados y mercados de renta variable agitados. Mientras que la negociación en el mercado privado continúa a un ritmo razonable, en los mercados bursátiles cotizados (en particular, en lo que se refiere a las salidas a bolsa) la actividad ha sido muy reducida.

El sector de los mercados de capitales ha perdido la mayor parte de las ganancias obtenidas tras las elecciones, y las expectativas de crecimiento de la actividad de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos se han revisado a la baja, pasando de un crecimiento del 25% a sólo un 7%.¹⁸ A principios de año observamos brotes verdes (la actividad global de fusiones y adquisiciones aumentó un 17% interanual en el primer trimestre, impulsada por la actividad respaldada por sponsors). Pero la perspectiva de una incertidumbre prolongada ha empañado el ritmo de las operaciones, al menos a corto plazo.



LA LIQUIDEZ DE LOS MERCADOS COTIZADOS ES LIMITADA, PERO LAS PERSPECTIVAS ESTÁN MEJORANDO LENTAMENTE

Volumen de bonos high yield, préstamos bancarios y OPVs a 12 meses, como % del PIB



Fuentes: J.P. Morgan, Bank of America, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Datos a 30 de abril de 2025.

Nota: La liquidez se define como OPVs, bonos high yield y préstamos bancarios. La línea discontinua representa la media.

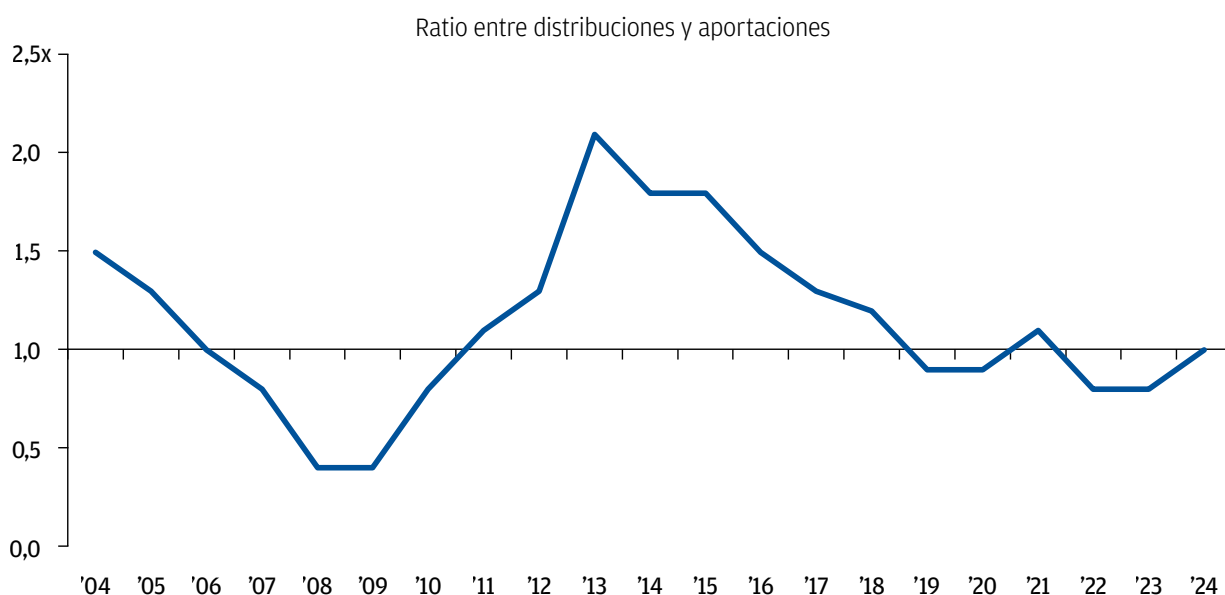
¹⁸ Goldman Sachs (14 de marzo de 2025). *Policy uncertainty and market volatility create risk to the much anticipated rebound in capital markets activity.*

Como ya comentamos en nuestro artículo de Perspectivas 2025, queda por ver hasta qué punto la nueva dirección de la Comisión Federal de Comercio (FTC) se mostrará favorable al mercado. El presidente de la FTC, Andrew Ferguson, ha optado por mantener las directrices sobre fusiones de la época de Biden, lo que ha decepcionado a los participantes en el mercado, que esperaban cambios. Por otro lado, la FTC de Ferguson parece orientar la aplicación de sus normas en función del bienestar del consumidor, un enfoque más favorable al mercado que el de su predecesora, Lina Khan, que pretendía corregir los desequilibrios en las cuotas de mercado. En el tema concreto (y polémico) de las grandes compañías tecnológicas, parece probable que la FTC de Trump mantenga una postura de confrontación.⁹

Aunque puede que el entorno de las operaciones corporativas aún sea algo flojo, **vemos indicios de que el ecosistema de private equity se está equilibrando**. En 2022 y 2023, las demandas de capital superaron las distribuciones del sector, lo que situó a los inversores en una posición de flujos de caja negativos. En 2024, las peticiones de capital se ajustaron a las distribuciones.



MEJORES PERSPECTIVAS PARA LOS *BUYOUTS* EN TODO EL MUNDO: LOS FLUJOS DE CAJA NETOS SE MANTIENEN ESTABLES TRAS DOS AÑOS EN NEGATIVO



Fuente: Bain & Company Global Private Equity Report. Datos a 30 de septiembre de 2024.

¹⁹ Stratmann, T. (31 de marzo de 2025). *Trump Tweaks Instead of Tearing Up Biden's Antitrust Policies*.



El ritmo más lento de la actividad tradicional (OPVs, fusiones y adquisiciones estratégicas), junto con el envejecimiento de los activos en las carteras de private equity existentes, podrían crear oportunidades atractivas para los gestores secundarios que compran participaciones existentes a otros sponsors. Históricamente, las adquisiciones secundarias han sido atractivas por varios motivos.

En primer lugar, mitigan el efecto “curva en forma de J” habitual en los fondos *drawdown* (los que van solicitando capital por fases); estos fondos presentan rentabilidades iniciales negativas a medida que se solicita el capital, seguidas de rentabilidades positivas a medida que se distribuye el capital. Además, los fondos secundarios dan visibilidad a los inversores sobre los activos subyacentes de la estrategia (lo que atenúa el riesgo de fondo ciego), y proporcionan una diversificación significativa por años de inversión y gestores. Las posibles necesidades de liquidez de los fondos de dotación de las universidades constituyen otro catalizador potencial que podría generar oportunidades para los fondos secundarios.

Las estructuras de fondos *evergreen* probablemente alteren el panorama de los mercados privados. Este mismo año, más de 4.500 clientes han invertido por primera vez en estructuras *evergreen*. En la actualidad, los fondos *evergreen* representan aproximadamente el 5% del total de los mercados privados, y algunos estiman que este porcentaje podría aumentar hasta el 20% en la próxima década.²⁰ Conforme vayan madurando los mercados privados, esperamos que los propietarios de activos encuentren oportunidades adicionales para obtener liquidez más allá de las vías tradicionales de OPV y fusiones y adquisiciones estratégicas.

Los inversores que sólo participan en los mercados cotizados deben darse cuenta de que, en los últimos tiempos, as empresas se mantienen más tiempo en el mercado privado. En la actualidad, la empresa mediana que sale a bolsa tiene casi 14 años. Hace diez años, la antigüedad media de las compañías que salían a bolsa era inferior a 11 años.²¹ De todas las empresas que superan los 100 millones de dólares de facturación anual en Estados Unidos, el 87% son privadas.²²

Una lección esencial para los inversores adecuados es que la exposición a los mercados privados podría ser fundamental para garantizar una exposición adecuada al conjunto de la economía.

A medida que el ecosistema del private equity se va equilibrando, vemos que el panorama de inversión en el sector del deporte presenta un notable interés. Las operaciones en este sector han seguido creciendo tanto en número como en volumen. La venta de los Boston Celtics batió un récord de valoración de transacciones, y la empresa Omaha Productions de Peyton Manning, dedicada al deporte, se valoró recientemente en más de 800 millones de dólares.²³ Creemos que el ecosistema deportivo podría ofrecer la oportunidad de flujos de rentabilidad menos correlacionados a través de inversiones en deuda y capital.

El panorama de los mercados privados sigue evolucionando, impulsado por el envejecimiento de los activos y el crecimiento de los fondos *evergreen*. Los inversores deben considerar mantener un equilibrio entre estructuras *drawdown* y *evergreen* al construir sus carteras de private equity, y analizar la posibilidad de invertir en operaciones secundarias y en el sector deportivo.

²⁰ Hamilton Lane (2025).

²¹ Ritter, J. R. (2025). *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. Warrington College of Business, University of Florida.

²² Sjøk, T. (20 de abril de 2024). *Many More Private Firms in the US*.

²³ Fischer, S. (27 de marzo de 2025). *Peyton Manning's Omaha Productions raises series B from Patrick Whitesell and Silver Lake*.

Conclusión

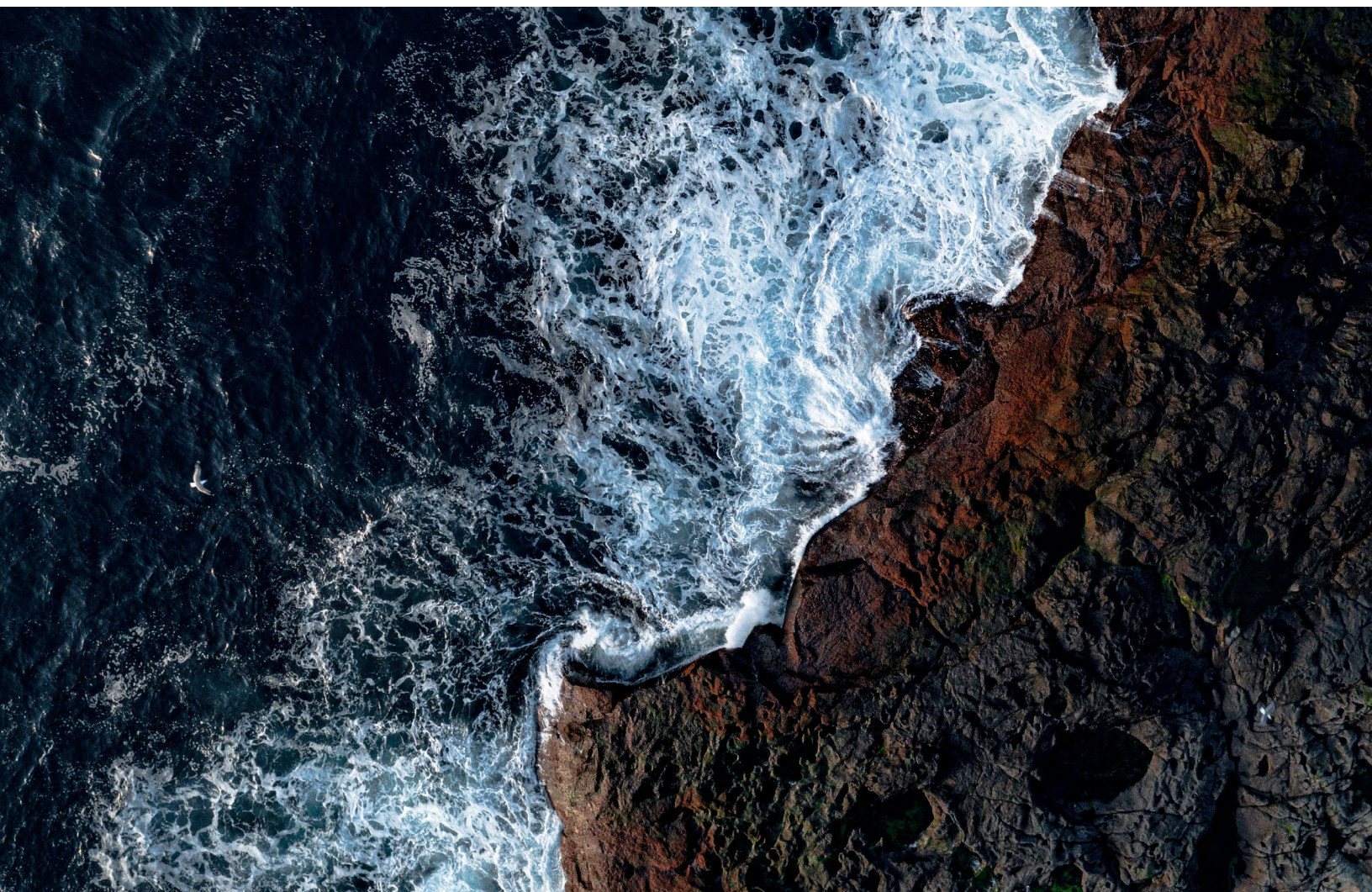
La incertidumbre es palpable. Muchos inversores reconocen la probabilidad de que los mercados sigan fluctuando, pero no están seguros de qué hacer al respecto. Quizá la manera más eficaz de encontrar claridad en un mundo volátil sea definir la intención de su capital y comprender el contexto de su plan patrimonial (su capacidad de asumir riesgos y su tolerancia al riesgo). De este modo, podrá sentirse más seguro de que sus decisiones de distribución de activos le acercarán a la consecución de sus objetivos.

Esperamos que nuestras respuestas a las cinco preguntas esenciales le ayuden a descubrir oportunidades en la incertidumbre, y que las implicaciones para su cartera que hemos analizado le den la tranquilidad que necesita para mantenerse fiel a su plan patrimonial.



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.



EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment Strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Investment Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

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

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

Definiciones de índices y términos

Nota: Los índices se muestran únicamente a efectos ilustrativos, no son productos de inversión, y no pueden ser considerados a efectos de inversión directa en los mismos. Los índices son una herramienta de predicción o comparación fundamentalmente débil.

Todos los índices se denominan en dólares estadounidenses, salvo que se indique otra cosa.

Bloomberg Commodity Index: Índice que proporciona una medida general del comportamiento de los mercados globales de materias primas, y que abarca un conjunto diverso de materias primas, como la energía, los metales y los productos agrícolas. El índice ha sido diseñado para servir de referencia líquida y diversificada de las inversiones en materias primas, reflejando los movimientos y tendencias de los precios de las principales materias primas.

Bloomberg Emerging Markets Aggregate Bond USD Index: Índice que sigue la evolución de los bonos denominados en dólares estadounidenses emitidos por entidades soberanas, cuasi-soberanas y corporativas de los mercados emergentes. Este índice se centra específicamente en los bonos emitidos en dólares estadounidenses, lo que ofrece a los inversores una perspectiva de las oportunidades de renta fija y la dinámica crediticia de los mercados emergentes sin la complejidad añadida del riesgo de divisa.

Bloomberg Global U.S. Treasury Index: Índice que mide la evolución de los valores del Tesoro estadounidense, incluidos los bonos y pagarés emitidos por el gobierno de Estados Unidos. Este índice ofrece una visión global del mercado de bonos gubernamentales estadounidenses, y abarca una variedad de vencimientos, de modo que refleja el panorama de los tipos de interés y la situación económica de Estados Unidos.

Bloomberg Municipal 1-17 Year Index: Índice que mide la evolución de los bonos municipales estadounidenses con vencimientos que oscilan entre 1 y 17 años. Por lo general, estos bonos son emitidos por gobiernos locales y estatales, y ofrecen ingresos libres de impuestos.

Bloomberg U.S. 1-3 Month Treasury Bills Index: Índice que mide la evolución de los bonos del Tesoro estadounidense con vencimientos entre uno y tres meses. Este índice sirve de referencia para las inversiones a corto plazo libres de riesgo, y refleja el entorno de los tipos de interés y las condiciones de liquidez del mercado de valores gubernamentales estadounidenses.

Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index: Un índice de referencia exhaustivo que mide el comportamiento del mercado de bonos estadounidenses investment grade, denominados en dólares, con tipo de interés fijo y sujetos a tributación. Este índice incluye una amplia variedad de tipos de bonos, tales como bonos del Tesoro, valores gubernamentales y corporativos, valores garantizados por hipotecas, valores garantizados por activos y valores garantizados por hipotecas comerciales.

Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield Index: Índice que sigue la evolución de los bonos high yield corporativos denominados en dólares estadounidenses, y a tipo fijo. Incluye valores con calificación Ba1/BB+/BB+ o inferior por Moody's, Fitch y S&P, y excluye bonos de emisores clasificados como mercados emergentes por Bloomberg.

Gastos de capital (Capex): Se refiere a los fondos que una compañía destina a adquirir o mejorar activos físicos, como inmuebles, edificios industriales o equipos. Estos gastos a menudo se utilizan para iniciar nuevos proyectos o inversiones, lo que aumenta el valor de la empresa a largo plazo.

Tipo Arancelario Efectivo: El tipo efectivo de los aranceles aplicados a las importaciones, teniendo en cuenta todos los ajustes, como los acuerdos comerciales, las exclusiones y los efectos de sustitución, que reflejan el impacto real en los costes comerciales.

Pagarés Estructurados Equity-Linked: Instrumentos financieros que ofrecen rentabilidades en función de la evolución de un índice bursátil específico o bien de acciones, que combinan elementos de los valores de renta fija con la exposición al mercado de renta variable y que a menudo son emitidos por entidades financieras.

PIB (Producto Interior Bruto): El valor monetario total de todos los bienes y servicios producidos dentro de las fronteras de un país durante un período de tiempo específico, que sirve como indicador de la actividad y la salud económicas.

Hang Seng Tech Index: Índice que sigue la evolución de las mayores empresas tecnológicas que cotizan en la Bolsa de Hong Kong. Incluye empresas dedicadas principalmente a los sectores de Internet, fintech, computación en la nube, comercio electrónico y tecnología digital.

OPV (Oferta Pública de Venta): Proceso por el cual una empresa privada ofrece acciones al público por primera vez, lo que le permite obtener capital de inversores en los mercados cotizados. Una OPV marca la transición de una empresa de privada a cotizada, lo que le permite cotizar en bolsa y proporcionar liquidez a sus accionistas.

Fusiones y Adquisiciones: Actividad empresarial que consiste en la consolidación de empresas o activos mediante diversos tipos de operaciones financieras, entre las que se incluyen las fusiones, adquisiciones, consolidaciones y compras.

MSCI Asia ex-Japan Index: An index that measures the performance of large- and mid-cap companies across Asia's developed and emerging markets, excluding Japan. This index provides coverage of countries such as China, India, South Korea, Taiwan and others, representing approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

MSCI EAFE Index: Índice que mide el comportamiento de los mercados bursátiles de los países desarrollados fuera de Estados Unidos y Canadá, incluyendo Europa, Australasia y Extremo Oriente. Con una amplia cobertura de empresas de gran y mediana capitalización, el índice MSCI EAFE representa aproximadamente el 85 % de la capitalización bursátil ajustada para tener en cuenta el capital flotante de cada mercado incluido en el mismo.

MSCI Emerging Markets (EM) Index: Índice diseñado para reflejar el comportamiento de las empresas de gran y mediana capitalización de los mercados emergentes de todo el mundo. Incluye países como China, India, Brasil, Corea del Sur, Taiwán y muchos otros. El índice MSCI EM representa aproximadamente el 85 % de la capitalización bursátil de cada uno de estos mercados emergentes, lo que proporciona a los inversores información sobre la dinámica económica y los resultados de la renta variable de las regiones en vías de desarrollo.

MSCI Japan Index: Índice que mide la rentabilidad de los segmentos de gran y mediana capitalización de Japón, y que cubre aproximadamente el 85 % de la capitalización bursátil ajustada para reflejar el capital flotante del mercado de renta variable japonés.

MSCI World Index: Índice que mide el comportamiento de las acciones de gran y mediana capitalización de 23 países desarrollados de todo el mundo. Con una cobertura aproximada del 85 % de la capitalización bursátil ajustada para tener en cuenta el capital flotante de cada país, el índice MSCI World ofrece una visión exhaustiva de los resultados de la renta variable de los mercados desarrollados a nivel global.

MSCI World NR USD: Índice que representa el comportamiento de las acciones de gran y mediana capitalización de 23 países desarrollados de todo el mundo, con rentabilidades calculadas en dólares estadounidenses incluida la reinversión neta de dividendos.

NASDAQ-100 Index: Índice bursátil que incluye las 100 empresas no financieras más importantes que cotizan en la Bolsa de Valores NASDAQ, conocida por su plataforma de negociación electrónica y su énfasis en las empresas tecnológicas y orientadas al crecimiento.

NYGold-FDS Index: Índice diseñado para seguir la evolución del precio al contado del oro negociado en el mercado de Nueva York, que proporciona a los inversores información sobre el comportamiento y las fluctuaciones del precio del oro.

Russell 3000 Index: Índice bursátil que mide el comportamiento de las 3.000 empresas cotizadas de mayor capitalización en Estados Unidos, lo que representa aproximadamente el 98 % del mercado de renta variable estadounidense susceptible de inversión.

S&P 500®: Este índice, que está considerado como el principal indicador del mercado de renta variable estadounidense, incluye 500 empresas líderes de los principales sectores, y se centra en el segmento de gran capitalización. Representa aproximadamente el 80 % de la capitalización bursátil total, lo que lo convierte en un indicador fundamental del comportamiento global del mercado.

STOXX Europe 600 Index: Índice que sigue la evolución de 600 compañías de gran, mediana y pequeña capitalización de 17 países europeos. Cuenta con una amplia representación de distintos sectores e incluye empresas tanto de la Eurozona como de países no pertenecientes a ella, lo que le permite ofrecer una visión global de los mercados de renta variable europeos.

STOXX Tech Index: Índice que sigue la evolución de las compañías tecnológicas incluidas en la familia de índices STOXX, que abarca diversos segmentos del sector tecnológico en toda Europa. Incluye empresas dedicadas al software, el hardware, las telecomunicaciones y otras industrias relacionadas con la tecnología.

Información importante

Riesgos fundamentales

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

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. El uso de derivados con apalancamiento vinculados a las materias primas conlleva la oportunidad de lograr mayores rentabilidades, pero, al mismo tiempo implica la posibilidad de una mayor pérdida.

Las inversiones en **mercados emergentes** pueden no ser adecuadas para todos los inversores. Los mercados emergentes implican un mayor grado de riesgo y una mayor volatilidad. Las variaciones en los tipos de cambio y las diferencias en las políticas contables y fiscales fuera de los Estados Unidos pueden aumentar o disminuir las rentabilidades. Algunos mercados extranjeros podrían no ser tan estables política y económicamente como Estados Unidos y otros países. Las inversiones en mercados emergentes pueden ser más volátiles.

El precio de los **valores de renta variable** podría subir o bajar debido a cambios en el mercado en general o en la situación financiera de una compañía, a veces de forma rápida o impredecible. Los valores de renta variable están sujetos a riesgo bursátil, lo que significa que los precios de las acciones en general podrían sufrir caídas, a corto plazo o en periodos de tiempo más amplios.

La inversión en **productos de renta fija** está sujeta a ciertos riesgos, incluyendo riesgo de tipo de interés, riesgo de crédito, riesgo de inflación, riesgo de margen call, riesgo de amortización anticipada y riesgo de reinversión. Cualquier valor de renta fija vendido o amortizado antes de su vencimiento podría estar sujeto a una ganancia o pérdida sustancial.

Como recordatorio, los **hedge funds** (o los fondos de hedge funds) a menudo utilizan el apalancamiento y otras prácticas de inversión especulativas 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 toda 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 **bonos high yield** son bonos especulativos, con calificación inferior al grado de inversión, que presentan un mayor riesgo de impago u otros eventos crediticios adversos, y son adecuados únicamente para inversores con un perfil de riesgo elevado.

No todas las **estrategias basadas en opciones** resultan adecuadas para todos los inversores. Ciertas estrategias podrían exponer a los inversores a riesgos y pérdidas potenciales significativas. Si desea obtener más información sobre riesgos, solicite una copia de lea el documento "Características y riesgos de las opciones estandarizadas". <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>. Aconsejamos a los inversores que consulten con sus asesores fiscales y legales sobre las implicaciones fiscales de estas estrategias. Se recomienda vivamente a los inversores que consideren seriamente si las opciones o los productos o estrategias relacionados con opciones resultan adecuados para sus necesidades.

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.

La inversión en **pagarés estructurados** conlleva una serie de riesgos significativos. Hemos descrito ciertos factores de riesgo y otras consideraciones de inversión relacionadas con la inversión. No todas las inversiones son adecuadas para todos los inversores (ni responden a su mejor interés). Debe analizar las obligaciones estructuradas en función de sus circunstancias individuales, teniendo en cuenta factores como el riesgo de inversión, la tolerancia al riesgo y las necesidades de liquidez.

J.P. Morgan Securities LLC (JPMS) no avala, asesora acerca de, emite, intermedia, extrae, custodia, almacena, administra, transmite, intercambia, controla, vende ni realiza transacciones directas con ningún tipo de **moneda virtual o activo digital**. Esto no incluye instrumentos financieros que deriven su valor de monedas virtuales que JPMS pueda poner a disposición para su compra o venta.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Todas las compañías mencionadas se muestran únicamente a efectos ilustrativos, y no se pretende que constituya 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); 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.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados

