

PERSPECTIVAS DE MITAD DE AÑO 2026

# Promesas y Retos

¿Qué podría salir mal y  
qué podría salir bien?



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 GARANTÍA BANCARIA • PODRÍAN PERDER VALOR

# Prólogo

Hoy, los inversores se enfrentan a un entorno incierto. Los mercados están en constante cambio, influenciados por titulares contradictorios y expuestos a disrupciones tecnológicas y geopolíticas. Detrás de estos movimientos se encuentra un mundo estructuralmente distinto al de hace una década, con importantes implicaciones para el posicionamiento de las carteras. En este momento de volatilidad, no apostamos por una única versión del futuro.

En su lugar, las *Perspectivas de mitad de año 2026* trazan un camino a través de múltiples escenarios.

Los temas críticos que nuestras *Perspectivas 2026* identificaron hace seis meses—fragmentación global, inflación e inteligencia artificial—han evolucionado rápidamente, adquiriendo aún mayor relevancia. Para cada uno de ellos, evaluamos los escenarios alcistas y bajistas, identificando los activos y estrategias diseñados para resistir, ya sea que las carteras estén orientadas al crecimiento o a la estabilidad.

Entramos en la segunda mitad del año con una actitud selectiva, pero constructiva. Nuestro objetivo no es anticipar los *shocks*. Estamos comprometidos a construir carteras que le permitan mantenerse invertido, pase lo que pase. Los mercados, cuando son sometidos a tensiones, pueden ofrecer puntos de entrada a los inversores disciplinados.

A continuación, presentamos alternativas para los inversores, ideas sólidas para un mundo en transformación. Se podría decir que, aunque los mercados están bajo mayor presión, también hay más oportunidades.

La fragmentación global y el fin del dividendo de la paz han elevado el coste de la estabilidad, redefiniendo las oportunidades en determinados mercados emergentes, el oro, la defensa y las empresas que refuerzan la resiliencia interna. Añadir la inflación a este contexto exige anclarse en activos reales y adoptar una visión más amplia de lo que significa estar diversificado, incluyendo estrategias alternativas. Y, a medida que evoluciona la inteligencia artificial, creemos que esta transformación aún tiene mucho recorrido por delante.

Nos enorgullece ser su socio financiero y seguimos comprometidos a ayudarle a mantener el foco en sus objetivos, incluso en mercados cambiantes.

Gracias por su continua confianza y por depositar su seguridad en J.P. Morgan.



**David Frame**  
CEO, Global Private Bank



**Adam Tejpaul**  
CEO, International Private Bank



**Martin Marron**  
CEO, Wealth Management Solutions

# Conclusiones principales

---

◇ **Invertir en un contexto de fragmentación global y tensiones geopolíticas**

Mire más allá de los escenarios más adversos: considere la incorporación de valores estadounidenses y de forma selectiva de mercados emergentes, así como de los beneficiados por un mayor gasto en seguridad.

---

◇ **Prepárese para una inflación más persistente**

Las disrupciones energéticas impulsan una inflación más elevada y volátil.

Planifique con intención y busque diversificar más allá de la renta variable y la renta fija tradicionales, incorporando activos reales y determinadas estrategias de *hedge funds*.

---

◇ **Posiciónese para un superciclo de IA ya en curso**

La adopción récord de la inteligencia artificial está generando aumentos de productividad reales.

Considere invertir en los beneficiados por el gasto en centros de datos, explore los mercados privados y evite el software potencialmente vulnerable.

---

◇ **Plantéese las preguntas difíciles**

El mundo es estructuralmente diferente al de hace una década.

- ¿Está la liquidez erosionando su patrimonio?
- ¿Ha sido sometida su cartera a pruebas de estrés?
- ¿Es la inversión en renta fija y renta variable suficiente para el próximo ciclo de inversión?

# Índice

## Parte 1

### Fragmentación: invertir durante la incertidumbre

#### ¿Qué podría salir mal?

- ◇ Se cierran los cuellos de botella en energía y semiconductores
- ◇ La disrupción energética pone de manifiesto los retos de Europa
- ◇ La relación EE. UU.-China impulsa la política industrial

#### ¿Qué podría salir bien?

- ◇ Los mercados emergentes podrían beneficiarse
  - ◇ Los mercados desarrollados podrían equilibrar la globalización y la autosuficiencia
  - ◇ Un mercado alcista secular para los activos chinos
- 

## Parte 2

### Inflación: una amenaza persistente para el poder adquisitivo

#### ¿Qué podría salir mal?

- ◇ Los años 2020 podrían repetir los años 70
- ◇ Un *shock* en los precios de la energía podría coincidir con una inflación persistente

#### ¿Qué podría salir bien?

- ◇ La holgura en el mercado laboral contrarresta el alza de precios
  - ◇ Los aranceles y los *shocks* energéticos podrían ser temporales;
  - ◇ la ralentización del mercado de vivienda es duradera
  - ◇ La competencia global podría limitar la inflación
- 

## Parte 3

### Inteligencia artificial: no subestime el superciclo ni su potencial como mitigante de la inflación

#### ¿Qué podría salir mal?

- ◇ La IA podría desestabilizar el mercado laboral
- ◇ La IA podría transformar los modelos de negocio existentes más rápido de lo previsto
- ◇ Las OPV podrían marcar el techo del ciclo

#### ¿Qué podría salir bien?

- ◇ El ciclo de inversión en IA podría seguir impulsando el crecimiento
  - ◇ La IA podría generar aumentos de productividad y expansión de márgenes, respaldando las valoraciones
  - ◇ La IA podría aumentar la productividad, permitiendo menores tipos de interés y menor ratio deuda/PIB
- 

## Conclusión

- ◇ Las disrupciones crean puntos de entrada para inversores pacientes

# Introducción

La economía global está siendo sometida a fuerzas contradictorias. En estas *Perspectivas de mitad de año 2026*, renovamos nuestro análisis de los mercados y la economía global, construyendo sobre nuestras perspectivas de principios de año. En ese momento, afirmamos que tres fuerzas poderosas e interconectadas—la inteligencia artificial (IA), la fragmentación y la inflación—estaban definiendo una nueva frontera de mercado. Hasta ahora, esas perspectivas han resultado ser acertadas.

En esta edición, exploramos qué podría salir bien y qué podría salir mal en relación con estos tres temas clave e identificamos implicaciones prácticas para las carteras hoy.

Comprender cada uno de ellos sigue siendo fundamental para fortalecer su plan patrimonial a largo plazo y alcanzar sus objetivos financieros.

---

## Fragmentación

La fragmentación global, incluidos los conflictos en Oriente Medio y Europa del Este, ha forzado una nueva valoración de los activos de riesgo. Los precios del petróleo casi se duplicaron, y luego revirtieron ese repunte, desde principios de año. Los principales mercados bursátiles experimentaron caídas de aproximadamente el 10% y la renta variable de mercados emergentes se enfrentó a una volatilidad aún mayor. Los mercados descuentan nuevos ciclos de subida de tipos por parte de algunos bancos centrales a futuro. Y las probabilidades de recesión han fluctuado.

Incluso con una resolución del conflicto, el daño físico ya causado a infraestructuras energéticas y la prima de riesgo en las materias primas seguirán generando fricción económica.

Creemos que los inversores a largo plazo deberían ver esos momentos como oportunidades para aumentar la exposición a renta variable a largo plazo.

## Inflación

La inflación suele estar impulsada por conflictos geopolíticos—un patrón familiar. Pero los problemas comenzaron antes del *shock* energético de marzo. La inflación subyacente y general en EE. UU. ya rondaba el 3%. Lo que la liquidez obtenía por encima de la inflación era un margen muy reducido. Ahora, la brecha entre los rendimientos de la liquidez y la inflación parece destinada a estrecharse aún más.

Una asignación tradicional de un 60% renta variable/40% renta fija (60/40) puede verse presionada por una inflación más volátil—ambas clases de activos podrían caer aún más si la inflación resulta más persistente de lo esperado. A medida que se desarrolla otro *shock* económico puntual en la era post-COVID, seguimos creyendo que el suelo de la inflación es más alto que antes de la pandemia y que la correlación entre renta variable y renta fija podría ser ahora estructuralmente mayor.

Las disrupciones recurrentes pueden ser la nueva realidad. Seguimos buscando exposiciones en cartera que exhiban menor volatilidad que los mercados de renta variable, pero que también estén positivamente correlacionadas con la inflación—para potencialmente generar retornos reales y mitigar caídas ante aumentos inflacionarios.

## Inteligencia Artificial

La inteligencia artificial podría, en efecto, convertirse en un mitigante de la inflación a medio plazo. Pero ese futuro potencial—donde los beneficios de la productividad impulsada por la IA reducen la deuda, y el superciclo de la IA impulsa el crecimiento global y mejora la rentabilidad corporativa—está ausente en el discurso actual, plagado de contradicciones. Mientras que la demanda de inversores privados por participaciones en líderes de IA sigue siendo fuerte, el mercado público ha castigado a las empresas que construyen los centros de datos porque los inversores no están convencidos de que ese gasto se rentabilice.

Pensadores influyentes advierten sobre el “desempleo tecnológico” debido a la adopción generalizada de la IA. Sin embargo, muchas acciones de compañías de semiconductores cotizan a múltiplos precio-beneficio (P/E) que sugieren que el ciclo de inversión en centros de datos podría haber alcanzado ya su punto máximo. El sector del software podría recurrir a despidos para aumentar la eficiencia, pero históricamente, las transiciones tecnológicas tienden a crear más empleos de los que destruyen.

Estas contradicciones generan oportunidades, especialmente para los inversores a largo plazo. Aunque el conflicto en Oriente Medio fue el foco inmediato del mercado en la primera mitad del año, creemos que la IA es el motor más duradero de los retornos. La evidencia nos sugiere que la IA es un potenciador de productividad, generador de ingresos y ampliador de márgenes, y aunque algunas industrias se vean afectadas, podría seguir siendo un creador neto de empleo.

---

A medida que los mercados reflejan una mayor presión en nuestros tres temas centrales, instamos a los inversores a plantearse varias preguntas críticas:

- ◇ **¿Está la liquidez erosionando su patrimonio?**
- ◇ **¿Ha sido sometida su cartera a pruebas de estrés?**
- ◇ **¿Es la inversión en renta fija y renta variable suficiente para el próximo ciclo de inversión?**

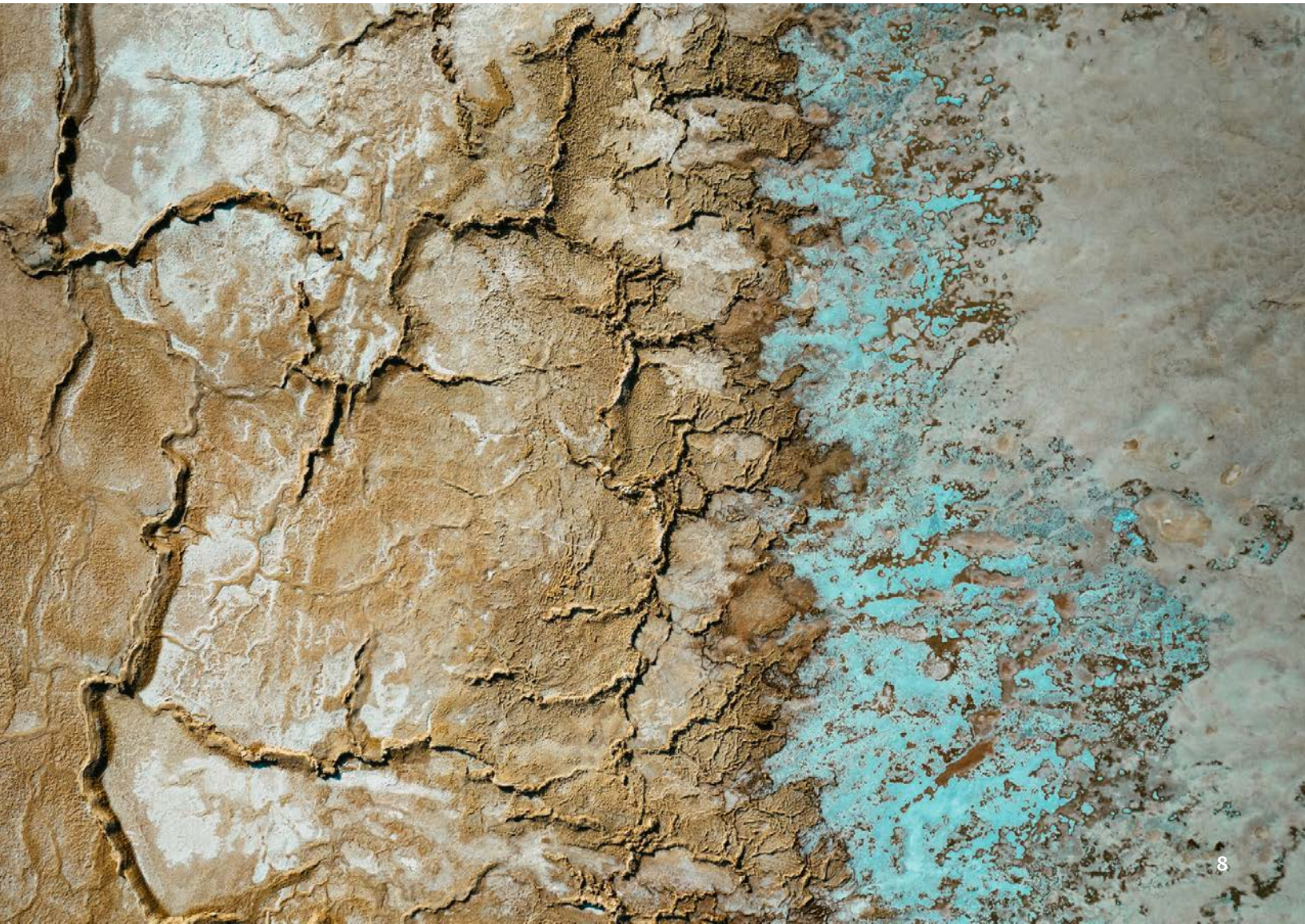
### NUESTRAS RESPUESTAS:

La liquidez probablemente será un lastre, especialmente ante la inflación. Creemos que los activos alternativos son una necesidad estratégica para este momento. Y el superciclo de la IA puede estar solo comenzando.

Nuestras *Perspectivas de mitad de año 2026* exploran lo que esa presión podría significar para los inversores—y los escenarios alcistas que podrían prometer oportunidades para las carteras.

# Parte 1

## Fragmentación: invertir durante la incertidumbre





Una de las consecuencias más evidentes de la fragmentación global ha sido el cierre del Estrecho de Ormuz. Catalizado por un ataque conjunto de EE. UU. e Israel a Irán, provocó el mayor *shock* de oferta de petróleo desde la Segunda Guerra Mundial.<sup>1</sup>

Los mercados bajistas de 1990 y 2022 también estuvieron asociados a disrupciones en los precios de la energía derivados de conflictos (la primera Guerra del Golfo y la invasión rusa de Ucrania). Los inversores hoy deben lidiar con una Casa Blanca que podría cometer errores de cálculo, con posibles consecuencias para la economía global. Incluso cuando el conflicto parece encaminado hacia la desescalada, creemos que la disrupción ha durado lo suficiente como para provocar una inflación más alta y un menor crecimiento a nivel mundial.

En lugar de considerar los conflictos en Oriente Medio como aislados, podría ser más apropiado contextualizarlos como una continuación de tendencias que los inversores han estado observando desde la pandemia de COVID-19. El mundo se ha vuelto un lugar más fragmentado y potencialmente más peligroso, y las reacciones de los responsables políticos están impulsando los mercados y las economías.

La política comercial estadounidense se ha reconfigurado para repatriar cadenas de suministro. Los responsables políticos europeos han acordado duplicar o triplicar el gasto en defensa e infraestructuras como proporción del PIB. China ha situado la independencia en recursos naturales y energía entre sus principales objetivos, al tiempo que mantiene su cuota de exportación global y extiende su influencia por el Sur Global. Estas decisiones políticas están determinando los resultados de los mercados.

<sup>1</sup> Agencia Internacional de Energía, "Informe del Mercado del Petróleo", 14 de abril de 2026.

## FRAGMENTACIÓN: INVERTIR DURANTE LA INCERTIDUMBRE

La política comercial estadounidense se ha reconfigurado para repatriar cadenas de suministro. Los responsables políticos europeos han acordado duplicar o triplicar el gasto en defensa e infraestructuras como proporción del PIB. China ha situado la independencia en recursos naturales y energía entre sus principales objetivos, al tiempo que mantiene su cuota de exportación global y extiende su influencia por el Sur Global. Estas decisiones políticas están determinando los resultados de los mercados.

Las acciones de compañías de defensa europeas se duplicaron en 2025, y renta variable global vinculada a recursos naturales repuntó casi un 30% en el mismo periodo. La renta variable de mercados emergentes superó a la de mercados desarrollados en un 11% el año pasado. El oro, considerado durante mucho tiempo un diversificador frente a los riesgos geopolíticos y los déficits soberanos, se ha disparado aproximadamente un 130% en los últimos tres años.

Hasta ahora, los mercados bursátiles han resistido esta reorientación global y ciertas exposiciones temáticas han superado al mercado. Pero el riesgo es que la inestabilidad geopolítica siga alterando dos insumos—el petróleo y los semiconductores—que son cruciales para la economía global, los mercados financieros y los flujos de capital. (Los metales raros son otra vulnerabilidad crítica relacionada.)

La pugna estratégica entre Estados Unidos y China, y los vientos en contra de Europa, son también dinámicas críticas que consideramos importantes para que los inversores comprendan e interpreten.

Al mismo tiempo, los inversores a largo plazo han sido históricamente recompensados por invertir en periodos de incertidumbre geopolítica. También consideramos plausible que este periodo de agitación pueda dar paso potencialmente a un nuevo equilibrio, que permita primas de riesgo más bajas para los mercados emergentes, una Europa más unificada y una China más favorable para el accionista.

No sabemos si este proceso de fragmentación geopolítica desembocará finalmente en un orden mundial más pacífico o caótico. Pero sí creemos saber qué activos, regiones y empresas podrían beneficiarse en cualquier caso.

Es fundamental destacar que las condiciones a corto plazo parecen presentar una oportunidad convincente para que los inversores a largo plazo aumenten sus posiciones en renta variable.



## ¿Qué podría salir mal?

# 1.

## Se cierran los cuellos de botella en energía y semiconductores

Uno de los riesgos más tangibles para la economía global es su dependencia de materiales críticos que transitan por corredores físicos estrechos. Esta dependencia es más visible en dos lugares: Taiwán y Oriente Medio. Dado que estas regiones tienen vínculos poderosos con los sectores de semiconductores y energía, representan posibles líneas de falla en una economía global más fragmentada. Los conflictos en Oriente Medio presentan un riesgo claro para la economía global.

El Estrecho de Ormuz es fundamental para las exportaciones energéticas mundiales. Aproximadamente 20 millones de barriles de petróleo transitan normalmente cada día por este estrecho corredor—es la fuente de cerca de una quinta parte del consumo mundial de petróleo y casi una cuarta parte del comercio marítimo de crudo. Alrededor del 20% de los envíos mundiales de gas natural licuado (GNL) siguen la misma ruta.<sup>2</sup>

En los días posteriores a los primeros ataques de EE. UU. e Israel, los precios del petróleo casi se duplicaron y el precio del GNL en Europa se disparó casi un 100% en dos días. El CEO de Qatar Energy afirmó que más del 15% de la capacidad de GNL de Catar podría estar fuera de servicio hasta cinco años, lo que sugiere un impacto prolongado incluso si las hostilidades se reducen.

Cualquier atasco en las exportaciones genera impactos posteriores en productos relacionados, como fertilizantes, plásticos e incluso semiconductores. Catar suministra aproximadamente el 30% del helio mundial,<sup>3</sup> un gas crítico para el proceso de fundición.

Como resultado, las autoridades surcoreanas han advertido sobre la posibilidad de cierres en la fabricación de chips. Funcionarios desde el sur de Asia hasta Dinamarca instaron a sus ciudadanos a conducir menos, las petroleras estatales indias deben mantener los precios estables y los precios de la gasolina en EE. UU. superaron los 4 dólares por galón.<sup>4</sup> Es probable que una prima de riesgo geopolítico duradera se haya incorporado a los precios de la energía en el futuro previsible. Aunque el crecimiento global es mucho menos intensivo en petróleo que hace 50 años, la economía mundial sigue viéndose afectada por precios más altos del petróleo.<sup>5</sup>

Los elevados costes macroeconómicos de las disrupciones de la oferta energética incentivan a los responsables políticos a invertir en sistemas de generación, transmisión y almacenamiento de energía más diversificados (gas, nuclear, solar), seguros y flexibles. Esto podría ayudar a reducir el riesgo de punto único de fallo que expuso el cierre de Ormuz.

### La disrupción en semiconductores podría ser aún más catastrófica

La disrupción económica causada por el cierre del Estrecho de Ormuz podría quedarse corta en comparación con lo que ocurriría si la capacidad de Taiwán para producir o transportar semiconductores se viera afectada. TSMC de Taiwán fabrica más del 90% de los semiconductores avanzados del mundo. Taiwán también importa aproximadamente el 90% de su energía primaria y el 60% de sus alimentos, lo que deja a la economía estructuralmente expuesta a un bloqueo.<sup>6</sup>

<sup>2</sup> Administración de Información Energética de EE. UU., 31 de marzo de 2025.

<sup>3</sup> Servicio Geológico de EE. UU., 2025.

<sup>4</sup> Oxford Economics, “Asia Pacífico: la disponibilidad de energía es el principal riesgo macroeconómico”, 26 de marzo de 2026.

<sup>5</sup> Michael Cembalest, “Eye on the Market Energy Paper: Fighting Words”, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, marzo de 2026.

<sup>6</sup> Michael Cembalest, “Eye on the Market Outlook 2026: Smothering Heights”, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, enero de 2026.

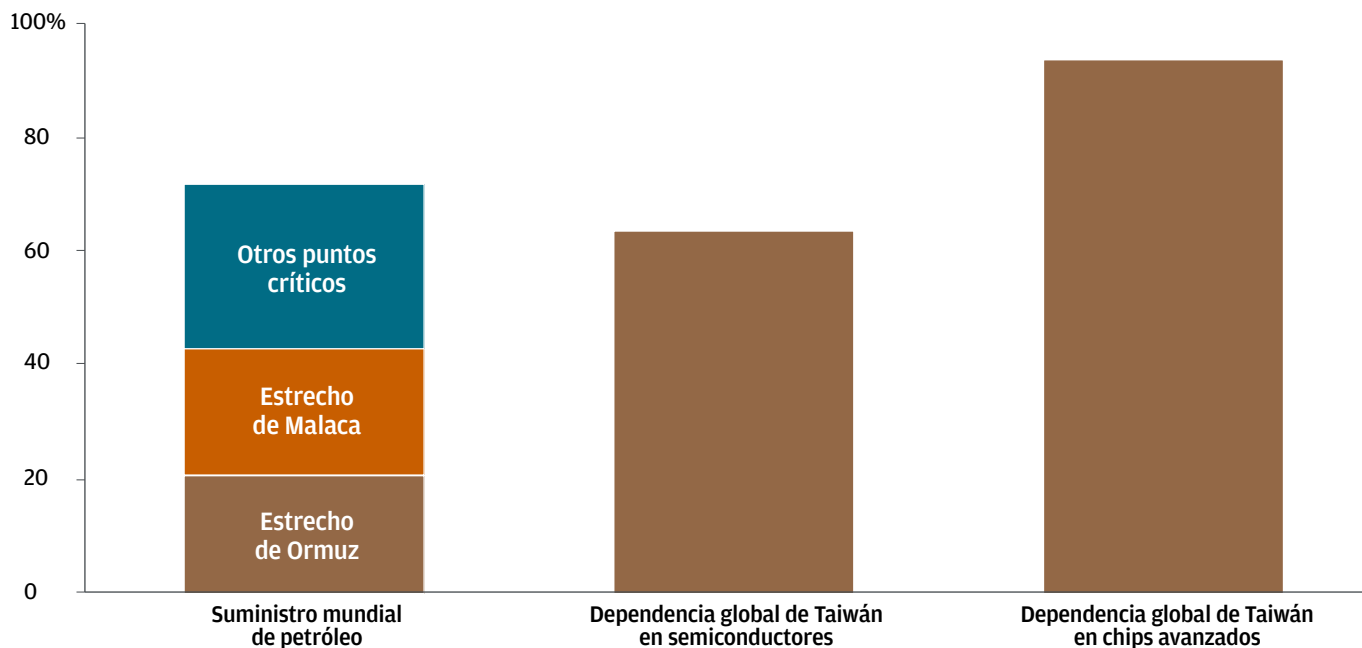
## FRAGMENTACIÓN: INVERTIR DURANTE LA INCERTIDUMBRE

Aunque, según se informa, el presidente chino Xi Jinping ha ordenado que el ejército esté preparado para tener la capacidad de tomar Taiwán en 2027, los mercados no están valorando una escalada inminente.<sup>7</sup> Los mercados de predicción sitúan la probabilidad de un enfrentamiento militar antes de 2027 en torno al 11%, y el Ejército Popular de Liberación carece de experiencia moderna en combate, ya que no ha participado en acciones militares activas en más de 40 años.

En cualquier caso, las consecuencias serían descomunales. Un bloqueo del Estrecho de Taiwán conmocionaría el ecosistema tecnológico global y los mercados de bienes de consumo, y probablemente paralizaría a TSMC. Los economistas estiman que un bloqueo de Taiwán supondría un impacto negativo del 5% en el crecimiento del PIB mundial. Las empresas estadounidenses podrían operar con inventarios solo durante unos meses. Una disrupción sostenida probablemente sería catastrófica para la economía global. Una estimación del coste de un bloqueo de Taiwán sugiere que el PIB de EE. UU. podría caer un 6,7%—aproximadamente equivalente a la crisis financiera global (GFC)—mientras que el de China podría reducirse un 17%.<sup>8</sup>

### EL COMERCIO DE PETRÓLEO Y SEMICONDUCTORES DEPENDE DE PUNTOS ESTRATÉGICOS

Dependencia regional, %



Fuentes: U.S. Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook, febrero de 2026, y análisis de la EIA basado en el seguimiento de tanqueros de Vortexa y datos de la Autoridad del Canal de Panamá, utilizando factores de conversión y cálculos de la EIA. BP Statistical Review, ROC Taiwán, Global Guardian. Datos de petróleo a junio de 2025, datos de semiconductores a 2024. Notas: El comercio marítimo mundial de petróleo excluye los volúmenes internos, salvo aquellos que transitan por los puntos críticos globales y el Cabo de Buena Esperanza. Los estrechos daneses no incluyen flujos a través del Canal de Kiel. Los datos del Canal de Panamá corresponden al año fiscal (del 1 de octubre al 30 de septiembre).

<sup>7</sup> Servicio de Investigación del Congreso, "Taiwán: cuestiones de defensa y militares", 9 de febrero de 2026.

<sup>8</sup> "El conflicto de 10 billones de dólares: modelando una guerra entre EE. UU. y China por Taiwán", Bloomberg Economics, 8 de enero de 2024.

## ¿Qué podría salir mal?

### 2. El *shock* energético resalta los retos de Europa

La dependencia energética sigue siendo un desafío para Europa. La economía se diversificó alejándose de su dependencia del gas natural ruso, pero ha desplazado esa dependencia hacia Noruega, Estados Unidos y los estados del Golfo.<sup>9</sup> Aunque la región busca suministro de Canadá y productores del norte de África, la diversificación no equivale a autosuficiencia. Los precios de la electricidad en Europa duplican o cuadruplican los de Estados Unidos, y los aumentos en los precios de la energía agravan esta limitación en la competitividad europea.<sup>10</sup>

El conflicto actual también tiene un impacto relevante en la política monetaria europea. El *shock* en los precios de la energía ha impulsado la inflación al alza, y el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) han anticipado una posible subida de tipos de interés, incluso en ausencia de una ralentización de la economía doméstica.

Dado que la estabilidad de precios es el único mandato de ambos bancos centrales, ninguno tiene la misma flexibilidad que la Reserva Federal, cuyo doble mandato es equilibrar inflación y pleno empleo. Mientras las disrupciones externas causan presión, los vientos en contra para el crecimiento económico y la innovación persisten. El gasto gubernamental europeo en defensa e infraestructuras deberá equilibrarse con las preocupaciones sobre los elevados déficits. De los 10 países con mayor ratio deuda/PIB, seis son europeos.<sup>11</sup>

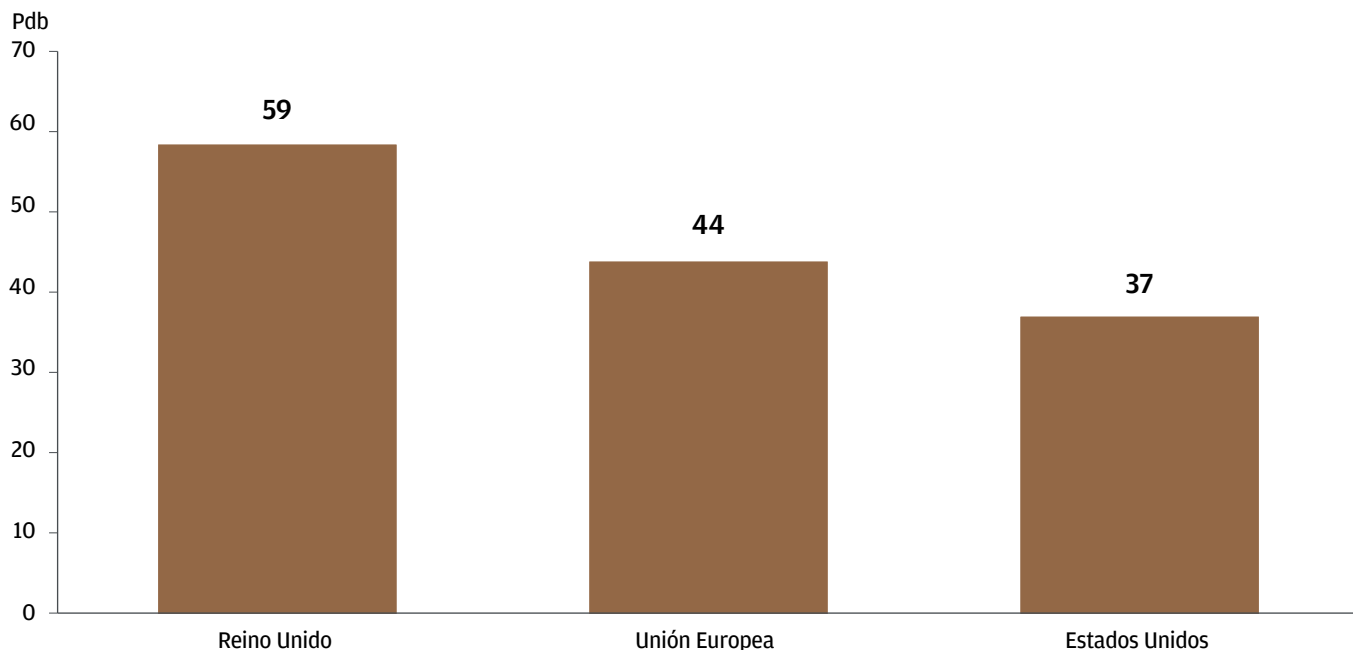
<sup>9</sup> Estados Unidos representa aproximadamente el 27% de las importaciones de gas de la UE, frente al 5% en 2021. Nuevos contratos podrían elevar este porcentaje hasta el 40% para 2030, cerca del 80% de las importaciones totales de GNL, según el Instituto para la Economía Energética y el Análisis Financiero.

<sup>10</sup> Tom Fairless y Max Colchester, "La carrera de Europa por la energía verde redujo las emisiones—y debilitó la economía", Wall Street Journal, 1 de diciembre de 2025.

<sup>11</sup> Incluyen al Reino Unido y cinco miembros de la UE: Grecia, Italia, Francia, Bélgica y España. FMI, 2024.

#### EUROPA HA REAJUSTADO SUS TIPOS MÁS QUE ESTADOS UNIDOS

Cambio en los tipos *overnight* implícitos para diciembre de 2027, puntos básicos



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 20 de abril de 2026. El cambio se mide respecto a los precios del 27 de febrero de 2026.

## FRAGMENTACIÓN: INVERTIR DURANTE LA INCERTIDUMBRE

La aprobación de presupuestos también se ha vuelto políticamente conflictiva. Las rondas de bloqueos fiscales en Francia son un ejemplo. Reino Unido también ilustra el dilema, ya que la economía compagina el margen fiscal, los retos de productividad a largo plazo y unos mercados de deuda ya recelosos del alto endeudamiento del sector público.

El envejecimiento de la población ejercerá aún más presión sobre los balances fiscales. La Unión Europea (UE) ya opera a distintas velocidades—no todos los Estados miembros comparten el euro ni participan plenamente en el espacio Schengen, por ejemplo.<sup>12</sup> Una mayor tensión entre el núcleo de Europa y su periferia probablemente creará ganadores y perdedores. El auge de partidos políticos populistas y menos centristas también sugiere que el poder y las políticas podrían cambiar, posiblemente tan pronto como después de las elecciones de 2026 que se celebrarán en ocho Estados miembros de la UE.<sup>13</sup>

Por separado, como ha destacado el expresidente del BCE Mario Draghi, la innovación en Europa se ha visto limitada por la fragmentación regulatoria<sup>14</sup> y el acceso restringido a la financiación. El gasto en investigación y desarrollo, en torno al 2,2% del PIB, está por detrás de Estados Unidos (3,6%) y Corea (5,2%). La cuota de la UE en los ingresos tecnológicos globales ha disminuido mientras que la de EE. UU. ha aumentado, y la productividad europea es aproximadamente el 77% de la estadounidense. La cuota de Europa en los flujos globales de inversión extranjera directa (IED) se ha reducido a la mitad en los últimos cinco años. La inversión de capital riesgo en Europa, equivalente al 0,05% del PIB, es una décima parte de la de Estados Unidos.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Las exenciones formales de políticas y tratados de la UE, a través de mecanismos como la “cooperación reforzada”, permiten que algunos países avancen sin el bloque completo, pero también formalizan una Europa escalonada.

<sup>13</sup> Cinco estados miembros de la UE—Eslovenia, Hungría, Suecia, Letonia y Dinamarca—eligen nuevos parlamentos en 2026. Portugal, Estonia y Bulgaria eligen presidentes en 2026.

<sup>14</sup> La UE cuenta con 270 reguladores relacionados con la tecnología y más de 100 leyes tecnológicas.

<sup>15</sup> Sharmila Whelan, “La economía europea se mantiene, pero aumentan los vientos en contra”, Haver Analytics, 8 de octubre de 2025.



## ¿Qué podría salir mal?

### 3.

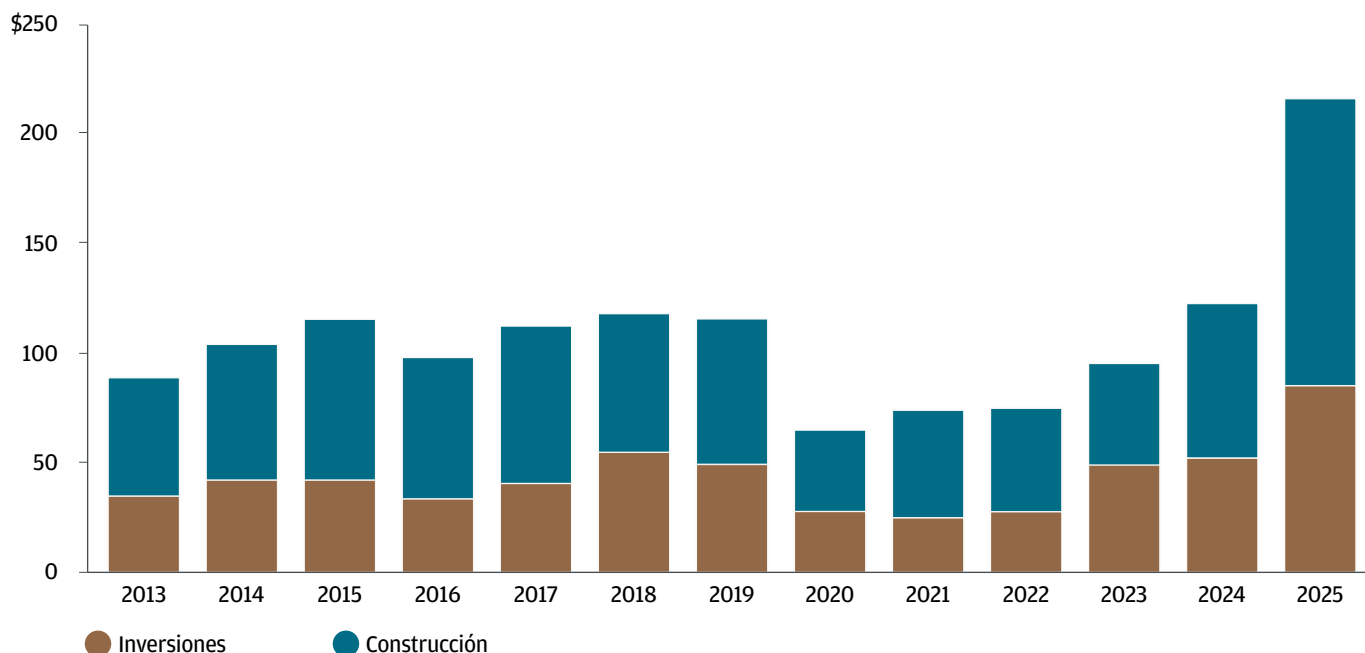
## La relación EE. UU.– China impulsa la política industrial

Quizá el motor estructural más importante de la fragmentación global sea la relación a largo plazo entre EE. UU. y China. Con el tiempo, la competencia estratégica se ha manifestado cada vez más a través de la política industrial: controles a la exportación, regulación orientada a la seguridad, subsidios, prioridades en las compras públicas y normas para una “cadena de suministro confiable” que determinan qué empresas pueden participar. La implicación para los inversores: los mercados pueden volverse más segmentados, con una brecha creciente entre los ecosistemas alineados con EE. UU. y los alineados con China.

China está aprovechando este momento para profundizar su influencia en regiones que históricamente se inclinaban hacia o dependían de Estados Unidos. La Inversión Extranjera Directa (IED) y las iniciativas globales a gran escala (destacando la Iniciativa de la Franja y la Ruta) han ampliado la huella financiera y física de Pekín. Según el Ministerio de Comercio de China, 2025 fue el año más activo en términos nominales para la inversión de la Franja y la Ruta desde el inicio del programa. La importancia para los inversores no reside en el volumen de inversión, sino en las relaciones duraderas que esta puede crear.

### ¿EL MAYOR AÑO DE INVERSIÓN EN LA FRANJA Y LA RUTA?

Inversión directa no financiera de China en países de la Franja y la Ruta, miles de millones de dólares



Fuente: Ministerio de Comercio de China. Green Finance and Development Center. Datos a diciembre de 2025.

## FRAGMENTACIÓN: INVERTIR DURANTE LA INCERTIDUMBRE

América Latina ilustra cómo China ha ido tejiendo vínculos en lo que antes se consideraba un bastión estadounidense. Solo en 2025, China invirtió 53.000 millones de dólares en Brasil y 50.000 millones en otros países latinoamericanos desde 2020, apoyando corredores comerciales y relaciones de suministro de materias primas que pueden reforzar la profundidad estratégica de China.<sup>16</sup> El comercio de EE. UU. con Sudamérica pasó de 270.000 millones de dólares en 2010 a 378.000 millones en 2025. En comparación, el comercio de China con Sudamérica aumentó de 158.000 millones en 2010 a 438.000 millones en 2025.

En Europa, la presencia económica de China es visible en su significativa cuota de importaciones de bienes y en una serie de inversiones estratégicas en infraestructuras e industria, incluyendo la participación mayoritaria de COSCO Shipping, con sede en Shanghái, en el puerto griego de El Pireo. La implicación china también abarca el ferrocarril Budapest-Belgrado y proyectos de baterías para vehículos eléctricos (VE) en Hungría. Incluso en el Ártico, la ambición de Pekín de una “Ruta de la Seda Polar” (alineada con Moscú) señala un creciente interés en moldear las rutas comerciales futuras y el acceso a recursos estratégicos.

La expansión de la influencia económica de China cobra aún más relevancia en el contexto geopolítico actual. Los conflictos en Oriente Medio han desviado valiosos activos militares estadounidenses lejos de Asia, incluidos sistemas avanzados de defensa antimisiles, infantes de marina y portaaviones. Declaraciones públicas de funcionarios en Japón, Corea del Sur y Filipinas sugieren una creciente preocupación por el aumento de la presión militar y la influencia regional de China.

Incluso sin un enfrentamiento directo, la percepción de distracción estadounidense podría acelerar el comportamiento de cobertura entre los socios, llevándolos a diversificar sus relaciones de seguridad, lazos comerciales y patrones de adquisición tecnológica.

Desde que Estados Unidos aumentó los aranceles a los productos chinos en 2025, China también ha incrementado sustancialmente sus exportaciones a mercados no estadounidenses y ha construido nuevas relaciones comerciales, especialmente en mercados emergentes. Por ejemplo, de 2022 a agosto de 2025, la cuota de China en las exportaciones de tecnología limpia a economías emergentes pasó del 23% al 31%,<sup>17</sup> subrayando la creciente influencia de China en los mercados energéticos globales, que podría ser aún más significativa tras el actual *shock* energético mundial. Incluso cuando las exportaciones de China a EE. UU. disminuyeron un 20% de 2024 a 2025, el país incrementó sus exportaciones totales en casi 200.000 millones de dólares. Según el JPMorganChase *Center for Geopolitics*, el último plan quinquenal del gobierno chino “enmarca la desglobalización y la competencia como los motores dominantes de la economía global y, en consecuencia, prioriza la resiliencia de la cadena de suministro, la autosuficiencia tecnológica y la modernización militar”.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Green Finance and Development Center, 2025. China ha invertido alrededor de 30 mil millones de dólares desde 2020 en la región de América Latina a través de la iniciativa BRI, lo que excluye inversiones regionales importantes fuera de BRI, incluyendo 53 mil millones de dólares en Brasil en 2025 y 2,3 mil millones de dólares en IED neta en México 2017-24, para apoyar corredores comerciales y relaciones de suministro de materias primas que pueden reforzar la profundidad estratégica de China.

<sup>17</sup> BloombergNEF, agosto de 2025.

<sup>18</sup> Derek Chollet, “Window on the World”, JPMC *Center for Geopolitics*, 2 de abril de 2026.



### EE. UU. (y sus aliados) responden, configurando ecosistemas separados

Estados Unidos también está respondiendo activamente. Casi una década de políticas arancelarias más proteccionistas ha reducido materialmente las importaciones directas de EE. UU. desde China (incluso considerando que algunos productos chinos llegan a EE. UU. a través de terceros países).

Washington también ha coordinado con aliados clave—especialmente Países Bajos y Japón—para restringir la exportación de equipos avanzados de semiconductores a China, y ha alentado a varios socios (incluidos Reino Unido, Canadá y Australia) a excluir a la empresa tecnológica china Huawei de sus redes críticas, citando preocupaciones de seguridad nacional.

La IA será central en la evolución de la relación EE. UU.-China. Los chips de Nvidia, diseñados en EE. UU. y fabricados en Taiwán, siguen siendo una de las tecnologías más estratégicamente sensibles de la economía global. Las políticas de exportación estadounidenses se han orientado cada vez más hacia restricciones calibradas sobre ciertos productos avanzados, con licencias caso por caso bajo condiciones estrictas. Los informes de que laboratorios chinos de IA han intentado adquirir chips restringidos a través de canales ilícitos<sup>19</sup> subrayan un punto clave para los inversores: la industria nacional de semiconductores de China está mejorando, pero aún parece rezagada en la frontera tecnológica. Cerrar esa brecha es ahora una prioridad nacional china que recibe un importante apoyo de capital y políticas.

Estados Unidos también ha comenzado a contrarrestar la influencia china en Latinoamérica. Tras la operación estadounidense que capturó al presidente venezolano Nicolás Maduro, con el objetivo de instaurar un régimen más afín a EE. UU., la Corte Suprema de Panamá dictaminó que es inconstitucional que CK Hutchinson, una empresa de Hong Kong, opere los canales, devolviendo el control a Panamá. Esto supone un cambio sustancial, ya que Panamá había sido uno de los socios estratégicos más cercanos de China en la región.

---

### La fragmentación como catalizador de “campeones nacionales”

Más allá de las preocupaciones inmediatas de seguridad, el riesgo más profundo para los inversores es una consolidación gradual de un bloque económico centrado en China compitiendo junto a un bloque alineado con EE. UU.—cada uno con sus propios estándares, cadenas de suministro y listas de proveedores “confiables”. Es importante destacar que China no necesita desplazar por completo a EE. UU. para beneficiarse.

Pueden salir ganando si los socios comerciales de EE. UU. simplemente diversifican, construyendo relaciones más profundas con Pekín, adoptando estándares influenciados por China o canalizando inversiones hacia cadenas de suministro alineadas con China. Para los mercados, la implicación es estructural: a medida que los ecosistemas de comercio y producción se bifurcan, los retornos pueden reflejar cada vez más la alineación geopolítica y la integración estratégica, no solo el crecimiento y la rentabilidad. El acceso a mercados, las condiciones de financiación y la intensidad competitiva pueden empezar a divergir entre bloques.

---

<sup>19</sup> Thomas Howell, Sujai Shivakumar y Charles Wessner, “Balancing the Ledger: Export Controls on U.S. Chip Technology to China”, Center for Strategic and International Studies, 21 de febrero de 2024.

## ¿Qué podría salir bien?

# 1. Los mercados emergentes podrían beneficiarse

La fragmentación podría representar una oportunidad a largo plazo para los mercados emergentes. El escenario macroeconómico ya está presente: indicadores clave como la deuda/PIB de los países emergentes, la inflación y las cuentas corrientes se han fortalecido de manera significativa. El volumen promedio de reservas de petróleo de los países importadores entre los países emergentes se ha duplicado desde finales de 2021. Los tipos de interés reales en casi todas las economías emergentes son superiores a los de EE. UU.<sup>20</sup>

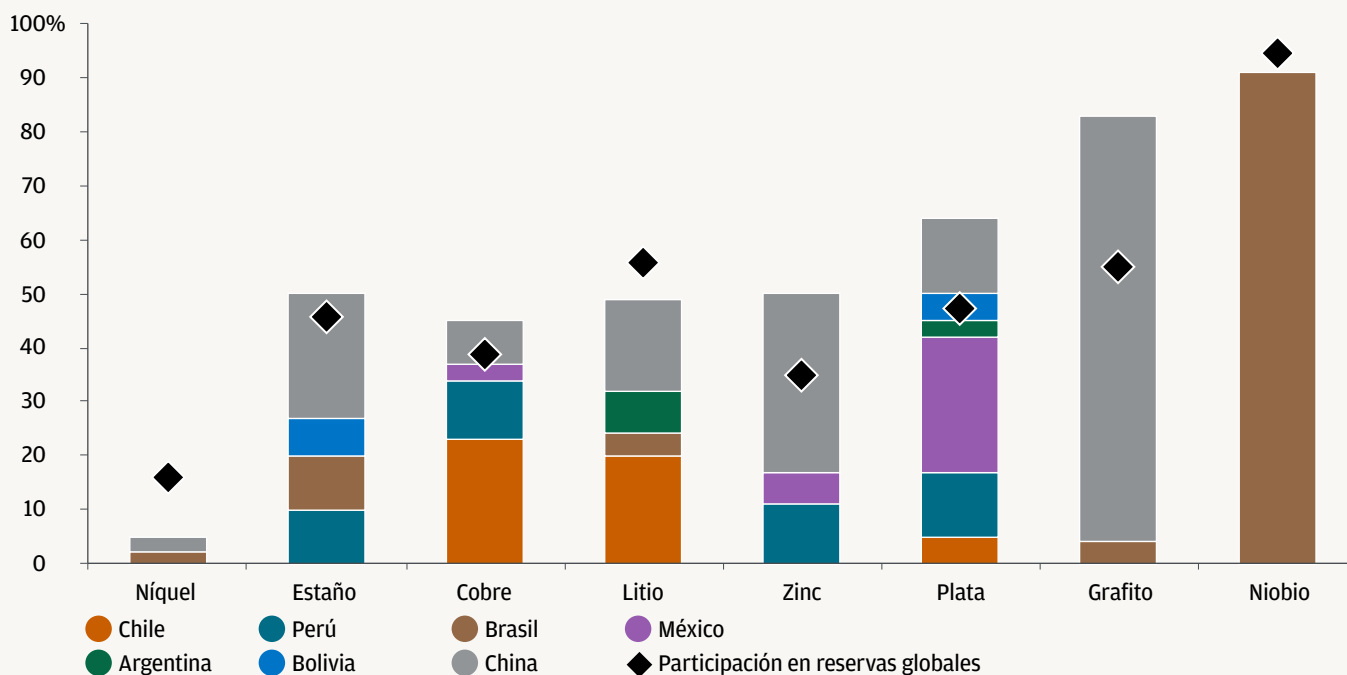
Estos colchones ayudan a explicar por qué el crédito y las divisas de los países emergentes han superado a los de Europa durante el *shock* energético. Una economía global más fragmentada podría generar nuevo poder de negociación para los países emergentes –particularmente para las economías productoras de recursos y aquellas con capacidad manufacturera escalable o una geografía estratégica.

**Latinoamérica** posee una concentración única de insumos para la IA y la transición energética, albergando más del 40% del cobre mundial y cerca del 60% de las reservas conocidas de litio. La región también es rica en níquel, tierras raras, recursos agrícolas y energéticos. La IED se ha duplicado en dos décadas, siendo Brasil el principal destino. La demografía atractiva de la región y su sólida logística e infraestructura de cadenas de suministro también podrían ayudarla a escalar en la cadena de valor.

Los bancos centrales latinoamericanos han demostrado ser hábiles en la gestión de la inflación, en algunos casos con más éxito que sus homólogos de mercados desarrollados.<sup>21</sup> El compromiso con la política monetaria y los objetivos de inflación, entre otros factores, ha permitido una apreciación sostenida de las monedas locales, dando lugar a un régimen de menor volatilidad.

### LOS MERCADOS EMERGENTES TIENEN LO QUE EL MUNDO NECESITA

Participación de América Latina en la producción y reservas de minerales seleccionados, %



Fuente: Mineral Commodity Summaries, U.S. Department of the Interior, U.S. Geological Survey. Datos al 31 de diciembre de 2022.

<sup>20</sup> Por otro lado, el ratio deuda/PIB de las economías en nuestro índice de referencia de mercados emergentes también ha disminuido, del 65% en 2022 al 60% actualmente, y la inflación promedio ha caído por debajo del 4%, según Bridgewater Associates.

<sup>21</sup> A pesar de los elevados déficits fiscales y el fuerte consumo interno, los países latinoamericanos contuvieron el repunte inflacionario post-COVID en, en promedio, 13 meses—ocho meses más rápido que Estados Unidos y Europa. Brasil, México, Colombia, Chile y Perú gestionaron la inflación con mayor destreza.

Finalmente, el ciclo político en Latinoamérica apunta al regreso de gobiernos más pragmáticos y favorables a los negocios, en contraste con sus predecesores de corte populista y de izquierda. Un retorno al estado de derecho y a la certidumbre en la inversión podría reactivar la inversión interna y conducir a una mayor IED, a medida que las empresas globales aprovechan las ventajas competitivas de la región para abastecer a un mundo ávido de lo que Latinoamérica tiene para ofrecer.

**Las economías del Golfo** están canalizando la fortaleza de sus balances y su abundancia energética hacia la construcción de una base industrial de bajo coste para la era de la IA. Desde 2019, Arabia Saudita ha priorizado la construcción de centros de datos de IA y aspira a captar una cuota significativa de las contribuciones de la IA a la economía regional.<sup>22</sup> Una evidencia reciente de éxito incluye una asociación de centros de datos Humain-Blackstone por 3.000 millones de dólares.<sup>23</sup>

Los líderes del Golfo deberán abordar desafíos—como la escasez de agua y la volatilidad geopolítica. Por ejemplo, varios centros de datos de Amazon en Bahréin sufrieron daños a raíz del conflicto. Estos desarrollos también podrían dar lugar a una ola de gasto en seguridad que ayude a convencer a inversores internacionales de tecnología y finanzas de que sus activos están protegidos. Un resultado positivo sería un Oriente Medio más seguro y estable.

**Asia Oriental** domina la capacidad manufacturera para la infraestructura crítica de IA, incluyendo la fabricación avanzada de semiconductores en Taiwán (TSMC produce la mayor parte de la oferta mundial), el liderazgo de Corea del Sur en memoria (75% de la capacidad global)<sup>24</sup> y la minería (70%) y procesamiento (90%) de tierras raras en China.<sup>25</sup>

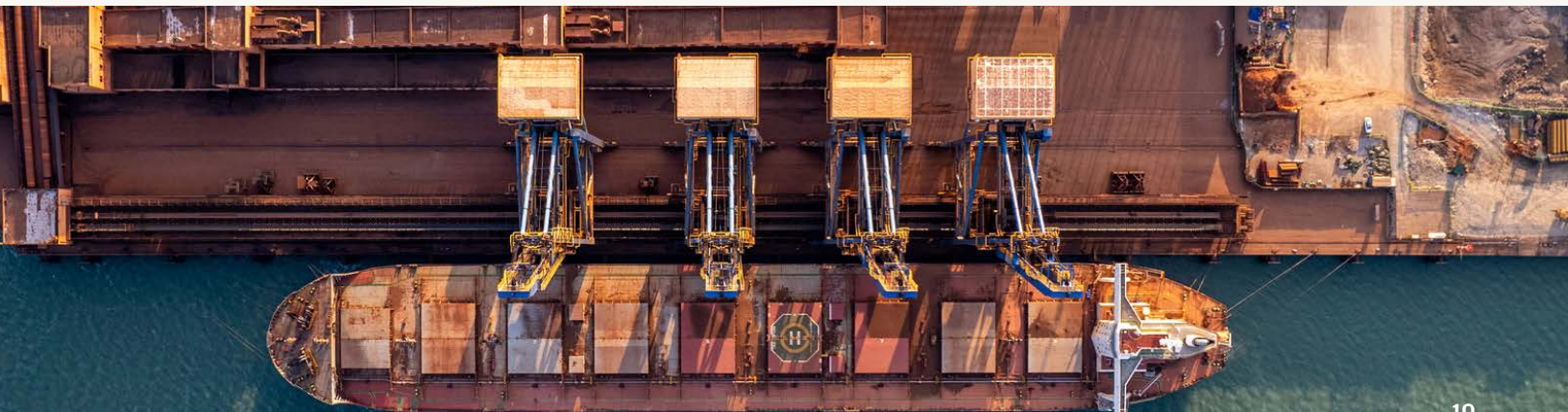
Si el ciclo de inversión en IA continúa—impulsado por la creciente intensidad computacional de los modelos con agentes de IA, la expansión de los centros de datos de los hiperescaladores o la adopción de la robótica—la demanda de estos productos podría replicar los patrones de superciclos anteriores. Esto posicionaría a los fabricantes de Asia Oriental para capturar un valor desproporcionado a través del volumen de exportación y el poder de fijación de precios sobre los insumos críticos de la cadena de suministro de IA.

<sup>22</sup> En 2019, el reino estableció la Autoridad Saudí de Datos e Inteligencia Artificial.

<sup>23</sup> Otros hitos significativos: 1.790 millones de dólares en inversiones saudíes en IA anunciados en la conferencia tecnológica LEAP 2025 en Riad; el programa de fuerza laboral Mostaqbali de Oracle espera capacitar a 50.000 saudíes en IA para 2027; colaboraciones con Alibaba Cloud y el proyecto Humain-Blackstone abarcan tres complejos principales que se espera cuesten un 30% menos que en Estados Unidos, entre otros.

<sup>24</sup> Jihye Lee, “Corea advierte que un conflicto prolongado en Oriente Medio podría afectar la industria de chips”, Wall Street Journal, 5 de marzo de 2026.

<sup>25</sup> Gracelin Baskaran, “Las nuevas restricciones de China sobre tierras raras y magnetos amenazan las cadenas de suministro de defensa de EE. UU.”, Center for Strategic and International Studies, 9 de octubre de 2025.



## ¿Qué podría salir bien?

# 2.

## Los mercados desarrollados podrían equilibrar globalización y autosuficiencia

Aunque tenga inherentemente costes altos, la fragmentación global no tiene por qué ser netamente negativa. El escenario más constructivo: las economías sacrifican intencionadamente parte de los beneficios del crecimiento y la eficiencia a cambio de seguridad y resiliencia, manteniéndose al mismo tiempo vinculadas económica y financieramente a socios de confianza.

La fragmentación refinaría, en lugar de dismantelar, la globalización, conduciendo a una mejor gestión del riesgo geopolítico. Podemos imaginar esta “fragmentación selectiva” en Europa y América. En Europa, los gobiernos ya están coordinando la seguridad, lo que ha llevado a duplicar o triplicar el gasto en defensa respecto a los niveles de 2014, tras años de infra invertir. Un paso adicional podría ser la integración de las adquisiciones y las cadenas de suministro de defensa.<sup>26</sup>

Los mercados de capitales también pueden participar, y ya están contribuyendo a construir resiliencia estratégica. La *Security and Resiliency Initiative* (SRI) de JPMorganChase, con valor de 1,5 billones de dólares a 10 años, lanzada el año pasado, está diseñada para financiar sectores como computación cuántica, salud, IA e infraestructuras energéticas.<sup>27</sup>

Canadá, Estados Unidos y México pueden ser referentes de la fragmentación selectiva. Este bloque económico tiene un comercio regional valorado en unos 2 billones de dólares anuales.<sup>28</sup> Las cadenas de valor interdependientes de Norteamérica alimentan un ecosistema de producción transfronterizo profundamente integrado<sup>29</sup> en el que las importaciones de un país a menudo se transforman en productos finales en otro.

En 2025, México superó a China en exportaciones de productos tecnológicos avanzados a EE. UU. Las exportaciones relacionadas con centros de datos superaron significativamente a las de automóviles por primera vez en la historia.<sup>30</sup> Las ventajas competitivas del bloque incluyen la proximidad, la escala, la abundancia de energía y materiales, la manufactura avanzada, mercados de capital profundos y marcos legales compartidos. Una posible renegociación del acuerdo comercial USMCA (T-MEC por sus siglas en español, Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá) será un aspecto a seguir de cerca.

Si la fragmentación evoluciona favorablemente, la globalización no desaparece. Las cadenas de suministro se vuelven más fiables, el capital se dirige hacia la resiliencia y los bloques comerciales alineados económicamente profundizan su integración.

<sup>26</sup> “Gasto en defensa de los países de la OTAN (2014-2025)”, Organización del Tratado del Atlántico Norte, 3 de junio de 2025.

<sup>27</sup> JPMorganChase espera que el SRI despliegue hasta 10 mil millones de dólares a través de inversiones directas en capital y capital de riesgo. La iniciativa más amplia está diseñada para movilizar préstamos y actividad en los mercados de capitales en industrias estratégicas.

<sup>28</sup> Oficina del Representante Comercial de EE. UU., 2022.

<sup>29</sup> Por ejemplo, el 63% de las importaciones estadounidenses desde México y el 72% de las de Canadá son productos industriales utilizados en manufactura adicional. National Association of Manufacturers, 12 de noviembre de 2025.

<sup>30</sup> Oficina del Censo de EE. UU., febrero de 2026.

## ¿Qué podría salir bien?

### 3. Un mercado alcista secular para los activos chinos

Durante gran parte de la última década, las acciones chinas han tenido un rendimiento inferior al de sus pares regionales—el índice MSCI China ha quedado rezagado respecto al MSCI Asia ex-China—aunque el PIB de China ha crecido en torno al 5%-6% anual y las autoridades han desplegado un apoyo sustancial, incluyendo gasto en infraestructuras y políticas de estímulo. El crecimiento no se ha traducido en rendimiento bursátil. Sin embargo, existen dos razones clave para que los inversores globales consideren la renta variable china: valoraciones y la IA.

El índice MSCI China cotiza con el mayor descuento respecto al MSCI Asia ex-China en unos 20 años. Con expectativas deprimidas y una baja exposición de los inversores, las acciones chinas—únicas en la región—ofrecen exposición a potenciales beneficiarios de la IA. Esta ventaja podría impulsar un renovado mercado alcista en las acciones chinas.

El gobierno ha realizado inversiones agresivas para construir una posición de liderazgo en IA, destinando decenas de miles de millones de dólares a institutos de investigación e infraestructuras relacionadas. China produce alrededor del 40% de los graduados STEM del mundo,<sup>31</sup> y siete de cada diez invenciones en IA generativa provienen de China.<sup>32</sup>

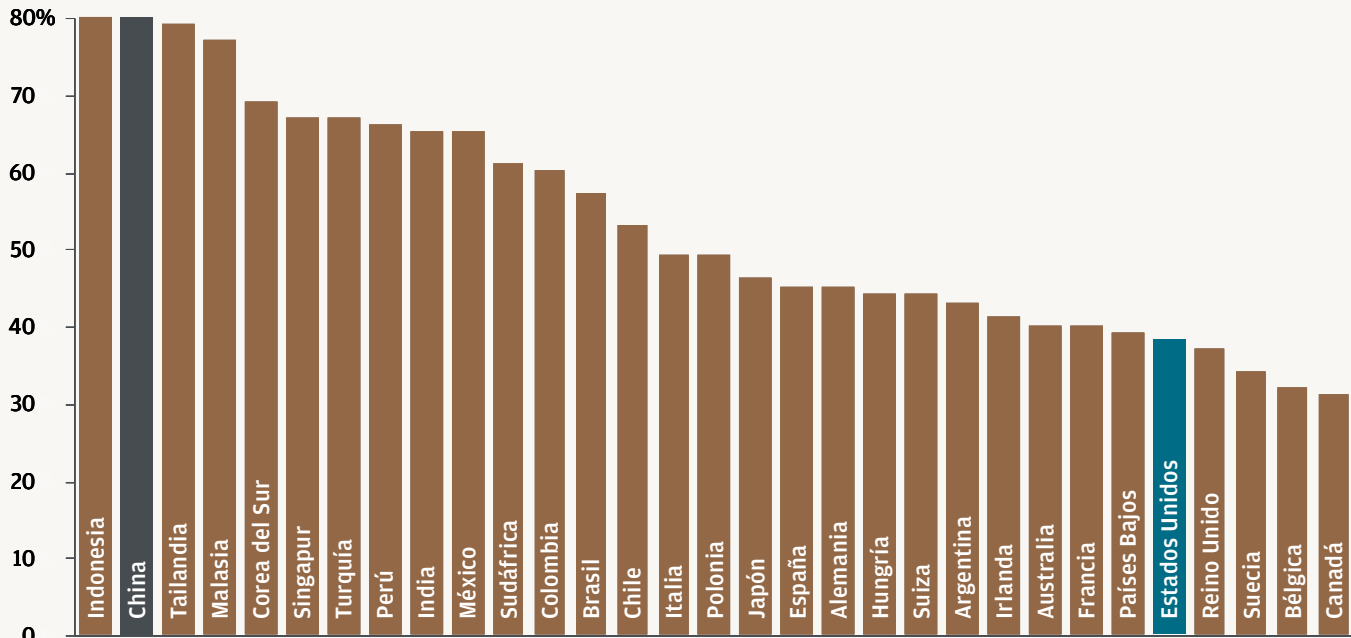
<sup>31</sup> Center for Security and Emerging Technology, 27 de noviembre de 2023.

<sup>32</sup> Organización Mundial de la Propiedad Intelectual, “Generative Artificial Intelligence. Patent Landscape Report”, 2024.



## LOS CONSUMIDORES CHINOS PARECEN MÁS OPTIMISTAS SOBRE LA IA QUE LOS ESTADOUNIDENSES

Porcentaje de los encuestados que muestran entusiasmo por productos y servicios desarrollados con IA



Fuente: Ipsos AI monitor. Datos del 19 de abril al 3 de mayo de 2024.

En otra métrica, China parece estar superando a los mercados desarrollados: una encuesta reveló que el 80% de los encuestados en China se mostraban entusiasmados con los productos y servicios de IA, frente al 38% en Estados Unidos. El crecimiento de la productividad ha estado históricamente determinado por la velocidad de adopción de nuevas tecnologías. Donde la IA se percibe como una amenaza, es probable que un país regule, retrase la adopción y proteja a los incumbentes. China parece estar preparada para integrar rápidamente la IA en el trabajo, consumo y vida cotidiana. Los hiperescaladores chinos, Baidu, Tencent y Alibaba, también tienen una estrategia muy diferente a la de sus competidores estadounidenses, en parte porque aún están excluidos de la compra de componentes de última generación. En lugar de priorizar el gasto en infraestructura, están priorizando la aplicabilidad comercial y la eficiencia. Por ejemplo, están acelerando la difusión de la IA en productos finales, como los vehículos eléctricos de BYD.<sup>33</sup>

Quizá la mayor ventaja de China en la carrera de la IA sea la energía. El coste de la electricidad en China es aproximadamente la mitad que en EE. UU., y el país se ha centrado en aumentar la capacidad. El carbón representa casi el 60% del consumo energético chino, pero solo la nueva capacidad de energía eólica, solar, hidroeléctrica y nuclear ha añadido más de seis billones de kilovatios-hora desde 2005. Los kilovatios-hora añadidos equivalen a 1,35 veces el consumo total de electricidad de EE. UU. en 2025.<sup>34</sup>

Si el ciclo de mercado premia el despliegue real y la productividad, y los responsables políticos chinos adoptan una postura más favorable a la empresa, la renta variable china podría estar bien posicionada para beneficiarse.

<sup>33</sup> Brian Buntz, "BYD y DeepSeek planean llevar funciones de conducción autónoma 'God's Eye' a vehículos por debajo de \$10,000", R&D World, 11 de febrero de 2025.

<sup>34</sup> Antonio De Pinho, "The Power Divide: China, EE. UU. y el futuro de la red eléctrica", VanEck, 2 de diciembre de 2025.

# Implicaciones para la inversión

Hemos sostenido durante mucho tiempo que las interrupciones geopolíticas, aunque devastadoras en su coste humano y capaces de captar la atención de los inversores, tienden a infligir un daño limitado y poco duradero a las carteras diversificadas. Esta valoración sigue vigente, especialmente cuando un conflicto no interrumpe de manera significativa el suministro energético.

Si bien el conflicto en Oriente Medio presenta riesgos claros a la baja, creemos que los mercados aciertan al repuntar ante la persistencia de la interrupción en el suministro de energía. Consideramos que los riesgos están sesgados a favor de una resolución, tanto del conflicto geopolítico como de la volatilidad de los mercados, ya que los responsables políticos de Estados Unidos y China comparten el interés de mantener bajos los precios de la energía.

Durante la corrección del 10% en los mercados de renta variable estadounidenses en el mes posterior al inicio del conflicto en Oriente Medio, el múltiplo P/E del S&P 500 cayó por debajo de 20x y las revisiones de beneficios continuaron al alza. El índice de volatilidad VIX superó los 30 puntos, un nivel históricamente asociado a sólidos retornos futuros. Nuestro análisis histórico revela que los inversores que compraron el S&P 500 cuando el VIX cerró por encima de 30 obtuvieron retornos positivos entre el 70% y el 83% de las veces, con un retorno medio del 12,4% en los seis meses siguientes.<sup>35</sup>

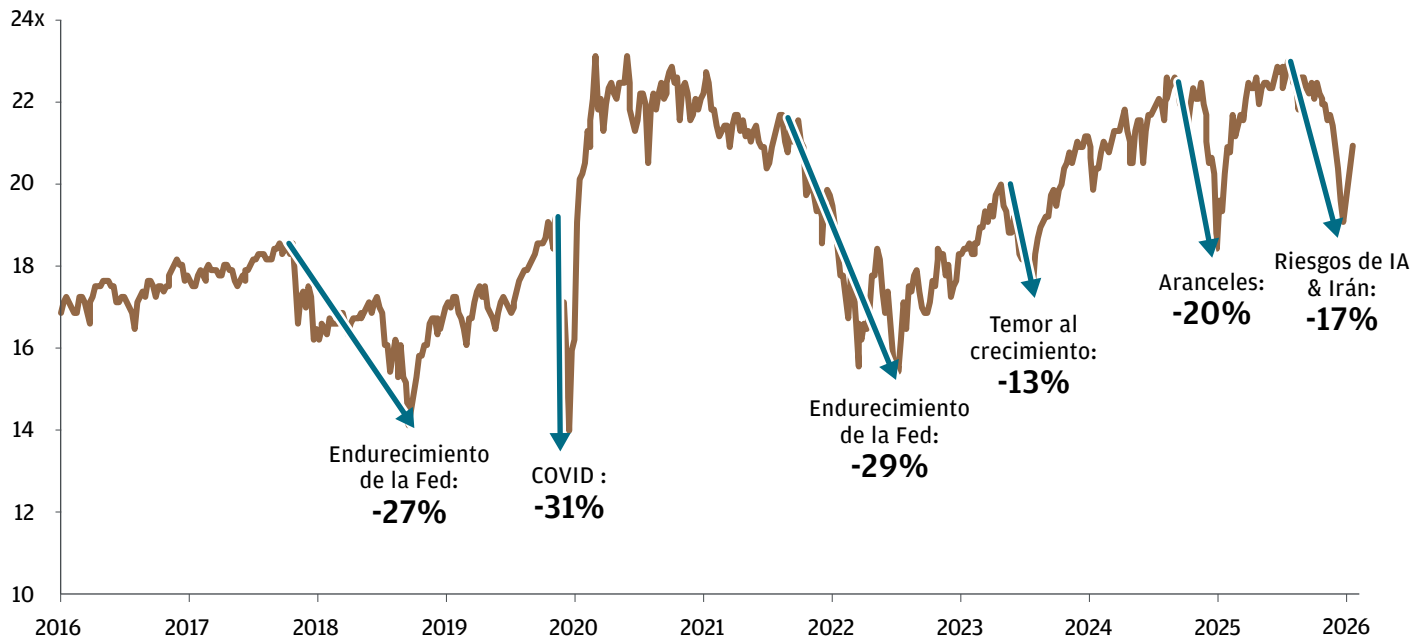
Las compañías de pequeña y mediana capitalización también podrían seguir recuperándose una vez que disminuyan las preocupaciones en torno a los precios de la energía. Consideramos que esto representa una oportunidad para que los inversores a largo plazo aumenten su exposición a la renta variable estadounidense.

Más allá de actuar como el principal catalizador a corto plazo, el tema de la fragmentación global también se está convirtiendo en un motor material de los retornos de los activos. Los responsables de la toma de decisiones a nivel global siguen alejándose de un enfoque centrado exclusivamente en la eficiencia y la reducción de costes, orientándose hacia el refuerzo de la resiliencia y la seguridad doméstica—en un momento en que el acceso a la energía, las rutas comerciales seguras y los materiales críticos ya no pueden darse por sentados. Este giro hacia la resiliencia probablemente también estará asociado a un mayor activismo fiscal y déficits soberanos más amplios.

<sup>35</sup> Nuestro análisis histórico examinó las 724 ocasiones en que el VIX cerró por encima de 30 en los últimos 30 años, excluyendo las dos más recientes. La probabilidad de un retorno positivo aumentó del 70% un mes después de que el VIX superara 30 al 83% a los seis meses.

**LAS VALORACIONES SE HAN AJUSTADO A NIVELES MÁS ATRACTIVOS**

PER S&P 500 a 12 meses



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 20 de abril de 2026.

Creemos que estos cambios podrían, en última instancia, ayudar a construir una base más sólida para el crecimiento global y respaldar los flujos de capital, aunque el proceso de ajuste probablemente será desigual y estará marcado por *shocks*. Ofrecemos estos cinco consejos a los inversores a largo plazo para gestionar la transición:

◇ **Prepárese para un posible repunte continuado en los mercados emergentes**

Los mercados emergentes superaron a sus mercados desarrollados comparables en 11 puntos porcentuales en 2025, aunque aún quedaron rezagados en 500 puntos básicos anuales en los últimos cinco años. El periodo difícil para los emergentes podría haber terminado. Los fundamentales se están traduciendo en generación de beneficios.

En el año natural 2026, se espera que los beneficios empresariales de los emergentes crezcan un 46%, mientras que los múltiplos P/E han corregido hasta 11,8x, aún por debajo de los promedios históricos a largo plazo. Los rendimientos de la deuda soberana de los emergentes superan el 6,5%, incluso cuando los bancos centrales de los emergentes han adoptado posturas más ortodoxas.

Los tipos de interés reales en casi todas las economías emergentes son superiores a los de EE. UU. A medida que evolucionan los conflictos en Oriente Medio, los inversores globales podrían empezar a ver la renta variable y la renta fija de los emergentes como motores potenciales de rentabilidad, dados sus sólidos fundamentos estructurales, la mejora de los fundamentales y unas valoraciones relativamente atractivas.

Dos mercados emergentes en particular, Taiwán y Corea, son centrales en las cadenas de suministro globales de semiconductores y se beneficiarán del ciclo de inversión en IA. Además, la fragmentación y la reinversión industrial deberían seguir respaldando los precios de las materias primas, mejorando los términos de intercambio para varias economías emergentes.

En conjunto, estas fuerzas respaldan oportunidades tanto en renta variable como en renta fija de emergentes. En un mundo de alianzas cambiantes, los mercados emergentes pueden tener una oportunidad poco común de captar capital, producción y poder de fijación de precios, en lugar de limitarse a absorber volatilidad.

Más allá del contexto táctico, creemos que los inversores deberían considerar los activos de mercados emergentes como parte de su asignación de activos.

### ◇ Posiciónese para el próximo ciclo de inversión impulsado por la seguridad

La persistencia de los conflictos en Oriente Medio refuerza nuestra visión de que la economía global se está reorientando hacia la seguridad y la resiliencia. Europa ya ha comenzado a invertir en su propia seguridad. Polonia, geográficamente en una posición de mayor riesgo, ha estado destinando entre el 4,5% y el 5% de su PIB a defensa. Creemos que este tipo de gasto por parte de los estados del Golfo, Corea y Japón podría aumentar desde los niveles actuales.

Los inversores deben reconocer que el gasto en defensa está respaldado por balances soberanos y consolidado por compromisos de tratados y ciclos de adquisiciones plurianuales. El cliente de defensa no rota, y la visibilidad de ingresos de las empresas del sector puede extenderse hasta una década.

Los mercados privados están financiando la próxima generación de tecnología de defensa y espacial: la tecnología de defensa representa actualmente alrededor del 8% del capital de riesgo global, aproximadamente el doble de su cuota en 2020.

Estos nuevos actores respaldados por capital riesgo, como SpaceX, Anduril y Palantir, están ascendiendo rápidamente en el ranking de contratistas del Departamento de Defensa. Las inversiones de capital riesgo en sistemas autónomos crecieron un 143% en 2025.<sup>36</sup>

Es probable que los responsables políticos también acumulen recursos críticos y subvencionen la expansión de la producción nacional, incluyendo energía y capacidad de infraestructuras, reduciendo vulnerabilidades futuras. En un entorno definido por restricciones de oferta y riesgo geopolítico, los precios de las materias primas—y las acciones de los productores de materias primas—probablemente mantendrán un apoyo estructural.

---

### ◇ Priorice los campeones nacionales

En un mundo más fragmentado, esperamos que las oportunidades se concentren en un conjunto más reducido de empresas preferidas dentro del ecosistema confiable de cada bloque. La fragmentación puede crear empresas campeonas nacionales en todos los bloques, hoy centradas en la independencia de la cadena de suministro, la manufactura estratégica, los sistemas de defensa, la tecnología, las infraestructuras y los recursos energéticos.

En lo que va de año, las expectativas de beneficios se han duplicado para un conjunto de empresas que hemos identificado como campeones nacionales globales. El reto para la cartera reside en identificar las compañías más sólidas, gestionando al mismo tiempo la mayor volatilidad y el riesgo político que conlleva invertir en un mundo más fragmentado.

---

### ◇ Prepárese para una inflación más divergente y volatilidad en divisas

Diversos factores estructurales asociados a la fragmentación—acumulación de recursos, expansión fiscal vinculada al gasto en seguridad, riesgos de suministro energético, menor movilidad laboral—apuntan a déficits soberanos más amplios, mayor volatilidad inflacionaria y mayor dispersión de las divisas.

Esto hace aún más importante que los inversores globales diversifiquen sus exposiciones en divisas. Una forma de lograrlo es asignando parte de la cartera al oro. Nuestro análisis sugiere que los inversores podrían destinar entre el 3% y el 6% de sus carteras a este metal precioso.

---

### ◇ Mantenga el enfoque temático en Europa y China

Nuestra visión para los activos europeos sigue siendo selectiva y preferimos aumentar la exposición a renta variable a través de mercados no cotizados antes que los cotizados. El mayor gasto en defensa e infraestructuras debería respaldar los beneficios de industriales domésticos y otros campeones nacionales. Evitaríamos el sector de automóviles y bienes de consumo básico. Los participantes del mercado también parecen estar descontando una senda de subidas de tipos del BCE más agresiva de lo probable.

En China, nos mostramos más constructivos con determinados segmentos del sector de IA, pero para cambiar sustancialmente nuestra visión, necesitaríamos ver un respaldo mucho más decidido al emprendimiento por parte del aparato político.

---

<sup>36</sup> Pitchbook, 4T 2025.

## Parte 2

# Inflación:

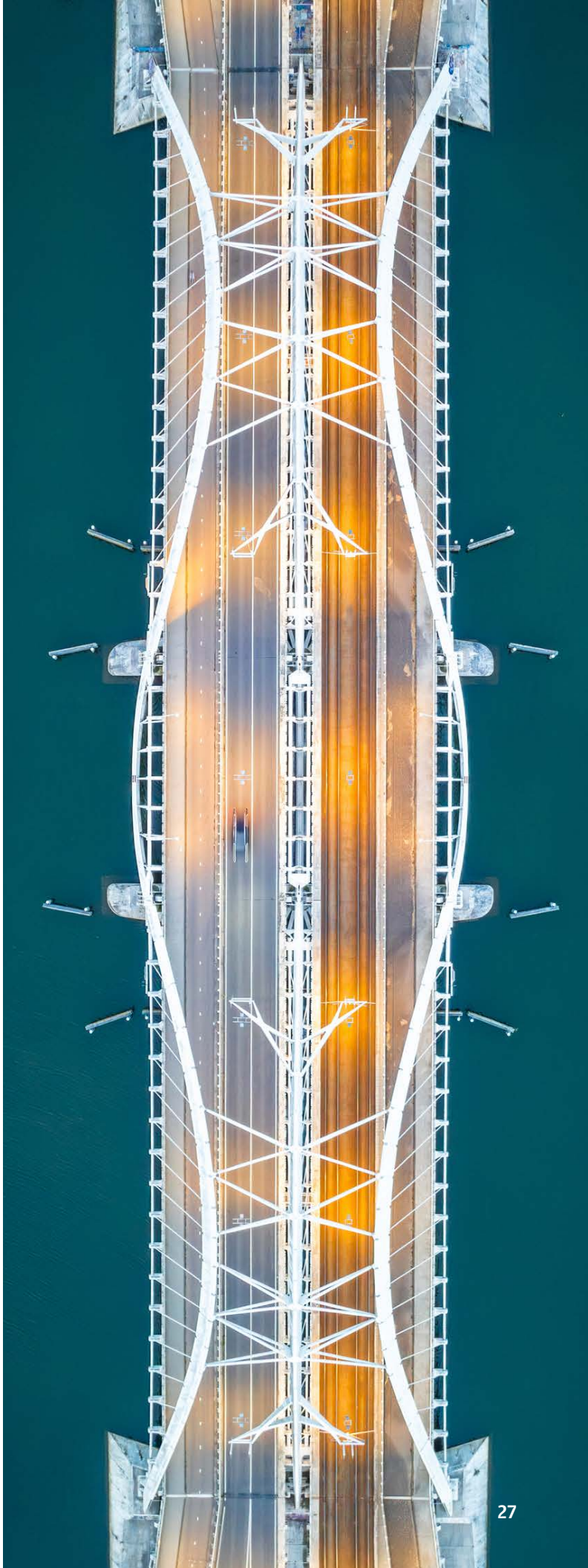
una amenaza persistente  
para el poder adquisitivo



El aumento en los precios de la energía de marzo, asociado al conflicto en Oriente Medio, no ha hecho más que agravar el cambio estructural de la inflación. A lo largo de la década de 2020, la inflación ha supuesto un riesgo cada vez mayor en comparación con el periodo previo a la COVID-19 para los inversores que buscan construir y mantener poder adquisitivo y alcanzar sus objetivos a largo plazo.

Los precios del consumo en EE. UU. han subido más de un 25% de forma acumulada desde el inicio de la década, mientras que la renta fija *core* apenas ha logrado una rentabilidad del 6%. Aun así, nuestros clientes mantienen cerca del 20% de sus activos bajo supervisión en liquidez y valores con vencimiento inferior a un año.

La inflación en EE. UU. ya rondaba el 3% incluso antes del *shock* energético, y la brecha entre los rendimientos de la liquidez y la tasa de inflación sigue estrechándose. Es probable que esta erosión empeore a medida que la última interrupción de oferta energética se propague por la economía. De manera preocupante, este *shock* es el último de una serie de “eventos únicos” que han ejercido presión al alza sobre los precios. Nos vemos obligados a plantear una pregunta crítica: ¿Está su plan de inversión a largo plazo bien adaptado para un mundo de inflación más alta y volátil? ¿Y los activos que lo componen son frágiles o resilientes ante estos riesgos?

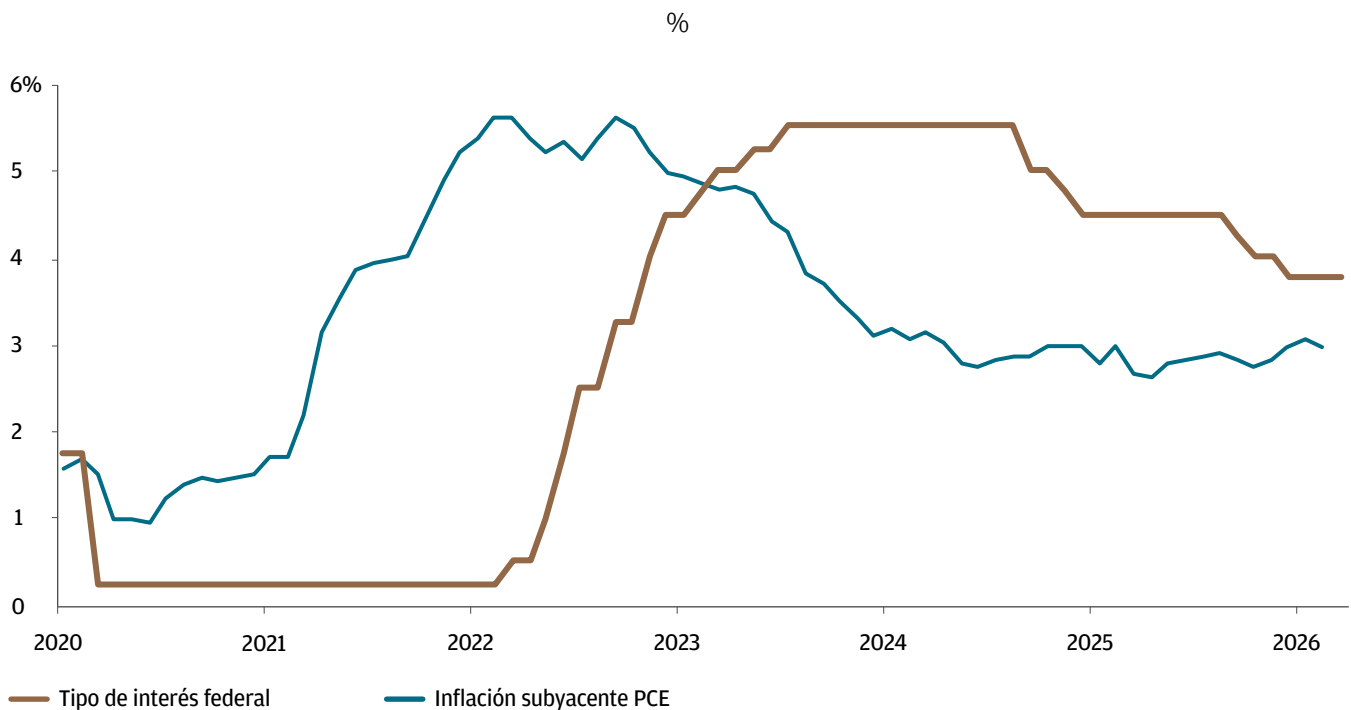


## INFLACIÓN: UNA AMENAZA PERSISTENTE PARA EL PODER ADQUISITIVO

Nuestra visión de que la inflación será más volátil que antes de la pandemia, y más susceptible a *shocks* alcistas, establece la expectativa de una mayor correlación entre acciones y bonos—y refuerza la conveniencia de activos que puedan ofrecer un perfil de menor volatilidad que la renta variable, pero que también puedan comportarse bien en entornos más inflacionarios.

Creemos que las carteras alineadas con un plan de inversión basado en objetivos, que incorporan activos reales y dependen de estrategias de gestión activa—como hacen los *hedge funds* diversificados—serán más resilientes que aquellas que no lo hacen. Tanto si la inflación empeora como si se materializa un escenario más benigno, los inversores deberían contar con un conjunto amplio de herramientas a su disposición.

### LA INFLACIÓN YA ESTABA EN EL 3% ANTES DEL AUMENTO DE PRECIOS ENERGÉTICOS



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos de PCE al 28 de febrero de 2026. Datos de los tipos de interés federales al 18 de marzo de 2026.

## ¿Qué podría salir mal?

# 1. Los años 2020 podrían repetir los años 70

Una lección inquietante de los años 70, y un riesgo actual, es que los aumentos de precios pueden normalizarse rápidamente cuando se suceden en rápida secuencia. Desde que la pandemia de COVID-19 disparó la inflación, la economía estadounidense ha absorbido cuatro catalizadores inflacionarios adicionales: la invasión rusa de Ucrania, los aranceles, los bruscos cambios en la política migratoria y ahora el conflicto en Oriente Medio. Cada *shock* se presentó inicialmente como temporal, pero fue seguido rápidamente por uno nuevo antes de que los efectos del anterior se hubieran revertido.

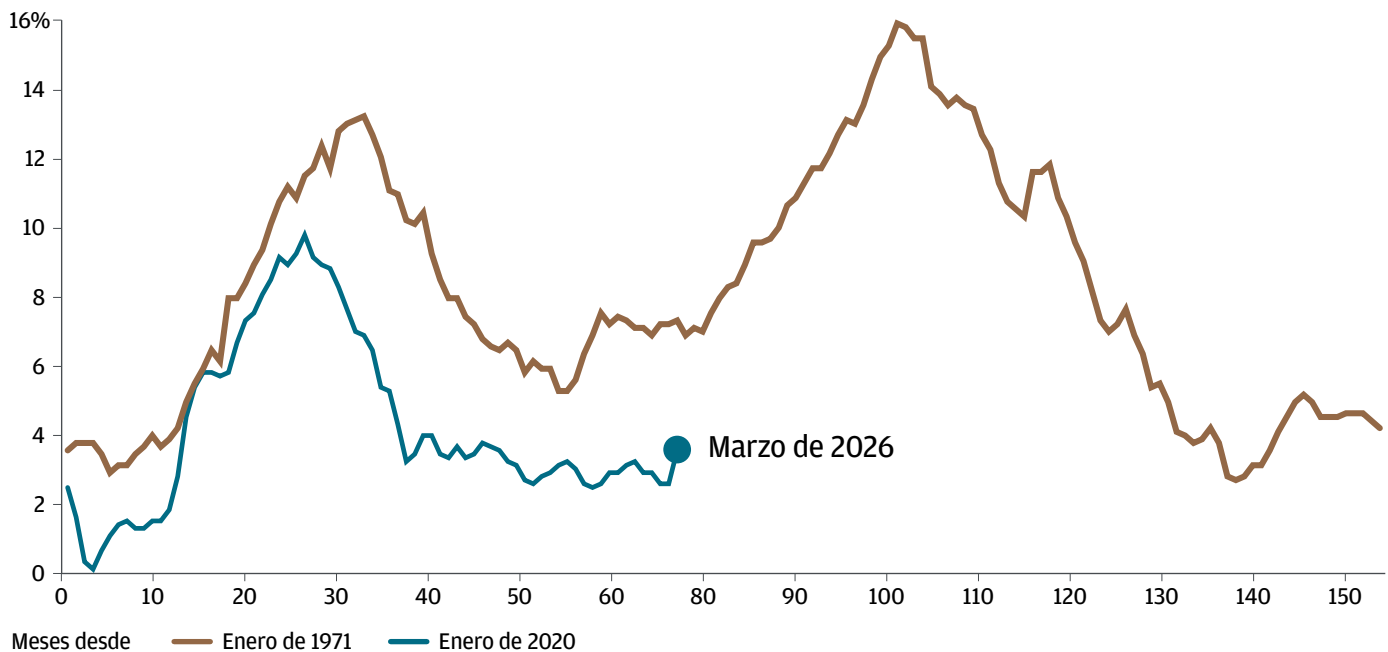
Estas oleadas repetidas de inflación pueden redefinir lo que hogares y empresas perciben como “normal”, como ocurrió en los años 70, cuando la inflación fue aumentando con cada nuevo *shock*. Con el tiempo, los aumentos de precios que antes parecían excepcionales se vuelven familiares. Las expectativas alteradas pueden quedar incorporadas en los salarios, contratos y comportamientos de fijación de precios corporativos.<sup>37</sup>

En los años 70, el gasto público simultáneo en “armas y mantequilla” coincidió con una economía ya ralentizada. Hoy, la inversión en infraestructura de IA, el rearme y la política industrial se presentan cada vez más como necesidades estratégicas, lo que hace que gobiernos y grandes tecnológicas sean potencialmente menos sensibles a los precios. Esto podría sostener una demanda persistente, incluso cuando algunos costes se disparen. Otro paralelismo que podría surgir: las restricciones de oferta.

El carácter más intensivo en recursos de la economía estadounidense en los años 70<sup>38</sup> amplificó los efectos de los aumentos de precio de materias primas en todos los sectores.

### LOS AÑOS 70 REGISTRARON DOS OLEADAS DISTINTAS DE INFLACIÓN

Índice de precios al consumidor, variación interanual, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 27 de febrero de 2026.

<sup>37</sup> Esta sección ha sido influenciada tanto por el informe *The Undershoot* de Matthew Klein como por el análisis de inflación de Bridgewater Associates.

<sup>38</sup> Junto con el petróleo tras la guerra árabe-israelí de 1973, los picos de materias primas en los años 70 afectaron al gas natural, metales industriales, oro y plata, café y azúcar.

## INFLACIÓN: UNA AMENAZA PERSISTENTE PARA EL PODER ADQUISITIVO

Las limitaciones actuales de suministro son diferentes, pero pueden ser igual de vinculantes. Insumos críticos, como la capacidad de la red eléctrica y el equipamiento especializado, pueden convertirse en cuellos de botella que magnifican la inflación a medida que la demanda de inversión se acelera. En el último año, el precio de los ensamblajes de circuitos impresos se ha disparado un 80%.<sup>39</sup>

Entonces y ahora, un aumento de los precios de la energía es un riesgo clásico, especialmente si las disrupciones geopolíticas se extienden más allá de semanas y meses, llegando a trimestres.

### La política monetaria no logra contener la inflación

El ciclo inflacionario de doble pico de los años 70 se agravó cuando la Fed relajó prematuramente y permitió que los tipos reales permanecieran demasiado bajos durante demasiado tiempo.

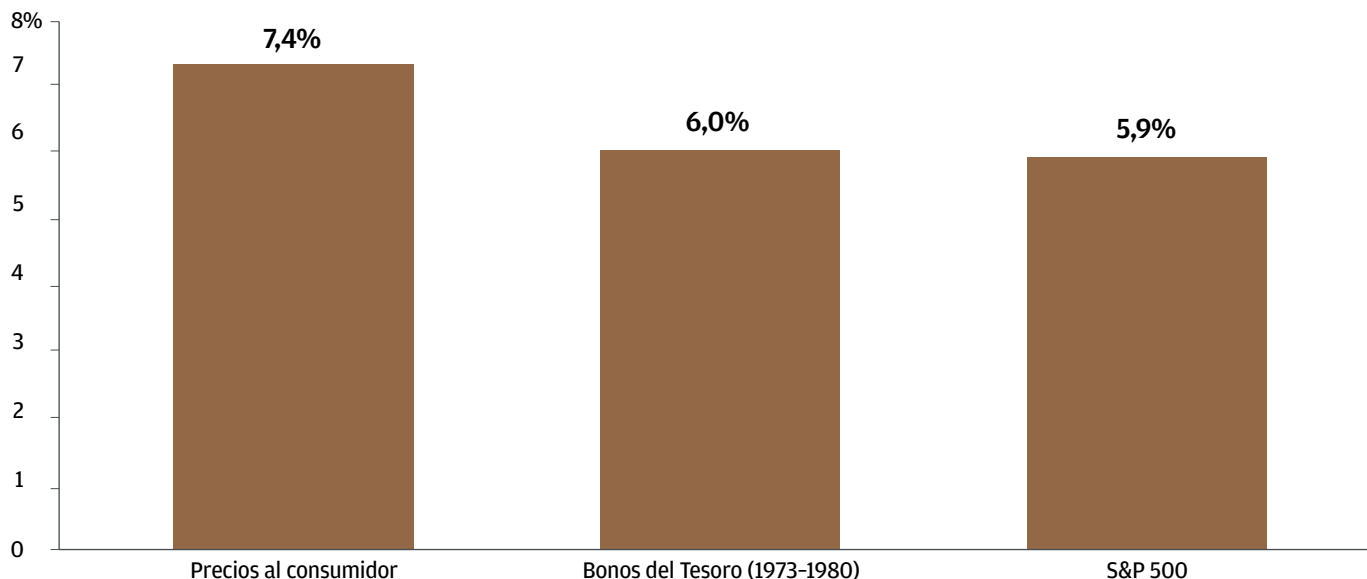
Con estructuras y prioridades diferentes hoy, no esperamos una repetición, pero si la Fed cometiera el mismo error, podría activar un riesgo inflacionario poco apreciado que actualmente permanece latente: el patrimonio inmobiliario no utilizado.

Los hogares estadounidenses han acumulado unos 66 billones de dólares en riqueza neta adicional, incluyendo 16 billones en patrimonio inmobiliario no extraído, desde finales de 2019—más de tres veces el actual gasto anual en consumo personal.<sup>40</sup> Si los tipos hipotecarios bajaran sustancialmente, es probable que los consumidores comenzaran a extraer y gastar ese patrimonio, lo que podría impulsar el consumo muy por encima de la capacidad de las empresas para aumentar la producción, elevando los precios y desatando una ola inflacionaria difícil de contener.

Cuanto más insensibles se vuelvan consumidores y empresas ante la inflación, más difícil y doloroso será contenerla. Las rentabilidades de la renta variable y la renta fija estadounidenses no lograron superar el aumento de los precios al consumidor durante los años 70. El panorama inflacionario a corto plazo es preocupante incluso antes de considerar que los responsables políticos estadounidenses (fuera de la Fed) parecen interesados en una estrategia de “sobrecalentamiento” económico mediante déficits presupuestarios más amplios.<sup>41</sup>

### EN LOS AÑOS 70, LA INFLACIÓN SUPERÓ TANTO A LA RENTA VARIABLE COMO A LA RENTA FIJA

Rentabilidad anualizada, 1970-1980, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Nota: Bonos del Tesoro representados por el Bloomberg US Treasury Index, datos desde el 31 de enero de 1973.

<sup>39</sup> Oficina de Estadísticas Laborales, “Índice de Precios al Productor”, 18 de marzo de 2026.

<sup>40</sup> El componente inmobiliario de los balances de los estadounidenses por sí solo suma aproximadamente 16 billones de dólares en ganancias de capital no aprovechadas, que no se han monetizado (es decir, gastado e ingresado a la economía, impulsando la demanda). Reserva Federal, “Financial Accounts of the United States (Z.1)”, Tabla B.101.

<sup>41</sup> Japón proporciona el modelo. El ratio deuda/PIB ha caído del 220% hace cinco años al 190% actualmente. La inflación ha subido a un ritmo de 1,5%-2,0% y el crecimiento salarial se ha fortalecido. Los responsables políticos parecen haber generado finalmente reflación tras 30 años de estancamiento. Las acciones japonesas alcanzaron un nuevo máximo por primera vez desde 1989. El coste fue asumido por el yen y los ahorradores domésticos. Los rendimientos de los bonos japoneses a largo plazo han aumentado desde 2022, hasta los niveles más altos desde finales de los años 90. El yen está en su punto más débil frente al dólar estadounidense desde 1989. Y antes de que la inflación regresara en 2022, los rendimientos de los bonos japoneses eran de -2,5% anual.

## ¿Qué podría salir mal?

### 2.

## Un aumento de los precios de la energía podría coincidir con una inflación rígida

Considere el contexto inflacionario antes de que el conflicto en Oriente Medio comenzara a dificultar el suministro energético y a provocar subidas de precios.

La inflación ya era persistente. Los precios al consumidor subyacentes en EE. UU. y los salarios del sector privado crecían entre 1,0 y 1,5 puntos porcentuales más rápido al año que en el periodo previo a la pandemia. El deflactor subyacente del gasto en consumo personal (PCE), la métrica preferida de la Fed, se aceleró notablemente en 2025 y, en enero de 2026, los precios habían subido un 3,1% interanual, por encima del objetivo de la Fed. En ese informe, la inflación era firme en servicios discrecionales al consumidor, como restaurantes y servicios personales—categorías en gran medida aisladas de los efectos de la oferta global y los aranceles.

Esta inflación persistente sugiere una demanda interna robusta y la disposición de los consumidores a pagar precios más altos. Mientras tanto, el Índice de Costes Laborales, otra medida del crecimiento salarial, sigue por encima de los niveles previos a la COVID. En ausencia de un aumento del ahorro de los hogares, esto implica un mayor crecimiento del gasto, alimentando el lado de la demanda de la inflación.

Luego llegó el *shock* de precios en el Estrecho de Ormuz, justo cuando la inflación volvía al objetivo de la Fed.<sup>42</sup> El aumento de los costes del combustible comenzó a trasladarse a la economía a través del transporte, la logística y los insumos manufactureros, impactando directamente en los presupuestos familiares y las expectativas de inflación. Estudios de la Fed sugieren que cada aumento sostenido de 10 dólares por barril en el precio del petróleo eleva la inflación en aproximadamente 30-35 puntos básicos.<sup>43</sup> Un aumento sostenido de unos 40 dólares por barril en los precios del petróleo (por encima de los niveles previos al conflicto) implicaría, según los cálculos de la Fed, casi un punto porcentual adicional en la tasa de inflación.

<sup>42</sup> Maximiliano A. Dvorkin, Fernando Leibovici y Ana María Santacreu, "Cómo afectan los aranceles a los precios en 2025", Banco de la Reserva Federal de St. Louis, 16 de octubre de 2025.

<sup>43</sup> Junta de la Reserva Federal, "FEDS Notes", 4T 2025.



### Los responsables políticos se enfrentan a una decisión difícil

Aunque la dinámica inflacionaria actual no parece tan problemática como en 2022, la posibilidad de una repetición merece atención. En 2022, el PCE subyacente se situaba en el 5,2% cuando Rusia invadió Ucrania en febrero, lo que provocó un repunte del 60% en los precios del petróleo. La Fed respondió subiendo los tipos de interés en 425 puntos básicos ese año. El S&P 500 terminó 2022 con una caída del 20%; la renta fija *core* perdió un 13%.

La mayoría de las carteras sufrieron las consecuencias. Los *hedge funds* macro lograron una rentabilidad del 9%—una de las pocas clases de activos que resistió el ciclo de subidas.

El FOMC podría verse obligado a tomar una decisión difícil: mantener su sesgo acomodaticio (como prefieren varios miembros, la Secretaria del Tesoro y el Presidente), arriesgándose a avivar aún más la inflación y a elevar los rendimientos de los bonos a largo plazo; mantener los tipos estables; o volver a subirlos, con el riesgo de desestabilizar los mercados financieros en un momento en que el estrés aumenta en ciertos segmentos del crédito. La historia sugiere que las subidas de tipos en respuesta a un *shock* energético suelen ser precursoras clásicas de recesión.<sup>44</sup>

---

<sup>44</sup> Wataru Miyamoto, Thuy Lan Nguyen y Dmitriy Sergeev, "Cómo se propagan los *shocks* del petróleo: evidencia sobre el canal de política monetaria", Banco de la Reserva Federal de San Francisco, 8 de marzo de 2024.



## ¿Qué podría salir bien?

# 1. La holgura en el mercado laboral contrarresta el aumento de precios

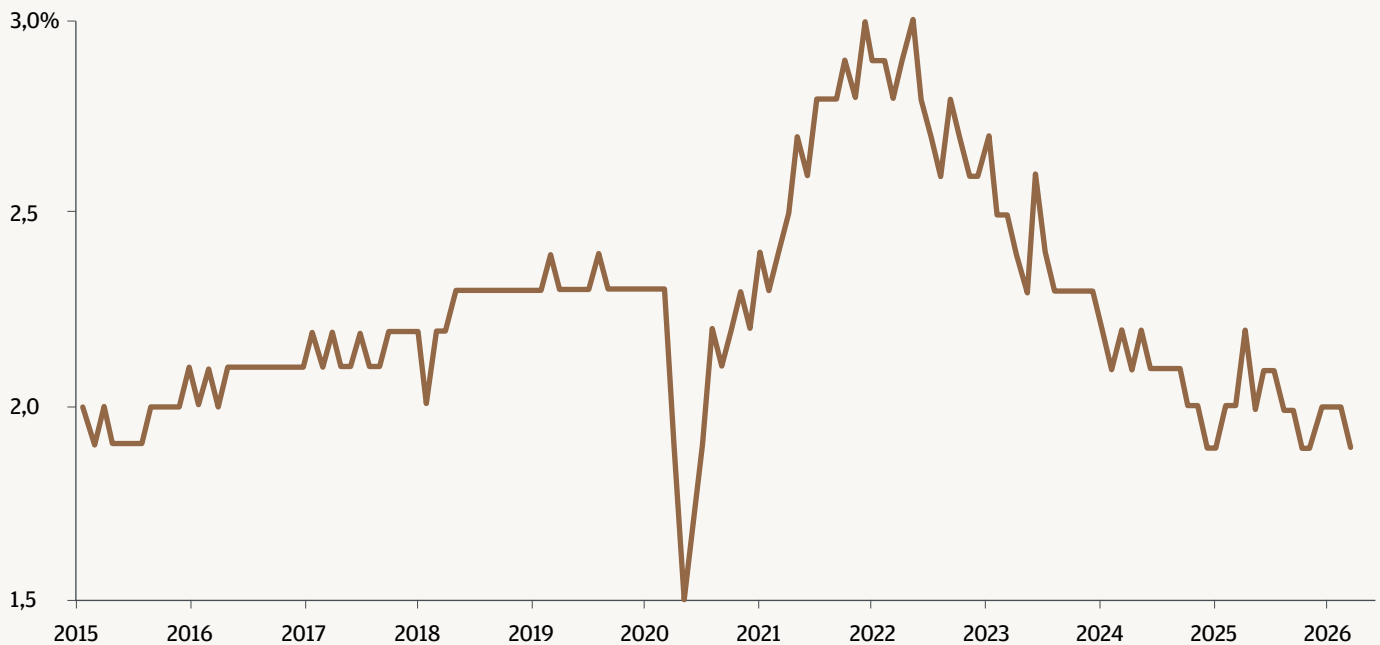
Observamos señales de que el mercado laboral aún presenta un grado considerable de holgura. Un mercado laboral más equilibrado normalmente produciría tasas elevadas de cambio de empleo y notables incrementos salariales para los trabajadores que cambian de empleador. Recientemente, tanto la tasa de dimisiones como la prima salarial de quienes cambian de trabajo han seguido indicando un mercado laboral de baja contratación y bajos despidos.<sup>45</sup>

No existe evidencia de que la espiral inflacionaria de salarios y precios que caracterizó a 2022 esté presente hoy. Además, la percepción de amenaza de la IA, aunque aún no impacta de forma generalizada en el empleo, probablemente moderará las expectativas salariales. Una menor inmigración podría, en teoría, presionar los salarios al alza, pero hasta ahora hay poca evidencia de ello.<sup>46</sup>

El número de empleados a tiempo parcial que no logran encontrar trabajo a tiempo completo ha aumentado, los despidos y recortes de empleo han crecido, y la disminución del porcentaje de dimisiones voluntarias indica que los trabajadores tienen menos confianza para cambiar de empleo en busca de mejores condiciones o remuneración.<sup>47</sup> Estas dinámicas laborales tienden a contener el crecimiento salarial y, por extensión, a limitar la inflación en servicios. La demanda laboral es quizá la mejor evidencia de que la inflación, aunque persistente, probablemente estará contenida.

### UN MERCADO LABORAL AJUSTADO EJERCE PRESIÓN BAJISTA SOBRE LA INFLACIÓN

Tasa de renuncias JOLTS en EE. UU., ajustada estacionalmente, %



Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Datos al 27 de febrero de 2026.

<sup>45</sup> Informe JOLTS, 31 de marzo de 2026.

<sup>46</sup> Simon Mongey, "La inmigración no explica el descenso del crecimiento del empleo", Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, 1 de octubre de 2025.

<sup>47</sup> Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., "Resumen de la situación del empleo (Encuesta de hogares)", marzo de 2026.

## ¿Qué podría salir bien?

### 2.

## Los aranceles y los *shocks* energéticos podrían ser temporales; la ralentización del mercado de vivienda es duradera

Si bien los precios más altos han afectado sin duda a los hogares estadounidenses en alimentos, electricidad y bienes de consumo básicos, se puede argumentar razonablemente que los aranceles y la energía—factores idiosincráticos—son los principales impulsores de la inflación.

Entre junio y agosto de 2025, los aranceles representaron aproximadamente 0,5 puntos porcentuales de la inflación anualizada del PCE general.<sup>48</sup> Sin los aranceles, el PCE general habría sido del 2,35%, no del 2,85%. A medida que el efecto de traspaso de los aranceles se disipe, o si la política arancelaria se modera (por acción judicial, negociaciones comerciales o a discreción de la administración), esta fuente de presión sobre los precios podría desaparecer, proporcionando un alivio significativo.

La inflación de la vivienda ha disminuido. Representando el 17,7% del PCE subyacente, ha caído a poco más del 3% a comienzos de 2026, desde el 5% interanual a finales de 2024. Los precios de la vivienda siguen elevados y la asequibilidad está bajo presión, pero el ritmo de aumento de los costes de la vivienda (incluidos los alquileres) es actualmente más moderado. La oferta de viviendas unifamiliares en venta se ha normalizado, ralentizando el crecimiento de los precios.<sup>49</sup>

La baja asequibilidad, debida en parte a los elevados tipos hipotecarios, probablemente también contendrá la demanda de compradores y la inflación de los precios de la vivienda. Los mercados de apartamentos son aún menos inflacionarios: las tasas de desocupación superaron los niveles de 2019 y siguen aumentando tras el reciente aumento de la construcción.<sup>50</sup> Esta holgura debería seguir suprimiendo la inflación relacionada con la vivienda durante 2026.

<sup>48</sup> Alrededor de 0,4 puntos porcentuales de inflación anualizada del PCE subyacente. Banco de la Reserva Federal de St. Louis, 22 de octubre de 2025.

<sup>49</sup> Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., “Índice de Precios al Consumidor”, febrero de 2026; National Association of Realtors “Inventario de viviendas unifamiliares existentes”, febrero de 2026.

<sup>50</sup> Oficina del Censo de EE. UU., “Encuesta de vacantes y propiedad de viviendas”, 4T 2025.



## ¿Qué podría salir bien?

### 3. La competencia global podría limitar la inflación

Incluso si la inflación doméstica resulta persistente, la competencia global podría ayudar a anclarla. La competencia intensa de China y otros productores de bajo coste puede ser un factor mitigante de la inflación muy potente. Las dinámicas de producción, especialmente en China, indican que los precios de los bienes seguirán bajo presión. La combinación de la inversión postpandemia en China orientada hacia la capacidad industrial ha contribuido al exceso de capacidad, la competencia de precios a la baja y la deflación de los precios de producción.<sup>51</sup>

Hasta marzo, los precios de producción chinos venían cayendo desde finales de 2022.<sup>52</sup> Las exportaciones de bienes de China han superado ampliamente la tendencia previa a la pandemia, mientras que las importaciones se han estancado. Las presiones competitivas se han intensificado tanto a nivel doméstico como para los socios comerciales de China y en mercados de terceros países.<sup>53</sup> En su último plan quinquenal, los responsables políticos reiteraron su compromiso con esta estrategia orientada a la exportación.

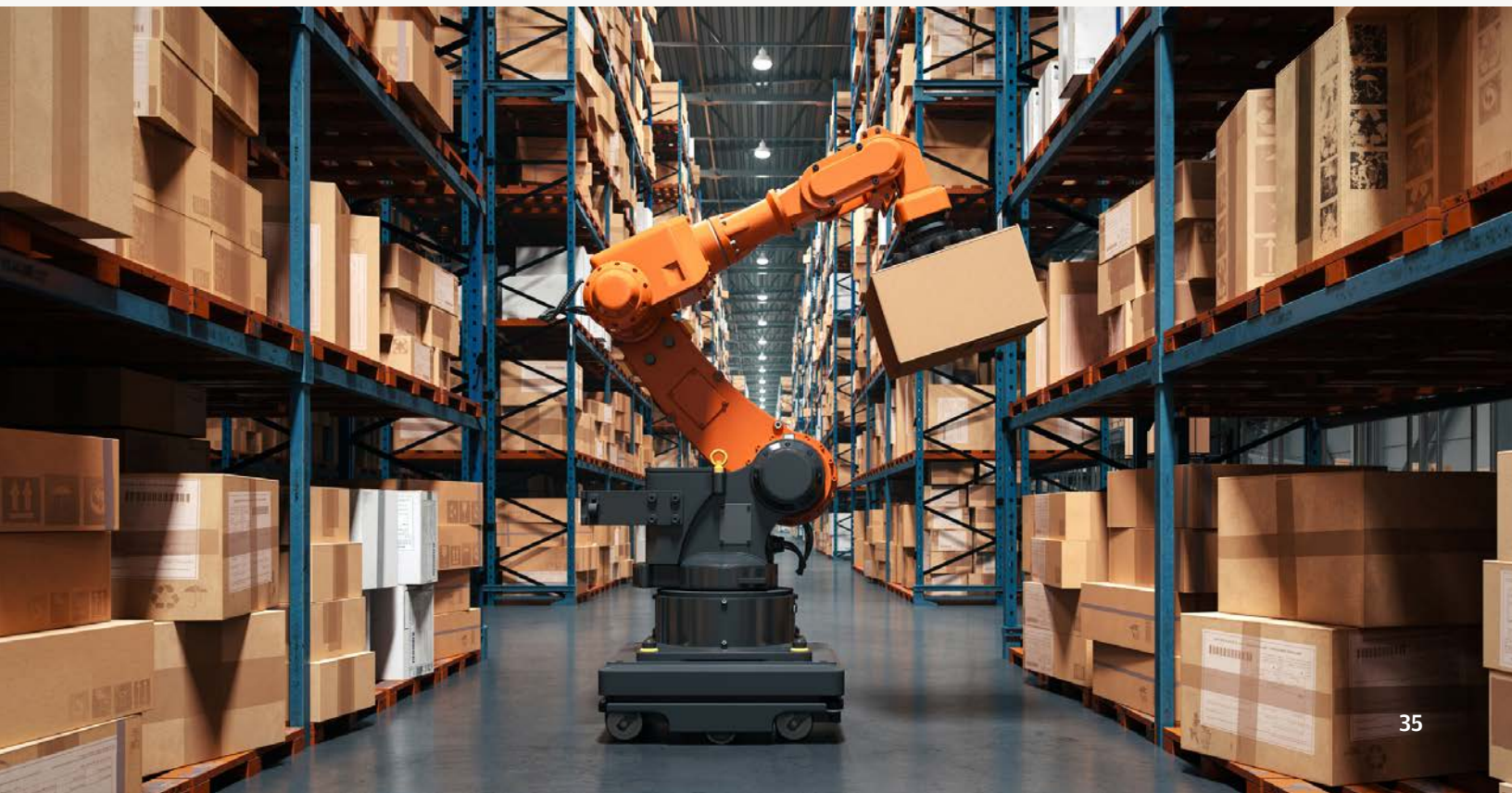
El fenómeno va más allá de China. Por ejemplo, el precio de la ropa importada en EE. UU. desde China y América Latina cayó en 2025.<sup>54</sup> Las dinámicas competitivas globales pueden contrarrestar las presiones arancelarias.

<sup>51</sup> J. Scott Davis y Brendan Kelly, "La sobrecapacidad manufacturera de China impulsa la producción, temores de estancamiento", Banco de la Reserva Federal de Dallas, 30 de diciembre de 2025.

<sup>52</sup> Oficina Nacional de Estadísticas de China, "Índice de Precios al Productor", 28 de febrero de 2026.

<sup>53</sup> Banco Central Europeo, "Boletín Económico del BCE", julio de 2025.

<sup>54</sup> Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., "Índice de precios de importación por origen", diciembre de 2025.



# Implicaciones para la inversión

Mantener el poder adquisitivo es un objetivo central para muchos inversores y familias. Una inflación más alta dificulta alcanzar ese objetivo. Erosiona la riqueza real con mayor rapidez, y una inflación elevada se asocia a una mayor correlación entre renta fija y variable, lo que incrementa la fragilidad de una cartera tradicional.

Un episodio inflacionario similar al de los años 70 es posible, aunque poco probable. Hay muy pocas señales en el mercado laboral de un aumento en espiral de salarios y precios. Sin embargo, como se ha señalado, una inflación más alta podría arraigarse. Los tipos de interés de la liquidez y los valores a corto plazo apenas compensan—y eso antes de impuestos. Para gestionar este riesgo persistente y a menudo silencioso para el patrimonio, sugerimos cuatro acciones:

## ◇ Planifique a conciencia

Un entorno de mayor inflación exige articular claramente los objetivos y diseñar intencionadamente una asignación de activos para alcanzarlos, teniendo en cuenta los flujos de caja y la fiscalidad. El primer paso: comprender cómo distintos escenarios de inflación y mercado podrían afectar el valor futuro de la cartera.

La situación de cada familia es única, por lo que es fundamental someter sus objetivos a pruebas de estrés frente a una variedad de resultados de mercado. A partir de ahí, trazar puntos de decisión y secuenciar posibles acciones puede ayudar a garantizar que el patrimonio no solo se preserve en términos reales, sino que también se despliegue eficazmente hacia los objetivos para los que fue creado.

### ◇ Considere la renta variable vinculada a materias primas, infraestructuras y sector inmobiliario

Los precios de las materias primas son precios de insumos y tienden a ofrecer buenos retornos cuando la inflación sube.<sup>55</sup> Por extensión, las acciones de productores y transportistas de materias primas suelen superar al mercado cuando la inflación aumenta.

Actualmente, el sector de recursos naturales resulta especialmente interesante, en parte porque la inversión de capital apenas ha superado la inflación en la última década. Es probable que la oferta futura sea limitada. Un conjunto de acciones relacionadas con recursos naturales que seguimos ofrece actualmente una rentabilidad total para el accionista cercana al 5,5%. Su ratio P/E es muy inferior al del mercado en general.

Las infraestructuras globales han sido una clase de activo poco apreciada, aunque históricamente han ofrecido rentabilidades anualizadas del 8%-12% bajo distintos regímenes inflacionarios.<sup>56</sup> Un factor clave: flujos de caja contractuales a largo plazo y resilientes a la inflación. Actualmente, la energía representa casi el 60% del índice de referencia,<sup>57</sup> frente al 20% de hace diez años. Aunque los flujos hacia fondos de infraestructuras han aumentado recientemente, el sector sigue estando poco invertido. Casi el 80% de los *family offices* que encuestamos recientemente afirmaron no tener exposición,<sup>58</sup> y tampoco el 86% de nuestros clientes de banca privada en EE. UU.<sup>59</sup>

El sector inmobiliario global puede servir como otra cobertura frente a la inflación, gracias a las cláusulas de actualización de rentas y la frecuencia de revisión de contratos de arrendamiento. Estos mecanismos de ajuste ayudan a preservar los ingresos a medida que los valores de las propiedades suben junto con el coste del suelo, la mano de obra y los materiales.<sup>60</sup> Observamos señales tempranas de recuperación en el sector inmobiliario *core* tras varios años de debilidad.

Creemos que, en conjunto, estos activos reales pueden representar hasta el 5% de una cartera global.

<sup>55</sup> Ari Levine, Yao Hua Ooi y Matthew Richardson, "Commodities for the Long Run", National Bureau of Economic Research, noviembre de 2016.

<sup>56</sup> MSCI, Bloomberg, datos según disponibilidad a junio de 2025.

<sup>57</sup> Índice MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset.

<sup>58</sup> J.P. Morgan Private Bank, "Informe Global de Family Office 2026", febrero de 2026.

<sup>59</sup> Para carteras de clientes con un valor mínimo de 5 millones de dólares.

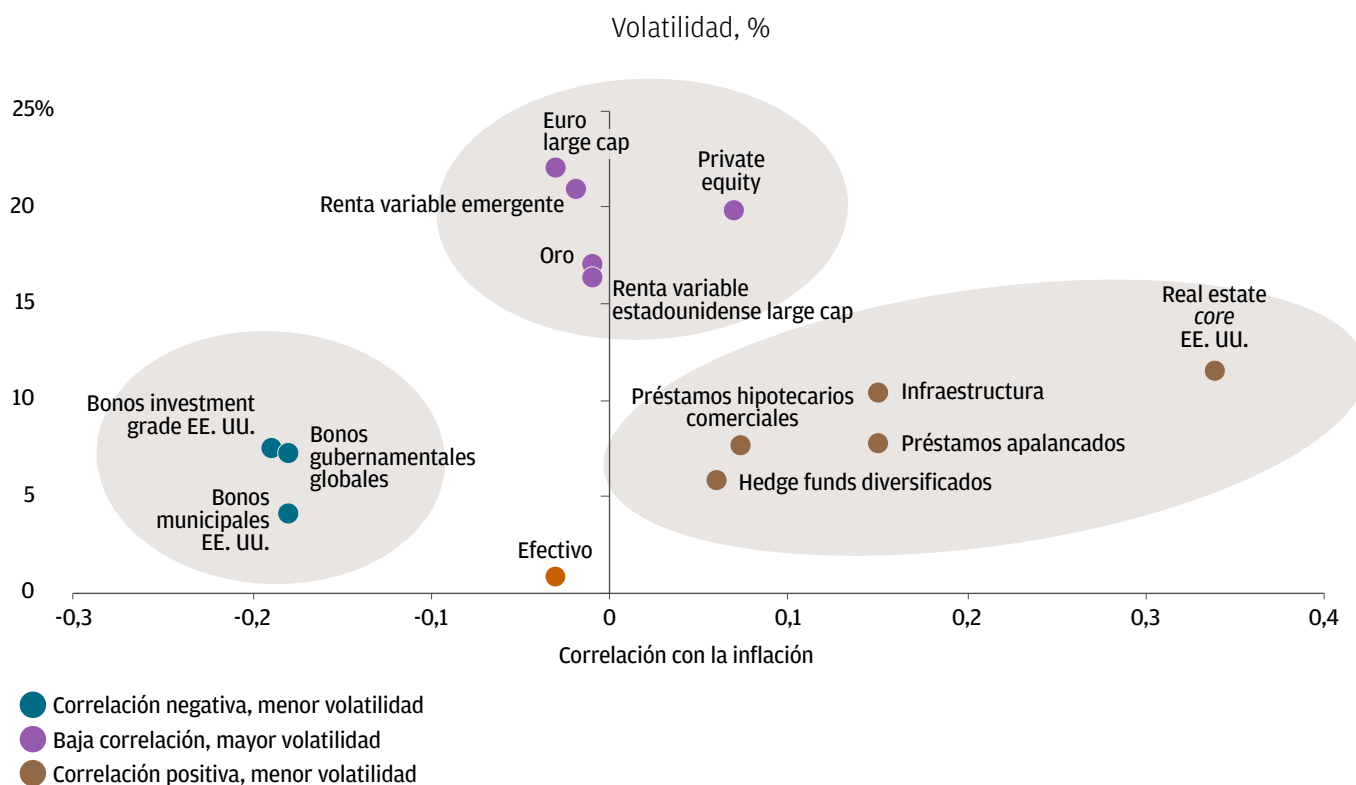
<sup>60</sup> Martin Hoesli, Jan Muckenhaupt y Bing Zhu, "Bienes raíces cotizados como cobertura contra la inflación en distintos regímenes", Journal of Real Estate Finance and Economics, octubre de 2023.



◇ Enfóquese en estrategias de *hedge funds* y alternativas líquidas menos correlacionadas

Consideramos que las estrategias de *hedge funds*, como las de valor relativo y macro, pueden ayudar a reducir el riesgo global de la cartera debido a su baja correlación tanto con la renta variable como con la renta fija. Ciertos activos alternativos líquidos ofrecen estrategias activas similares. Los *hedge funds* macro demostraron resiliencia en 2022, cuando tanto acciones como bonos sufrieron pérdidas significativas. Según nuestros datos, los clientes de banca privada en EE. UU. suelen estar poco expuestos a este activo: el 94% no posee *hedge funds* en sus carteras.<sup>61</sup>

PARA MITIGAR EL RIESGO DE INFLACIÓN, LOS INVERSORES DEBERÍAN CONSIDERAR LA INVERSIÓN EN MATERIAS PRIMAS, ACTIVOS REALES Y CIERTOS ACTIVOS ALTERNATIVOS

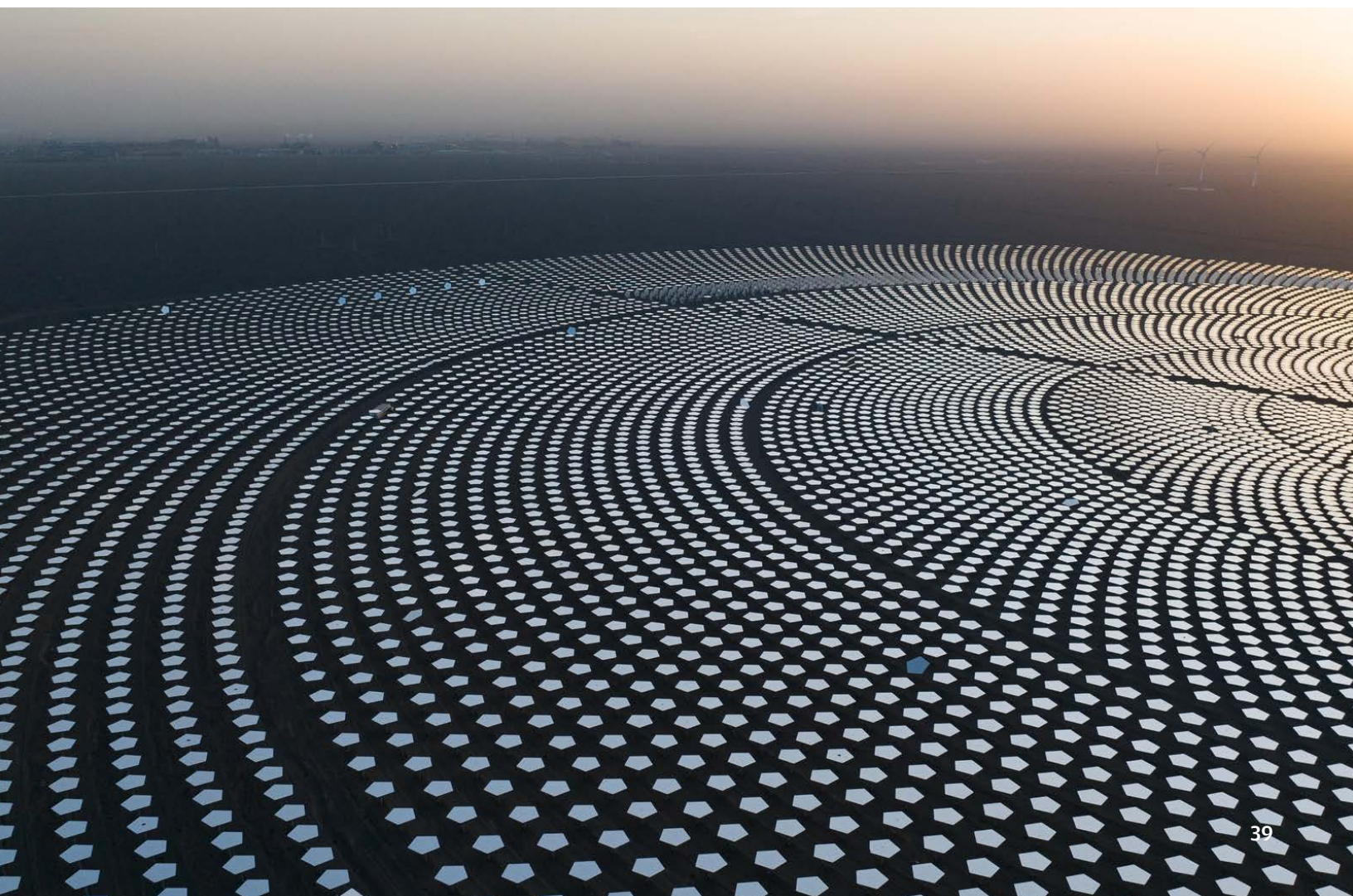


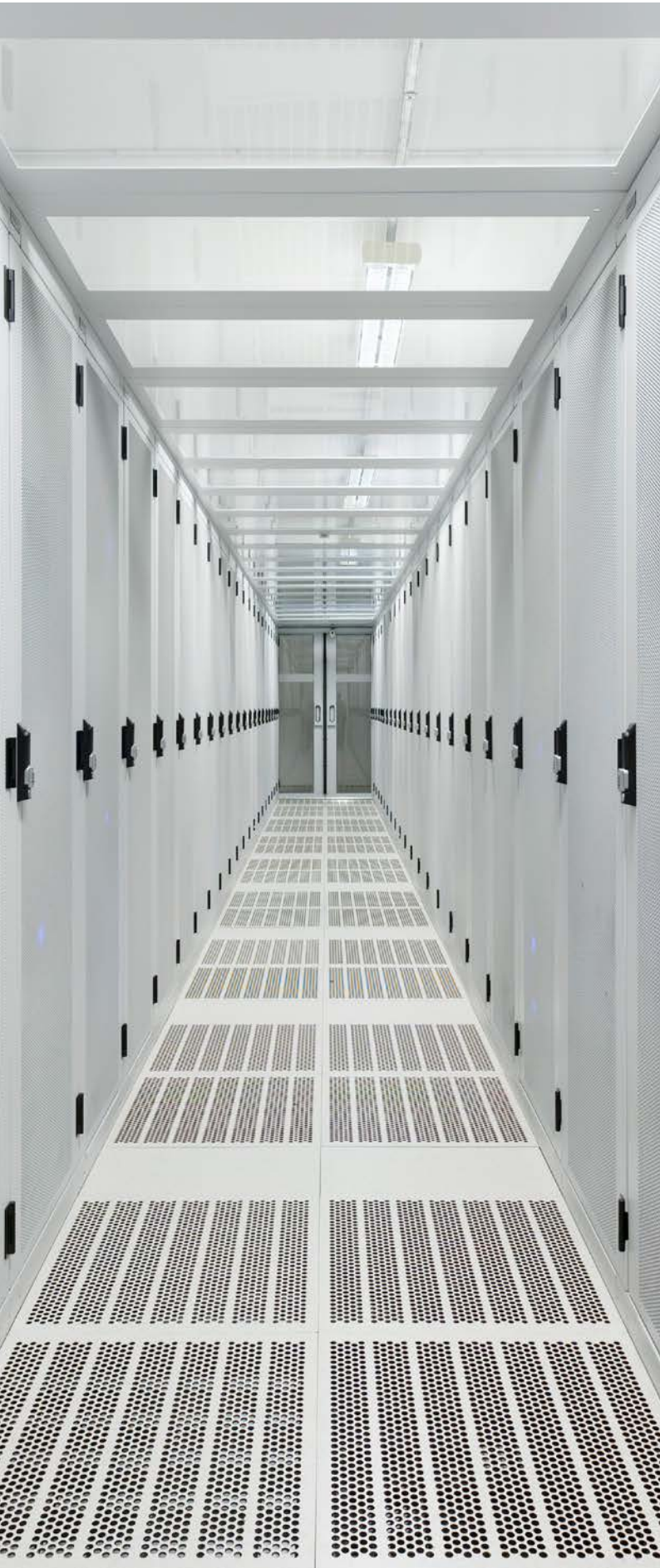
Fuente: J.P. Morgan Asset Management Long-Term Capital Market Assumptions. Datos al 30 de septiembre de 2025.

<sup>61</sup> Para carteras de clientes con un valor mínimo de 5 millones de dólares.

## Parte 3

# Inteligencia artificial: no subestime el superciclo ni su potencial como mitigante de la inflación





La inteligencia artificial podría convertirse en una poderosa fuerza para mitigar la inflación, ya que reduce el coste de la experiencia y ofrece el potencial de aumentar la producción económica sin necesidad de incrementar la mano de obra humana.

Sin embargo, el potencial de la IA para contribuir a contener la inflación está actualmente eclipsado por narrativas más pesimistas.

Los modelos de IA siguen avanzando, las previsiones de inversión en capital (*capex*) de las empresas para centros de datos se disparan y las valoraciones de las compañías privadas se expanden. Pero el discurso más frecuente entre los participantes del mercado se centra en dos posibles escenarios negativos que denominamos “escenarios maximalistas de IA”: podría perjudicar a la economía desplazando rápidamente a la mano de obra, provocando un aumento del desempleo; y podría lastimar el mercado bursátil al transformar los modelos de negocio de las empresas ya consolidadas.

Quienes anticipan escenarios maximalistas de IA visualizan con claridad lo que podría salir mal: nada menos que dificultades económicas comparables a la crisis financiera global y la Gran Depresión. Es probable que los inversores también tengan que enfrentarse en los próximos trimestres a lo que podrían ser tres de las mayores salidas a bolsa de la historia, todas ellas en el ecosistema de la IA.

Hasta ahora, la mayoría de los observadores se han centrado en lo que podría salir mal con la IA en 2026. Creemos que los inversores a largo plazo serán recompensados por posicionarse ante lo que podría salir bien.

La historia económica y de los mercados está repleta de ejemplos de tareas empresariales y laborales desplazadas por la tecnología. A pesar de todo, la innovación ha incrementado el potencial de la economía, el nivel de vida de los hogares, la capacidad de generación de beneficios de las empresas y las valoraciones bursátiles. Los inversores subestiman el caso más positivo para los activos de riesgo, en el que los mercados identifican y recompensan a los beneficiarios de la productividad inducida por la IA, mientras la economía transita a un ritmo que permite una redistribución ordenada de los empleos en el mercado laboral.

## ¿Qué podría salir mal?

# 1. La IA podría desestabilizar el mercado laboral

Una de las afirmaciones más contundentes de voces influyentes en el mercado es que la IA está a punto de desplazar a la mano de obra. El CEO de Anthropic, por ejemplo, ha advertido que la IA podría eliminar la mitad de los empleos administrativos de nivel inicial en Estados Unidos en los próximos uno a cinco años, y podría elevar la tasa de desempleo al 10%-20%<sup>62</sup> —lo que supondría entre 10 y 25 millones de empleos perdidos sin que nuevas contrataciones lo compensen.<sup>63</sup>

Un nivel de obsolescencia laboral de esta magnitud sería una catástrofe económica. La tasa de desempleo en EE. UU. alcanzó el 25% durante la Gran Depresión y solo ha superado el 10% en dos ocasiones en la era posterior a la Segunda Guerra Mundial.<sup>64</sup> Observamos cada vez más indicios de que, a medida que el rendimiento de los modelos mejora rápidamente, la IA puede desplazar muchas tareas. La era agentiva, en la que las herramientas de IA pueden completar tareas de forma autónoma, parece estar llegando. Uno de los modelos más recientes de Anthropic, Opus 4.6, puede completar tareas complejas e iterativas que a un experto humano le llevarían más de 12 horas. Hace apenas unos meses, en diciembre de 2025, el mejor modelo de IA no podía completar tareas que requirieran seis horas.<sup>65</sup>

Claude Code generó unos ingresos anualizados asombrosos de 6.000 millones de dólares para Anthropic solo en febrero de 2026.<sup>66</sup> Los agentes de IA de C.H. Robinson (una empresa de logística de transporte) pueden proporcionar los mismos presupuestos en 30 segundos que antes requerían 15 minutos de trabajo humano. Una encuesta reciente reveló que el 88% de los ejecutivos consultados afirmaron que sus empresas estaban probando o escalando agentes autónomos de IA.<sup>67</sup>

La plantilla de Microsoft alcanzó su máximo en 2022 y desde entonces se ha reducido un 6%. Encuestas de Challenger, Grey & Christmas sugieren que la IA fue responsable de casi 55.000 despidos en Estados Unidos en 2025.<sup>68</sup> Amazon, UPS, Salesforce, Workday, IBM y PayPal han citado la inteligencia artificial como una de las principales razones de los despidos en el último año.

El alcance potencial de la disrupción es evidente. Estudios económicos y encuestas sectoriales han identificado que el personal de apoyo administrativo y de oficina (más de 21 millones de trabajadores), los comerciales (más de 13 millones), quienes trabajan en operaciones empresariales y financieras (entre ocho y nueve millones) y el personal de atención al cliente/centros de llamadas (tres millones) realizan tareas con mayor riesgo de automatización por la IA.<sup>69</sup>

Como en muchas otras transiciones tecnológicas y económicas, la adopción de la IA podría suponer dificultades considerables para quienes vean sus empleos automatizados.

<sup>62</sup> Mike Allen y Jim VandeHei, "Behind the Curtain: A white-collar bloodbath", Axios, 28 de mayo de 2025.

<sup>63</sup> Suponiendo que el tamaño de la fuerza laboral se mantuvo constante.

<sup>64</sup> Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., marzo de 2026.

<sup>65</sup> METR, "Task-Completion Time Horizons of Frontier AI Models", 31 de marzo de 2026. Al intentar una tarea que tomaría dos horas a un experto humano, Claude puede completarla el 80% de las veces. Esa tasa de éxito cae al 50% cuando Claude intenta tareas más complejas que tomarían 12 horas a un experto humano. En otras palabras, si necesita que la IA complete una tarea el 99% de las veces, esa tarea tendrá que ser bastante simple según el tiempo de un experto humano.

<sup>66</sup> Shirin Ghaffary, "Anthropic Nears \$20 Billion Revenue Run Rate Amid Pentagon Feud", Bloomberg Finance L.P., 3 de marzo de 2026. Claude Code permite a los usuarios escribir código en lenguaje natural.

<sup>67</sup> PwC, "AI Agent Survey", mayo de 2025.

<sup>68</sup> Challenger, Grey & Christmas, diciembre de 2025.

<sup>69</sup> Organización Internacional del Trabajo, "Research Brief", febrero de 2026.

## ¿Qué podría salir mal?

# 2. La IA podría transformar los modelos de negocio existentes más rápido de lo previsto

Los mercados laborales también podrían experimentar efectos de segundo orden derivados de la disrupción de los modelos de negocio corporativos por la IA. Los participantes del mercado consideran que han identificado el sector más vulnerable: el software como servicio (SaaS) heredado.

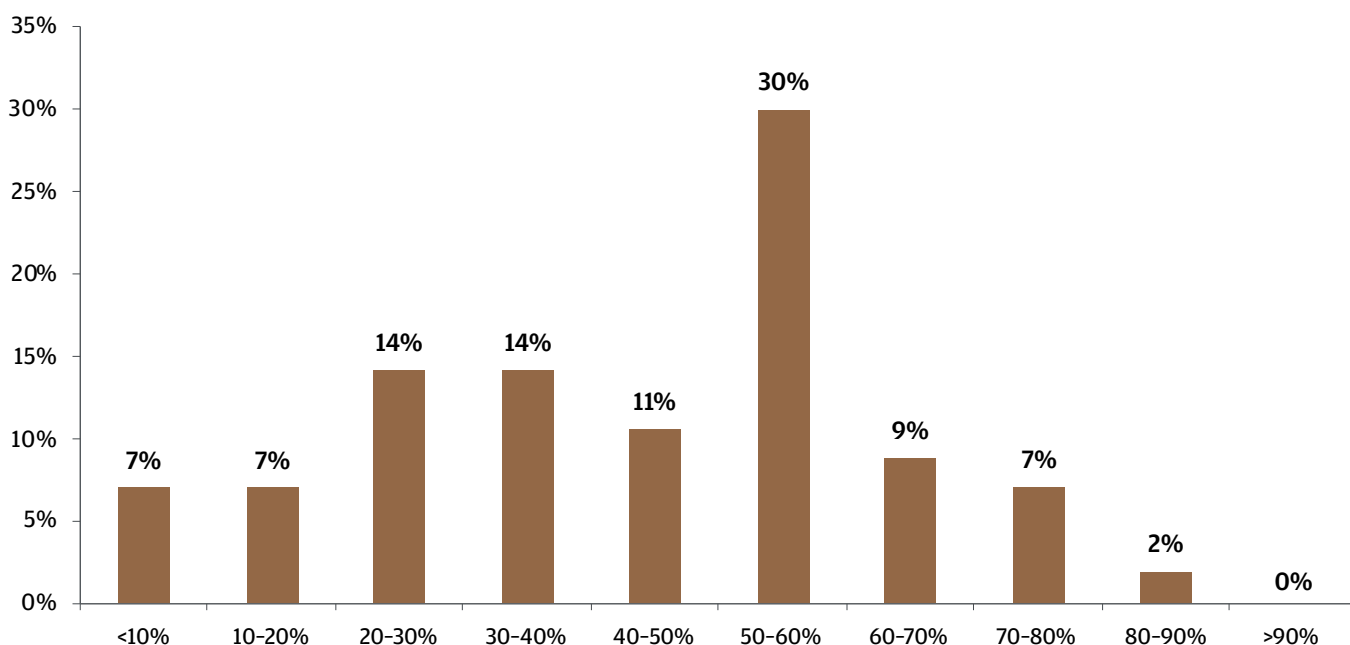
Muchas empresas SaaS incluidas en el S&P Expanded Technology Software Index (IGV) han visto caer sus acciones más de un 50% desde sus máximos históricos. Hasta la fecha, la cesta de valores de J.P. Morgan Securities considerada vulnerable a la disrupción de la IA ha perdido cerca de un 20% de su valor.

El sector del software heredado sufre las secuelas de la sobrecontratación durante el auge de la COVID-19, de los tipos de interés más altos y de la disrupción que la IA está provocando en el modelo de suscripción (pago por usuario). La empresa mediana del índice IGV presenta un margen operativo GAAP de apenas el 4%.

Cerca de 4,5 millones de personas trabajan en ingeniería de software y casi 50 millones en desarrollo de software en todo el mundo.<sup>70</sup> Podrían ser los primeros en sentir las consecuencias de los avances de la IA. Como hemos mencionado, las herramientas de IA amenazan el modelo de suscripción que antes hacía tan atractivas a las empresas SaaS. En primer lugar, la IA podría reducir el número de empleados necesarios para realizar tareas que requieren una licencia de software por suscripción. En segundo lugar, las herramientas de IA podrían encargarse directamente de esas tareas.<sup>71</sup> Algunas empresas de software podrían recuperarse. Pero, por ahora, el sector es otro recordatorio aleccionador de los riesgos y las recompensas de mantener posiciones concentradas en acciones.

### SOFTWARE: PÉRDIDAS SIGNIFICATIVAS DESDE MÁXIMOS HISTÓRICOS

Porcentaje de miembros del índice IGV según su caída desde máximos históricos, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 20 de abril de 2026.

<sup>70</sup> Oficina de Estadísticas Laborales y SlashData, 31 de diciembre de 2025.

<sup>71</sup> Por ejemplo, la empresa SaaS heredada ServiceNow proporciona una plataforma para los flujos de trabajo relacionados con TI de una organización: restablecimiento de contraseñas, inicio de sesión remoto en laptops, incorporación de nuevos empleados. Una herramienta de IA podría cobrar por resultado, no (como ocurre actualmente) por usuario.

## Impacto de la IA en Private Equity y Private Credit

Los mercados de crédito y capital privado también parecen vulnerables. El mercado de préstamos directos tiene una exposición de aproximadamente el 21% al software, que asciende a cerca del 40% si se incluyen prestatarios de tecnología y servicios empresariales.<sup>72</sup> La tecnología representa aproximadamente el 30% de las carteras globales de *buyouts* de *private equity* y casi la mitad de las carteras de capital riesgo.<sup>73</sup>

Aún no se han observado repentes en los impagos, pero los mercados muestran signos de tensión. Las compañías de desarrollo empresarial (BDCs) cotizadas han caído hasta niveles cercanos a los mínimos del ciclo anterior,<sup>74</sup> los diferenciales de los préstamos apalancados del sector del software se han ampliado y los gestores de activos alternativos cotizados han perdido más del 20% en lo que va de año. El deterioro del sentimiento y la normalización de los rendimientos en el crédito privado han provocado un ritmo de reembolsos superior a la media en las BDCs privadas no cotizadas.

¿Hasta dónde podría llegar el deterioro para el software y el crédito privado? Los impagos de préstamos apalancados (a nivel de índice) alcanzaron un máximo del 13% durante la crisis financiera global. Si los impagos en software llegaran al 15% y los valores de recuperación fueran solo del 40%, las pérdidas en crédito privado podrían alcanzar el 2% (sin apalancamiento).<sup>75</sup> Incluyendo el apalancamiento de la cartera, las pérdidas podrían ascender al 4%, con una rentabilidad inicial de alrededor del 9%.<sup>76</sup>

Si el crédito privado respaldado por software sufriera tensiones de esta magnitud, el valor de las participaciones en empresas de software no cotizadas se vería aún más afectado.

Algunos participantes del mercado temen que las tensiones crediticias puedan extenderse más allá del software. Por ahora, el estrés en el crédito privado parece concentrarse en prestatarios más pequeños (25 a 50 millones de dólares de EBITDA) y en sectores concretos (consumo, automoción).<sup>77</sup>

En el software, los impagos podrían aumentar en un horizonte de tres a cinco años a medida que la disrupción de la IA se extienda, pero el impacto será desigual—las plataformas de uso crítico, integradas y basadas en el uso deberían ser más resilientes que las herramientas genéricas, fácilmente reemplazables o los modelos de suscripción por usuario. Es fundamental destacar que no creemos que estas áreas de tensión supongan un riesgo sistémico: el crédito privado representa solo alrededor del 9% del endeudamiento corporativo total y la interconexión bancaria sigue siendo modesta. Aun así, parece razonable esperar cierto contagio en los mercados de deuda en general.

<sup>72</sup> J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions; Goldman Sachs; J.P. Morgan Securities Credit Research, febrero de 2026.

<sup>73</sup> MSCI Global, 30 de septiembre de 2025.

<sup>74</sup> En la métrica comúnmente aplicada para los BDC, el descuento precio/NAV fue del 17%. Esta métrica de valoración mide la diferencia entre el precio de mercado por acción y el precio por acción (NAV), lo que sugiere que los inversores compran los activos del fondo por menos de su valor declarado.

<sup>75</sup> JPM Investment Bank North America Credit Research, "Default Monitor", abril de 2026.

<sup>76</sup> Supone una hipótesis simplificada de un turno de apalancamiento a nivel de cartera. Junta de la Reserva Federal; Preqin; PitchBook; Empirical Research Partners Analysis, marzo de 2026.

<sup>77</sup> Proskauer; J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions, febrero de 2026.

## Nueva era de escepticismo para las grandes tecnológicas

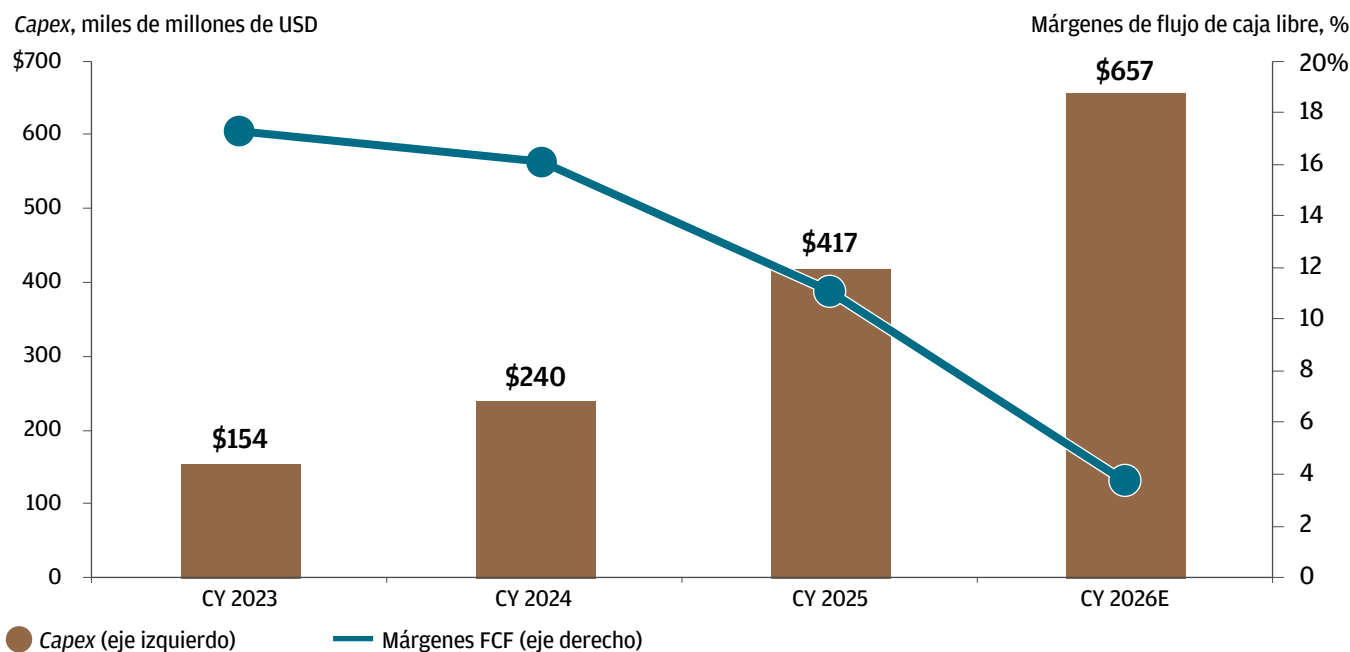
Al mismo tiempo, muchos inversores temen que el perfil de las grandes tecnológicas esté cambiando de forma permanente. Los hiperescaladores<sup>78</sup> actualmente cuentan con el flujo de caja necesario para financiar la construcción, intensiva en capital, de centros de datos. Pero esto también está cambiando rápidamente.<sup>79</sup>

Algunos inversores temen que las inversiones de los hiperescaladores en activos intensivos en capital estén alterando de forma permanente las características que los hicieron negocios tan atractivos en primer lugar. Los líderes de los hiperescaladores creen claramente que la IA actual—incluyendo las herramientas agentivas para flujos de trabajo empresariales y herramientas de productividad para consumidores respaldadas por publicidad—ofrece oportunidades de ingresos que justifican los costes. El mercado descuenta ese futuro con mayor intensidad.

El flujo de caja libre de los hiperescaladores alcanzó su máximo en 2024, con casi 240.000 millones de dólares, y se espera que disminuya hasta 73.000 millones a finales de 2026. El ratio P/E forward de Microsoft ha caído desde un máximo de 35x en la era de la IA hasta 22,5x en la actualidad. Además, la compresión de los múltiplos para las empresas de gran capitalización (no solo los hiperescaladores) se ha asociado a un aumento del endeudamiento y a la posible reducción de los programas de recompra de acciones y pago de dividendos. La rentabilidad por flujo de caja libre agregada de los hiperescaladores parece destinada a caer por debajo del 4%—desde un nivel del 18% en 2023.

Durante años, los inversores han justificado las elevadas valoraciones de empresas de gran capitalización señalando su bajo apalancamiento, sus altos retornos al accionista (dividendos y recompras), modelos operativos ligeros en activos y amplios márgenes. El superciclo de inversión en IA desafía esos supuestos.

### LOS HIPERESCALADORES ESTÁN REDUCIENDO SU FLUJO DE CAJA



Fuente: FactSet. Datos al 20 de abril de 2026.

<sup>78</sup> Los hiperescaladores son proveedores de servicios en la nube capaces de ofrecer recursos informáticos a una escala y velocidad que soporta a las mayores empresas y servicios de internet a nivel global. Los cinco principales hiperescaladores son Microsoft, Meta, Oracle, Google y Amazon. Otros incluyen Alibaba, Apple, IBM, ByteDance y CoreWeave.

<sup>79</sup> Por ejemplo, Microsoft tiene previsto completar el centro de datos más potente del mundo para septiembre de 2027. El sitio, en Mount Pleasant, Wisconsin, se espera que cueste un poco más de 100 mil millones de dólares en dólares de 2025, consumirá más energía que toda la ciudad de Los Ángeles y albergará 5,2 millones de GPUs equivalentes H100.

## ¿Qué podría salir mal?

### 3.

## Las OPV (Ofertas Públicas de Venta) podrían marcar el techo del ciclo

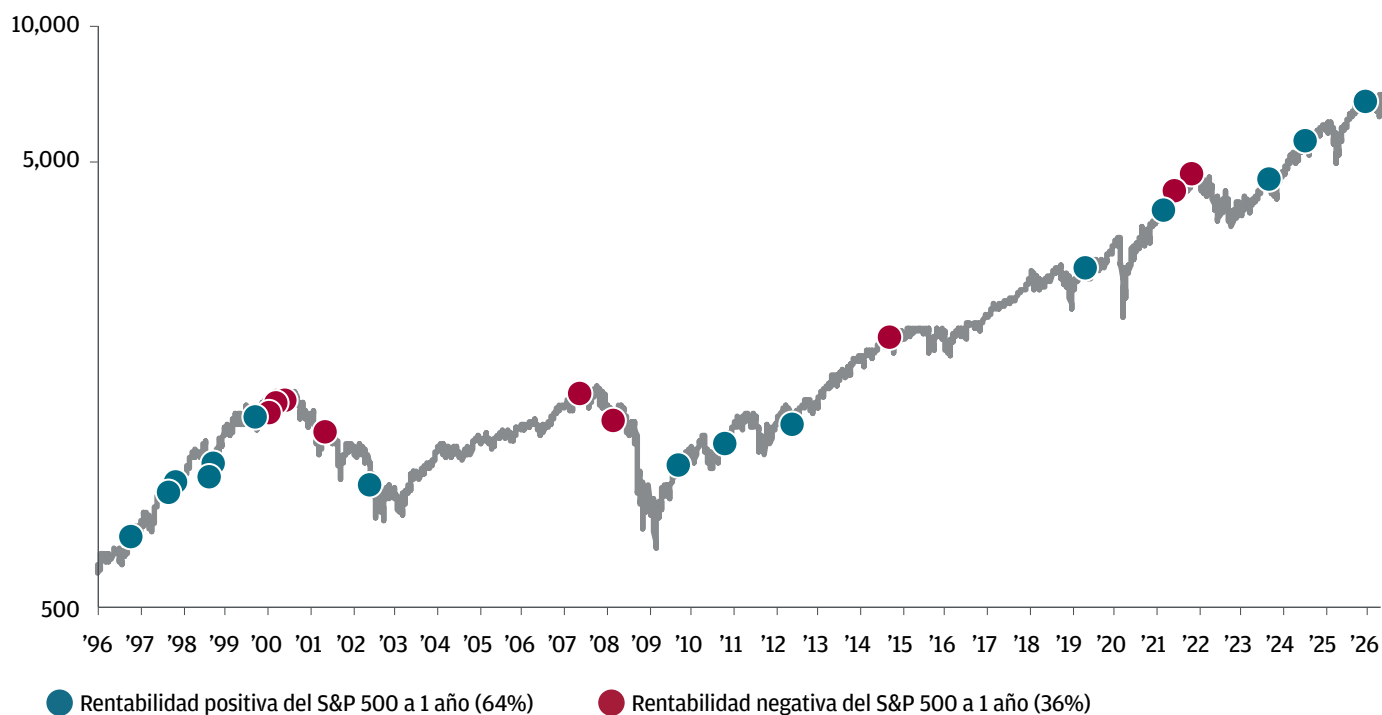
Quizá la prueba más exigente hasta la fecha para el futuro de la IA como temática de inversión será el calendario de salidas a bolsa que se avecina. En algún momento de este verano, SpaceX, conocida por sus ambiciones de poner centros de datos en el espacio, casi con toda seguridad saldrá al mercado con la mayor oferta pública de acciones de la historia. Los mercados de predicción asignan una probabilidad de 1 entre 2 a que Anthropic salga a bolsa antes de 2027 y de 1 entre 3 a una OPV de OpenAI.<sup>80</sup> Si los mercados públicos validan las valoraciones de los mercados privados, e incluso las superan, probablemente se reforzaría la confianza en el gasto en infraestructura de IA. Sin embargo, la historia reciente de las OPV de alto perfil envía señales preocupantes.<sup>81</sup>

Históricamente, el aumento de la actividad de emisión y de operaciones corporativas se ha asociado a máximos en los precios de las acciones. En 2007, las OPV, las ofertas secundarias y operaciones de *private equity* y *venture capital* alcanzaron un valor equivalente al 4,5% de la capitalización bursátil estadounidense, el mayor porcentaje registrado. Un año después, los inversores tuvieron que soportar la crisis financiera global de 2008—el peor año para las acciones desde la década de 1930.

De forma similar, en 2021, la emisión y las operaciones volvieron a superar el 4% de la capitalización bursátil total de EE. UU. Luego, en 2022, el mercado tuvo que afrontar subidas de tipos de la Fed y un *shock* energético por la invasión rusa de Ucrania. Los rendimientos bursátiles anuales cayeron un 20%.

### ¿LAS GRANDES SALIDAS A BOLSA COINCIDEN CON LOS PUNTOS MÁXIMOS DEL MERCADO?

El S&P 500 con las 25 mayores OPV, escala logarítmica



Fuente: Renaissance Capital, Bloomberg Finance L.P. Datos al 20 de abril de 2026.

<sup>80</sup> Los mercados de predicción son plataformas de intercambio donde los participantes compran y venden contratos basados en el resultado de eventos futuros, como elecciones, datos económicos y deportes, reflejando expectativas colectivas sobre probabilidades.

<sup>81</sup> Esta sección se basa en investigaciones de Michael Goldstein y el equipo de Empirical Research Partners.

## INTELIGENCIA ARTIFICIAL: NO SUBESTIME EL SUPERCICLO NI SU POTENCIAL COMO MITIGANTE DE LA INFLACIÓN

Los rendimientos del primer día de las OPV, año a año, también ofrecen una visión sobre el posible exceso. Paradójicamente, un fuerte rendimiento en el primer día de las grandes OPV podría ser una señal negativa para el mercado en general.

Durante la burbuja *dotcom* de finales de los 90 y de nuevo en 2021, los rendimientos medios del primer día de las OPV rondaron el 50%. En 2025, los mercados vivieron un pequeño renacimiento en la actividad de los mercados de capitales: los rendimientos del primer día de las OPV alcanzaron el 35%.

La historia demuestra que cuando grandes empresas salen a bolsa, puede ser señal de que el mercado bursátil se acerca a su techo. Esas acciones recién cotizadas tienden a comportarse mal posteriormente. De las 25 mayores OPV de EE. UU. de las que disponemos de datos completos, la acción mediana tuvo un rendimiento inferior al S&P 500 en un 30% durante su primer año en bolsa. Doce de las 18 cayeron en su primer año de cotización. El rendimiento medio a un año del S&P 500 en cada uno de esos años posteriores a OPV de gran tamaño fue solo del 3%, muy por debajo de la media del índice (casi el 10%).

**En resumen: el 36% de esas 25 mayores OPV anticiparon un rendimiento negativo a un año vista para el índice. Seguiremos muy de cerca la demanda y la reacción del mercado ante las OPV de SpaceX y otras para calibrar el sentimiento de riesgo y el entorno de valoración actuales.**



## ¿Qué podría salir bien?

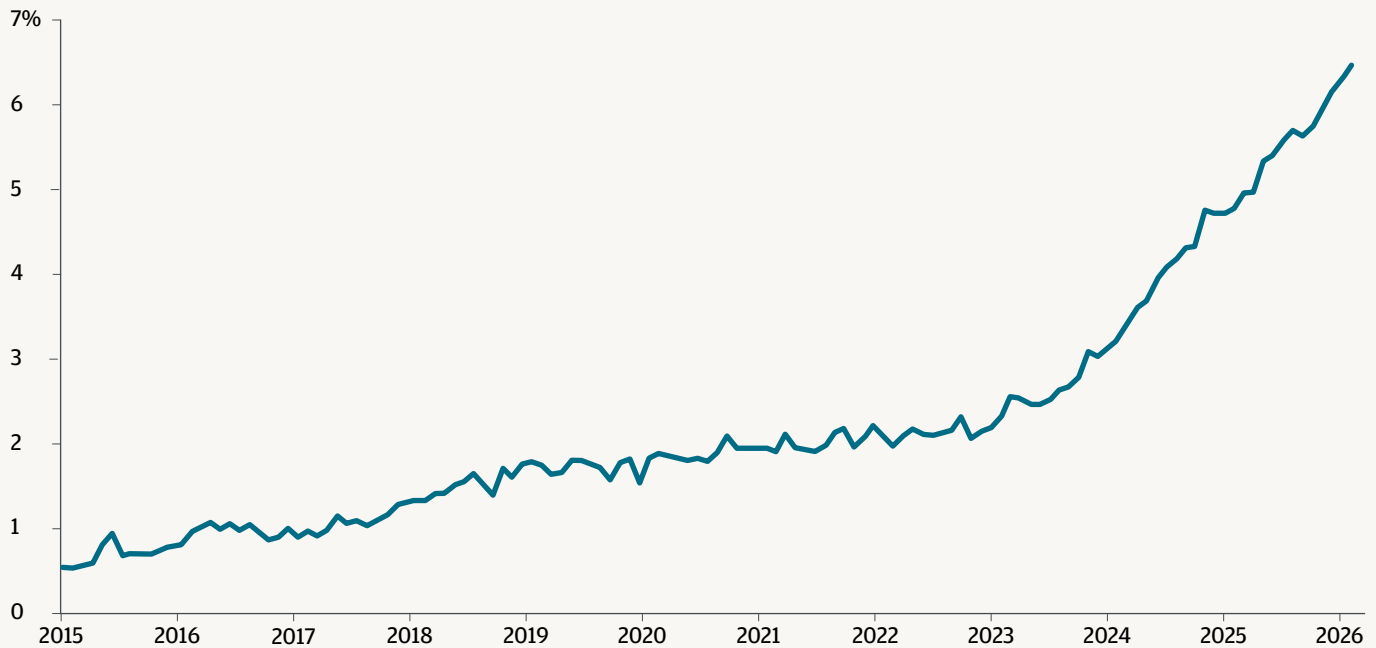
# 1. El ciclo de inversión en IA podría seguir impulsando el crecimiento

En 2025, la inversión en IA impulsó el crecimiento económico global. El PIB de Taiwán creció más de un 7%, el ritmo más rápido desde 2010 (en el cuarto trimestre, la tasa anualizada superó el 12,5%), y sus exportaciones alcanzaron un récord de 640.000 millones de dólares.<sup>82</sup> TSMC, la fundición que produce la gran mayoría de los chips de Nvidia Corp., contribuyó entre el 5% y el 6% al PIB de Taiwán en 2025.<sup>83</sup> Las exportaciones coreanas superaron los 700.000 millones de dólares por primera vez en 2025 y se atribuyó una cuarta parte del total a los envíos de semiconductores.<sup>84</sup>

Tras ajustar por importaciones, la inversión en IA añadió 25 puntos básicos al crecimiento real del PIB estadounidense en la primera mitad del año pasado.<sup>85</sup> En el cuarto trimestre de 2025, la inversión de empresas privadas en fabricantes de equipos informáticos y personales creció un 75% interanual. La construcción de centros de datos casi se ha cuadruplicado como proporción de la actividad total de construcción no residencial desde 2022.<sup>86</sup>

### LA CONSTRUCCIÓN DE CENTROS DE DATOS SIGUE AUMENTANDO

Gasto en construcción de centros de datos como porcentaje del gasto total en construcción no residencial, %



Fuente: U.S. Census Bureau, Haver Analytics. Datos al 31 de enero de 2026.

<sup>82</sup> Director General de Presupuesto de Taiwán, "Contabilidad y Estadísticas", diciembre de 2025.

<sup>83</sup> Gary Chen, "Silicon shield to 'global TSMC'", Taipei Times, 10 de marzo de 2026.

<sup>84</sup> Banco de Corea, diciembre de 2025.

<sup>85</sup> Natixis Investment Managers, "Why AI spend isn't really the sole growth driver", 5 de noviembre de 2025.

<sup>86</sup> Oficina del Censo de EE. UU., enero de 2026.

Todo indica que el ciclo de inversión en IA puede continuar durante el resto de 2026. Tras la temporada de resultados del cuarto trimestre (enero y febrero de 2026), los cinco principales hiperescaladores (Microsoft, Meta, Oracle, Google y Amazon) elevaron sus previsiones de *capex* para 2026 en 130.000 millones de dólares. Ahora, los analistas de Wall Street esperan que, en conjunto, gasten más de 650.000 millones hasta finales de 2026, en su mayor parte destinados a ampliar su capacidad de IA en la nube.

Incluso Oracle—que ha sido objeto de escrutinio por parte de los analistas por seguir una estrategia de inversión financiada con deuda y capital—informó recientemente de un crecimiento de 30.000 millones de dólares en su cartera de pedidos, procedente íntegramente de clientes que pagan por sus propias GPUs.<sup>87</sup> Oracle podría no tener que captar nuevo capital para cumplir los contratos de clientes.

El flujo de caja libre de los hiperescaladores puede estar disminuyendo. Pero los ingresos en la nube están acelerándose, lo que da margen a sus equipos directivos para continuar con sus agresivos planes de expansión en IA.

---

<sup>87</sup> Las GPU son unidades de procesamiento gráfico, chips informáticos especializados de alto rendimiento que impulsan el entrenamiento de modelos de IA. Ben Thomson, "Oracle Earnings, Oracle's Cloud Growth, Oracle's Software Defense", Stratechery, 11 de marzo de 2026.



**Evidencia limitada de daño en el mercado laboral**

Mientras el *capex* tecnológico impulsa el crecimiento del PIB, hay pocos indicios de que la IA esté dañando el mercado laboral.

La IA es eficaz, en comparación con el trabajo humano, en tareas como generar presupuestos de transporte, rellenar formularios a partir de documentos fuente, priorizar correos electrónicos entrantes, responder a preguntas frecuentes de clientes y traducir documentos. Pero un puesto de trabajo es un portafolio de tareas.

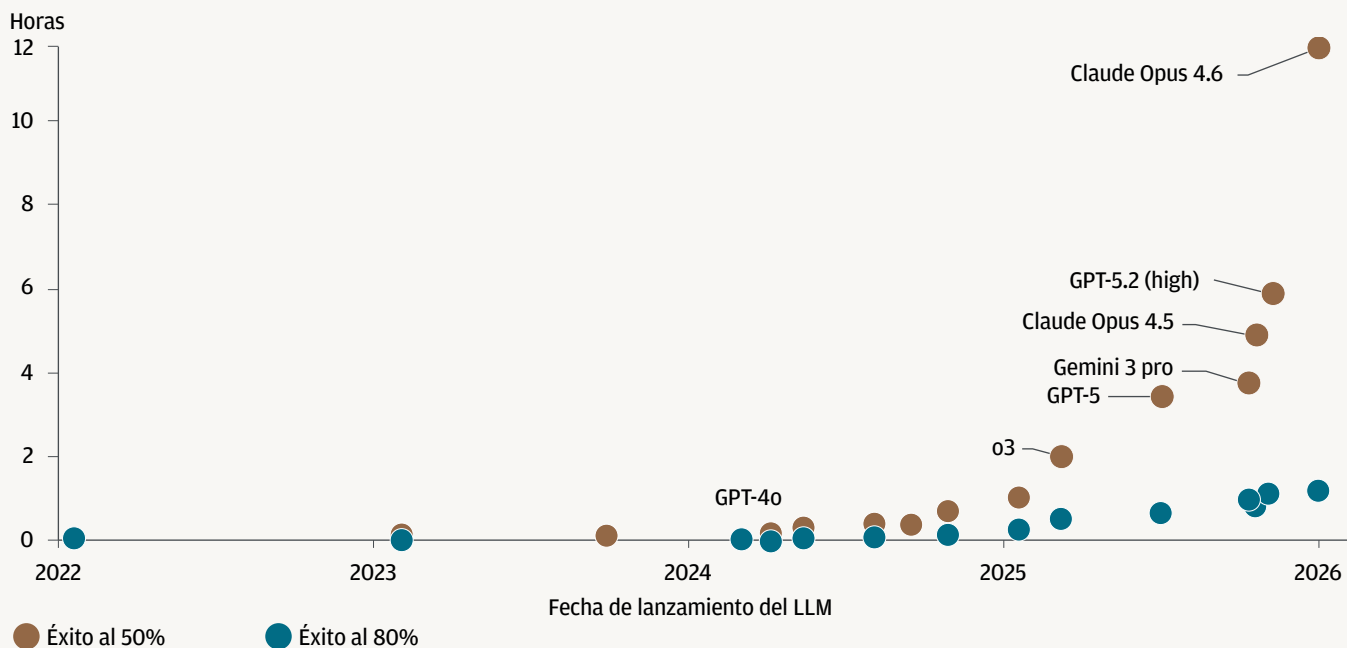
La valoración de mercado tanto para el trabajo humano como para las GPUs, y la evidencia empírica de los mercados laborales, sugieren que los modelos de IA agentiva aún no superan a los trabajadores del conocimiento. Un trabajador *white collar* cuesta aproximadamente 50 dólares la hora. Una GPU Nvidia H100 se alquila por unos 2,50 dólares la hora.<sup>88</sup>

Eso significa que una GPU alcanza la paridad de costes con esa persona incluso si tarda más de 20 horas en replicar una hora de producción humana—un incentivo económico enorme para cambiar de trabajo humano a IA, incluso considerando los márgenes de las empresas de modelos.<sup>89</sup>

La ausencia de desplazamiento masivo de trabajadores hoy es una prueba sólida de que las herramientas de IA aún no pueden replicar el conjunto completo de tareas que conforman un empleo, y que las empresas todavía no han descubierto cómo implementar de forma óptima los modelos de IA actuales, que ofrecen resultados irregulares. El éxito de Claude Opus 4.6 de Anthropic es solo del 50% al intentar tareas complejas que a un experto humano le llevarían 12 horas.

**LA MEJORA DE LOS MODELOS DE IA HA SIDO RÁPIDA, AUNQUE PERSISTEN DUDAS SOBRE SU FIABILIDAD**

Tiempo que tardan los humanos en completar tareas que la IA puede realizar con un 50% vs. 80% de éxito



Fuente: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, METR. Datos a marzo de 2026.

<sup>88</sup> SemiAnalysis GPU Rental Price Index, abril de 2026.

<sup>89</sup> Las aplicaciones de las empresas modelo se ejecutan en el hardware GPU.

Tres datos del mercado laboral respaldan la idea de que, hasta ahora, las herramientas de IA han tenido un impacto limitado en el empleo. Primero, un análisis reciente de la Fed de Dallas no encontró correlación entre el crecimiento salarial reciente y la vulnerabilidad ocupacional a la IA.<sup>90</sup> Segundo, las ofertas de empleo para ingenieros de software han aumentado recientemente, a pesar de que la programación es un área donde la IA está más cerca del rendimiento humano.<sup>91</sup> Tercero, solo el 0,25% de los despidos en el sector privado en 2025 se atribuyeron a la IA.<sup>92</sup>

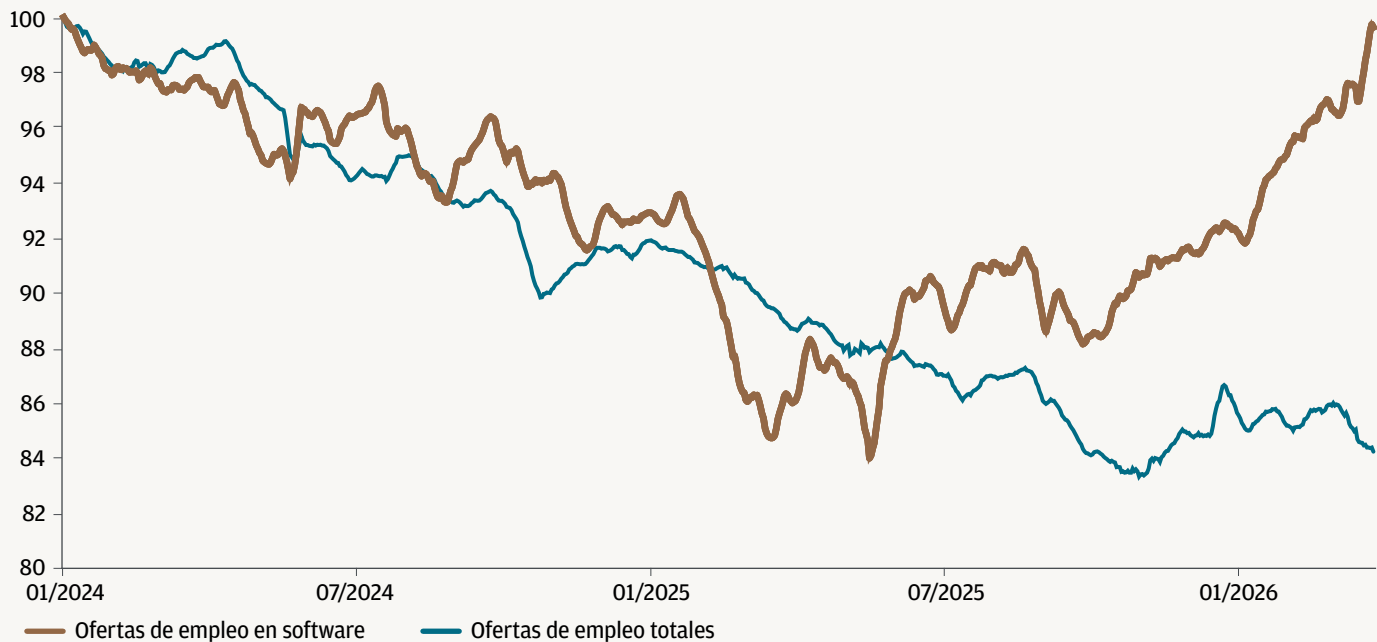
La automatización del trabajo de oficina llevará años. Los trabajadores del conocimiento pueden razonar. Pueden decidir qué hacer ante instrucciones vagas o incompletas.

Utilizan años o décadas de formación, intuición social, inteligencia emocional, reconocimiento de patrones y conocimiento institucional para decidir si deben disculparse, resolver un problema o escalar una incidencia. La integración total de la IA en la economía también requerirá años para construir la infraestructura necesaria y reducir las fricciones institucionales y regulatorias.

Esta evidencia respalda la idea de que la IA es más probable que actúe, en conjunto, como un potenciador de la productividad que como destructora de empleo.

### LA DEMANDA DE EMPLEOS RELACIONADOS CON SOFTWARE AUMENTA MIENTRAS QUE EL MERCADO LABORAL GENERAL SE DEBILITA

Ofertas de empleo en Indeed, 1 de enero de 2024 = 100



Fuentes: Indeed, Bloomberg Finance L.P. Datos al 27 de marzo de 2026.

<sup>90</sup> Scott Davis, "La IA está ayudando y reemplazando simultáneamente a los trabajadores, sugieren los datos salariales", Banco de la Reserva Federal de Dallas, 24 de febrero de 2026.

<sup>91</sup> Indeed, 27 de marzo de 2026.

<sup>92</sup> Informe JOLTS; Challenger, Grey & Christmas, diciembre de 2025.

## ¿Qué podría salir bien?

### 2.

La IA podría generar aumentos de productividad y expansión de márgenes, respaldando las valoraciones

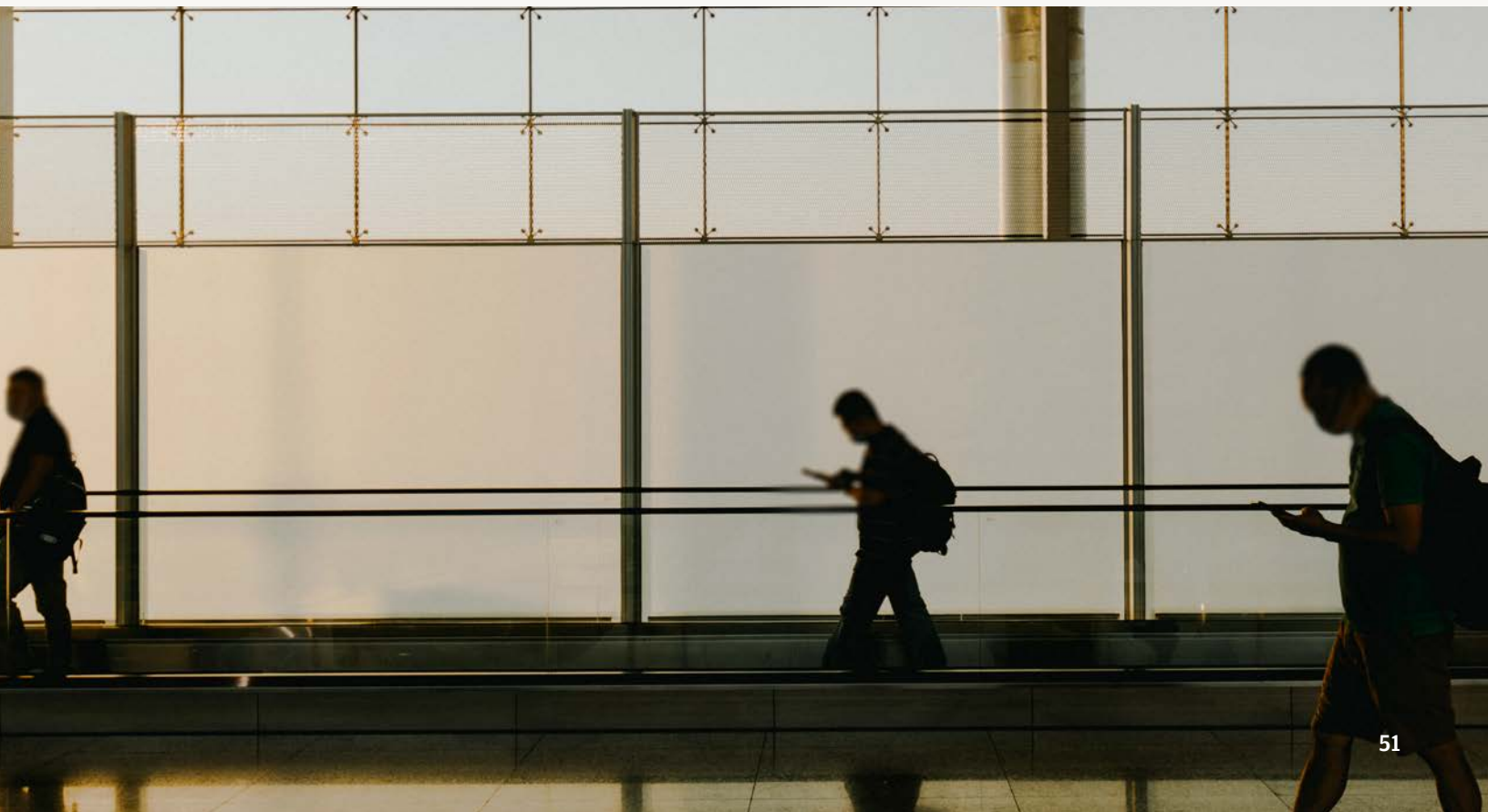
Las herramientas de IA destacan en la automatización de tareas que permiten a los trabajadores del conocimiento y a las empresas ser más productivos.

Los márgenes de las empresas del S&P 500 alcanzaron un máximo histórico del 13,3% en el cuarto trimestre de 2025, y los analistas esperan que sigan subiendo hasta el 15,5% en 2027. La adopción de la IA probablemente será una parte importante de esta historia. Las empresas que utilizan IA han tenido márgenes medios más amplios (17%) que aquellas que no la utilizan (13%) y están experimentando una mejora de márgenes más rápida.<sup>93</sup> Mantener esos márgenes dependerá de más que la mera adopción.

Aquellas empresas que logren ir más allá de la implementación de la IA y consigan una verdadera adopción por parte de los empleados—a través de la capacitación y una transición laboral transparente—estarán mejor posicionadas para ofrecer mejoras sostenibles.

La integración plena de la tecnología de IA parece mejorar el perfil fundamental de una empresa. Esto debería respaldar la capacidad de generación de beneficios y las valoraciones corporativas.

<sup>93</sup> J.P. Morgan Wealth Management Solutions y 22V, 1 de abril de 2026.



### La agonía y el éxtasis: los ciclos de destrucción catastrófica de tecnologías no son nuevos en el sector

La disrupción inherente a las transiciones tecnológicas es tanto esperada como insuficiente para preocupar a los inversores a largo plazo y bien diversificados.

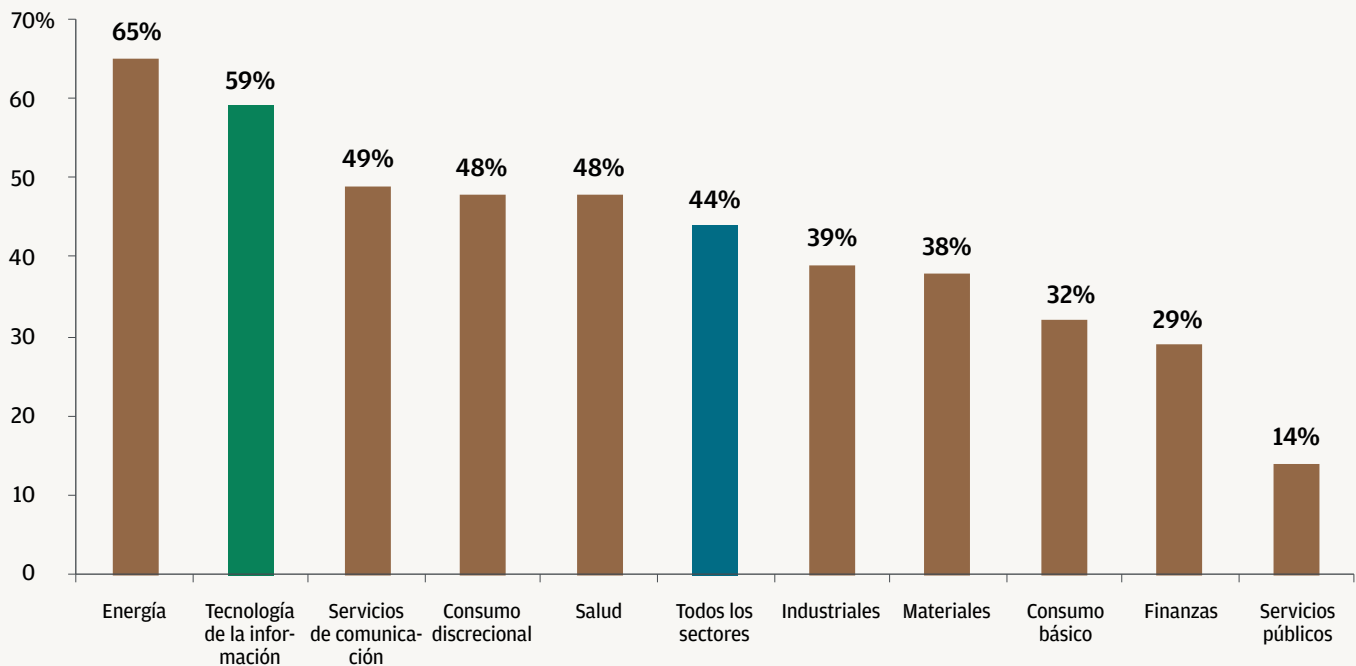
Casi el 45% de todas las acciones que han formado parte del Russell 3000 desde 1980 han perdido el 70% o más de su valor máximo y nunca se han recuperado (lo que definimos como una pérdida catastrófica). El sector tecnológico, en efecto, está definido por este tipo de ciclos: la proporción de valores tecnológicos que han sufrido pérdidas catastróficas históricamente es del 59%, según datos desde 1980.

Si el SaaS se suma a la lista de industrias cuyos modelos de negocio han sido disrumpidos—como la primera generación de móviles/ telecomunicaciones, el comercio minorista tradicional o los periódicos—las ganancias económicas que surjan a medida que otras empresas se beneficien del cambio tecnológico probablemente serán tan grandes que más que compensarán las pérdidas desde el punto de vista económico.

Desde 1980, las acciones en el decil superior de rendimiento han contribuido con casi toda la rentabilidad total del Russell 3000.

### LA “DESTRUCCIÓN CREATIVA” ES UNA CARACTERÍSTICA DE LA INVERSIÓN PASIVA EN RENTA VARIABLE

Porcentaje total de empresas que experimentaron “pérdidas catastróficas” 1980-2020 por sector del S&P 500



Fuentes: Michael Cembalest, *The Agony & The Ecstasy*. FactSet, Bloomberg Finance L.P. J.P. Morgan Wealth Management. Datos a septiembre de 2020.  
Nota: “Pérdida catastrófica” se refiere a una caída del 70% desde el máximo, no recuperada.

## ¿Qué podría salir bien?

### 3.

La IA podría impulsar la productividad, permitiendo menores tasas de interés y deuda/PIB

En el mejor de los casos, la IA no solo impulsa la innovación, sino que cataliza una mitigación de la inflación impulsada por el aumento de la productividad a nivel económico.

Si la IA sigue difundándose por la economía, podría elevar la productividad tendencial, ralentizar el crecimiento de los costes unitarios y contener las presiones inflacionarias subyacentes. Aunque no esperaríamos una mejora definitiva de la productividad por la adopción de la IA hasta finales de la década, la productividad laboral no agrícola en EE. UU. ya podría estar afianzándose. Tras las últimas revisiones, la productividad laboral no agrícola estadounidense crece en torno al 3% interanual.<sup>94</sup> Esa fortaleza ha elevado el crecimiento medio de la productividad a cinco años al 2%. Es una mejora notable respecto al ritmo del 1,5% del periodo posterior a la crisis financiera global.

Así, la inflación no tendría que caer drásticamente para que la Fed pudiera bajar los tipos de interés—bastaría con que la inflación fuera menos volátil y menos vulnerable a sorpresas al alza. Entonces, los responsables de la Fed podrían mantener los tipos de interés en niveles más bajos, reduciendo la incertidumbre y las primas de riesgo.

<sup>94</sup> Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., diciembre de 2025.



El primer y principal canal por el que la IA podría contener la inflación es permitiendo que la producción laboral aumente más rápido que la remuneración horaria de los trabajadores—es decir, más producción por hora—aunque el crecimiento salarial siga siendo positivo. En amplias áreas de la economía, eso permitiría a las empresas satisfacer la demanda sin tener que subir precios para proteger sus márgenes.

Los responsables de la Fed están cada vez más enfocados explícitamente en los vínculos entre innovación, productividad y su doble mandato (máximo empleo y estabilidad de precios). Además, los agentes de IA que aumentan el potencial productivo combatirían el riesgo que suponen para las economías desarrolladas el envejecimiento de la población y unas políticas migratorias más restrictivas.

El segundo beneficio de la productividad mejorada por la IA, y el segundo canal por el que podría contener la inflación, es el fiscal. El ratio deuda/PIB está determinado en gran medida por la diferencia entre la tasa de crecimiento nominal de la economía y el coste efectivo de la deuda pública, más el déficit primario. Una mayor productividad impulsa el crecimiento real (y el PIB nominal), mientras que una menor volatilidad inflacionaria puede

permitir una senda de política monetaria más baja a lo largo del tiempo.<sup>95</sup>

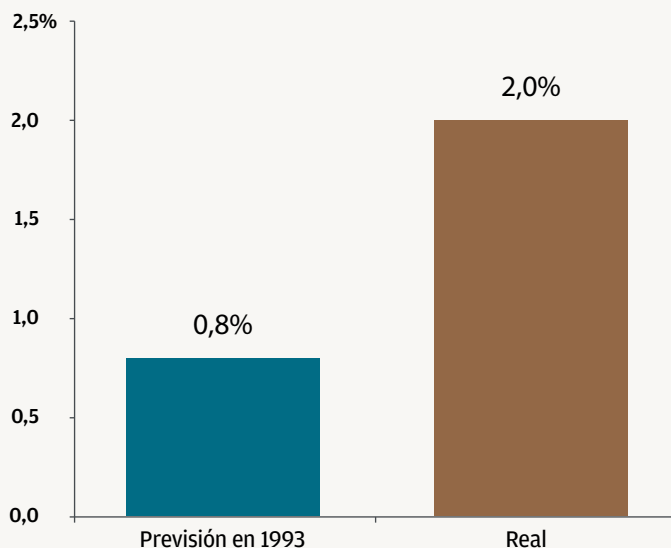
Esto es relevante porque Estados Unidos parte de una base elevada de deuda: la Oficina de Presupuesto del Congreso proyecta que la deuda en manos del público, equivalente a aproximadamente el 100% del PIB en 2025, aumentará hasta el 118% del PIB en 2035 bajo la legislación vigente.<sup>96</sup> Incluso mejoras modestas y sostenidas en la productividad tendencial podrían cambiar esa trayectoria.<sup>97</sup>

Un mayor crecimiento nominal del PIB también genera mayores ingresos fiscales para el gobierno federal, mejorando su capacidad de pago de intereses.

El mejor precedente histórico puede ser el auge de la productividad de los años 90. En 1993, las previsiones apuntaban a un crecimiento de la productividad del 0,8% y un ratio deuda/PIB del 61% en el año 2000. Sin embargo, impulsados por el ordenador personal e Internet, los resultados reales al cambio de milenio fueron un crecimiento de la productividad del 2,0% y un ratio deuda/PIB del 34%.

**EL AUMENTO DE PRODUCTIVIDAD IMPULSADO POR LA TECNOLOGÍA DE LOS AÑOS 90 SUPERÓ LAS EXPECTATIVAS**

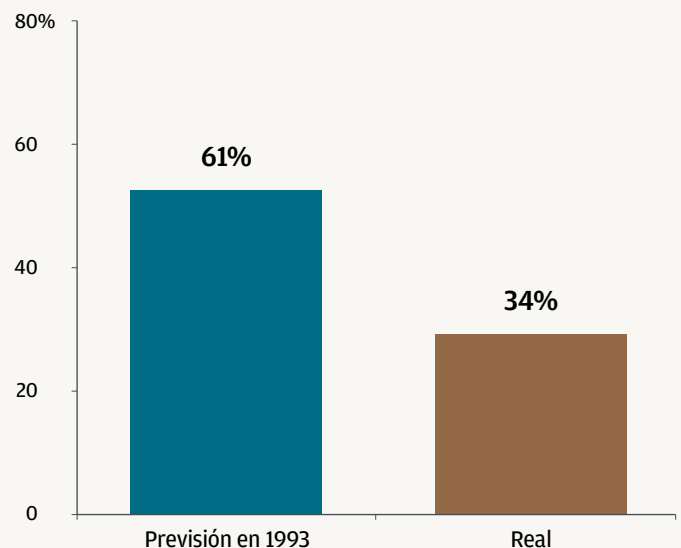
Crecimiento de la productividad en 2000, %



Fuente: U.S. Congressional Budget Office.

**MAYOR PRODUCTIVIDAD REDUJO LA RELACIÓN DEUDA/PIB**

Relación deuda/PIB de EE. UU. en 2000, %



Fuente: U.S. Congressional Budget Office.

<sup>95</sup> Al mejorar la aritmética  $(r - g)$  que determina si la deuda se estabiliza o se compone. R es la tasa de interés real; g es la tasa de crecimiento real. Cuando  $r < g$ , la deuda/PIB de la economía puede estabilizarse o disminuir.

<sup>96</sup> Oficina de Presupuesto del Congreso, "The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035", enero de 2025.

<sup>97</sup> Al aumentar el denominador del PIB y aliviar la presión de los costes de interés en el margen.

# Implicaciones para la inversión

Creemos que la narrativa predominante en torno al superciclo de la IA se ha vuelto demasiado pesimista.

Que Wall Street pueda mostrarse bajista—sobre una tecnología que está impulsando una adopción récord por parte de hogares y empresas, una inversión sin precedentes en energía e infraestructuras, y ganancias de productividad observables, mientras potencialmente transforma la sanidad, la educación, los retos demográficos y la sostenibilidad de la deuda—dice más sobre cómo los mercados procesan el cambio estructural que sobre la tecnología en sí.

A menudo es más fácil identificar lo que la tecnología va a disrupir y reemplazar que imaginar el futuro que hace posible. El uso industrial de la electricidad eliminó la restricción de la energía limitada, permitiendo niveles de producción que un economista en 1886 apenas podría haber imaginado. El ordenador eliminó la restricción de la información limitada, posibilitando formas de escala y coordinación que un economista en 1966 nunca habría modelado.

De igual modo, la IA está eliminando la restricción del conocimiento experto finito. Los participantes del mercado en 2026 tienen dificultades porque el alcance potencial de su impacto es difícil de valorar. En nuestra opinión, la evidencia sugiere invertir en un superciclo de IA en curso, reconociendo que la disrupción tiene consecuencias tanto para el empleo como para los modelos de negocio. Esto es especialmente relevante dado que aproximadamente el 50% del S&P 500 pertenece al sector tecnológico, incluidas las “Siete Magníficas”.<sup>98</sup>

---

<sup>98</sup> Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Nvidia y Tesla.

Proponemos un enfoque diversificado para capturar el potencial:

◇ **Siga invirtiendo en las compañías que se benefician de la construcción de centros de datos**

Las industrias que controlan los cuellos de botella físicos que limitan la construcción de infraestructura de IA deberían seguir comportándose bien. Las empresas de la cadena de suministro de semiconductores, los fabricantes de equipos de redes y óptica, y los activos de generación y transmisión de energía se benefician del aumento de la inversión en capital. Es fundamental destacar que se trata de una temática global. Estas compañías destacan por ser algunas de las acciones fundamentalmente más atractivas. No solo cumplen con el criterio de la “Regla del 40” popular en la inversión tecnológica privada,<sup>99</sup> sino que lo redefinen.

Nvidia, el mayor ganador del ciclo de IA hasta la fecha, es una compañía con una “Regla del 140”. Sin embargo, los inversores podrían estar ya descontando un pico en las ventas. En el momento de redactar este informe, las acciones de Nvidia cotizaban con un descuento del 40% respecto a su media de los últimos diez años en múltiplos P/E forward.

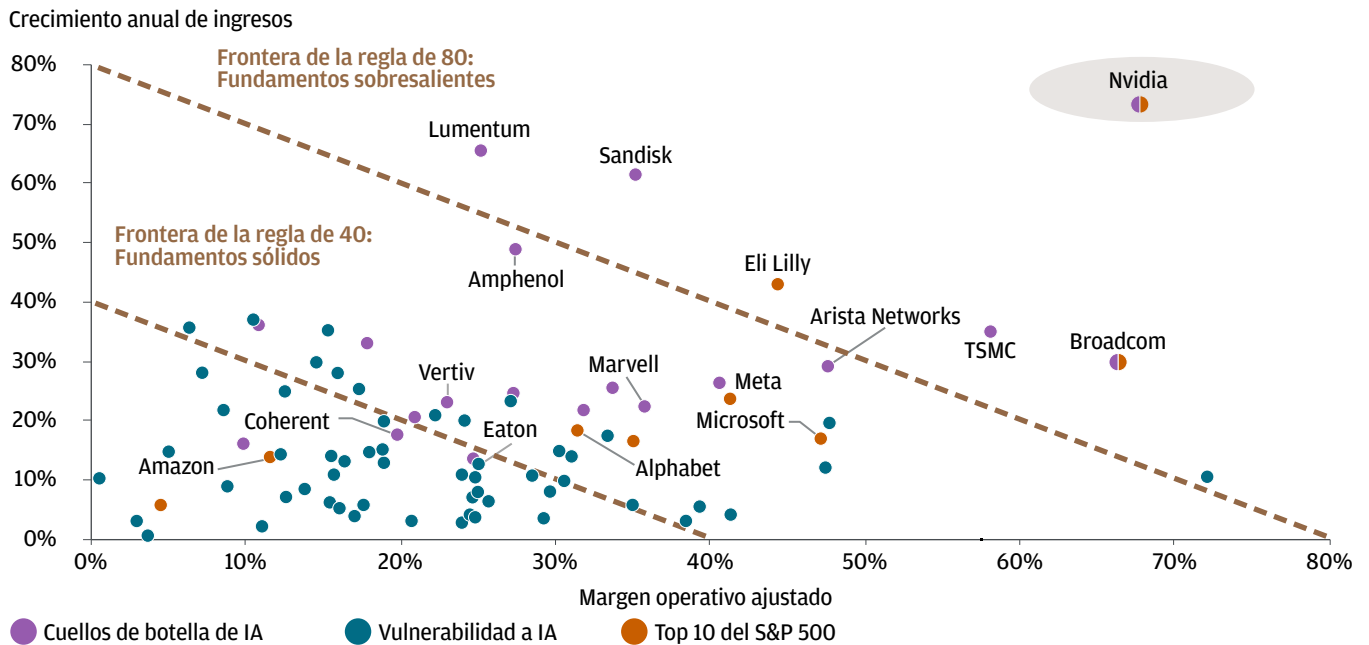
◇ **Enfoque en oportunidades en generación, transmisión y almacenamiento de energía**

El tiempo de espera para que los fabricantes se conecten a la red eléctrica es de tres a cinco años. La cartera de pedidos de tecnología de generación “detrás del contador”,<sup>100</sup> de fabricantes como GE Vernova y Caterpillar, se extiende hasta finales de la década.

Es probable que estas empresas sean reacias a aumentar su capacidad, dados los efectos de la exuberancia del sector eléctrico durante la burbuja tecnológica de finales de los 90.<sup>101</sup> La IA es intensiva en consumo eléctrico, y los activos relacionados con la energía parecen bien posicionados para beneficiarse. Preferimos implementar esta idea a través de fondos de inversión en infraestructuras privadas, dada su titularidad directa de activos de generación, transmisión y almacenamiento de energía. También deberían considerarse las compañías de suministros cotizadas y los productos estructurados vinculados a compañías seleccionadas.

**LAS EMPRESAS BENEFICIADAS POR LA IA TIENEN FUNDAMENTOS SÓLIDOS**

Crecimiento anual de ingresos vs. margen operativo ajustado



Fuente: Bloomberg Finance L.P. FactSet. Datos al 20 de abril de 2026. Nota: Para las empresas que no reportan margen operativo ajustado, se utilizó el margen operativo. Los datos corresponden al trimestre más reciente disponible.

<sup>99</sup> La Regla del 40 establece que cuando la suma del margen operativo de una empresa y su tasa de crecimiento de ingresos supera 40, su acción debería cotizar a precios premium y ofrecer rendimientos superiores.

<sup>100</sup> La generación detrás del medidor significa que la capacidad de generación de energía se instala, produce y utiliza en el sitio por una empresa, fábrica o cliente residencial, en lugar de enviarse a la red eléctrica más amplia, de modo que la energía se genera y consume antes de llegar al medidor de facturación de la compañía eléctrica.

<sup>101</sup> Hubo una tesis similar sobre la energía durante el auge de internet. Entonces, las empresas que producían turbinas de gas natural respondieron aumentando la capacidad y terminaron sufriendo cuando se produjo el colapso.



### ◇ Considere los hiperescaladores, algunos cotizando con descuento frente al mercado

También creemos que los hiperescaladores están bien posicionados para beneficiarse de la adopción continua de la IA, incluso cuando los participantes del mercado se muestran más escépticos ante sus crecientes planes de inversión en capital. Los ejecutivos corporativos siguen afirmando que la demanda de capacidad en la nube para aplicaciones, proyectos y empresas de IA supera la oferta disponible.

El coste del acceso bajo demanda a potencia de cálculo de IA (alquiler de GPU) ha subido un 40% desde octubre de 2025.<sup>102</sup> El auge de los modelos de IA agentiva y de razonamiento debería aumentar aún más la demanda, beneficiando a los proveedores de tokens<sup>103</sup> (por ejemplo, Microsoft Azure, Google Cloud).<sup>104</sup>

### ◇ Examine oportunidades en mercados privados

Seguimos encontrando algunos de los ejemplos más atractivos de empresas que desarrollan aplicaciones de consumo y empresariales en los mercados privados. En unos años, no nos sorprendería que algunas de estas startups representen la próxima era de líderes tecnológicos de gran capitalización en los mercados públicos. Nos interesan especialmente las temáticas emergentes dentro de la “IA física”, incluyendo la robótica.

### ◇ Si nos equivocamos, la renta variable fuera de EE. UU. y la renta fija *core* podrían ayudar a mitigar el impacto en las carteras con fuerte exposición estadounidense

La renta variable no estadounidense tiene, en general, menor exposición al sector tecnológico y a la IA. La resiliencia de la renta variable fuera de EE. UU. durante el estallido de la burbuja tecnológica a principios de los 2000 sugiere que podrían comportarse relativamente bien en un escenario adverso para la IA.<sup>105</sup>

Un escenario de caída de la IA también beneficiaría a la renta fija *core*. Es difícil imaginar que la expansión económica resista un colapso del ciclo de inversión en IA, y la renta fija podría superar a la renta variable en una contracción del crecimiento. En los cinco años posteriores al pico de la burbuja *dotcom* en 2000, la renta fija *core* obtuvo una rentabilidad anual del 5,9%, mientras que la renta variable global retornó un 2,7% anual.

<sup>102</sup> SemiAnalysis, abril de 2026.

<sup>103</sup> Los proveedores de tokens son plataformas en la nube de escala hiper que venden acceso a modelos de lenguaje grandes y sistemas de razonamiento sobre una base de uso, con precios por token procesado (tokens de entrada, salida y razonamiento), y que suministran la infraestructura informática, de red y de orquestación necesaria para ejecutar estos modelos a gran escala.

<sup>104</sup> Como ejemplo, el ratio valor empresarial sobre EBITDA de Microsoft ha caído a 12x por primera vez desde 2018, incluso cuando el EBITDA se ha incrementado 3,7 veces en ese periodo.

<sup>105</sup> Desde finales del año 2000 hasta finales de 2005, las acciones de mercados desarrollados excluyendo Estados Unidos superaron a las acciones estadounidenses en 25 puntos porcentuales.



# Conclusión

Las disrupciones crean puntos de entrada para inversores pacientes

Entramos en 2026 siguiendo tres temas—fragmentación, inflación e IA—porque creíamos que serían los principales motores de los retornos de las carteras, no solo este año sino también en los próximos.

Seguimos creyéndolo. Varios *shocks* han revalorizado el riesgo en los tres temas, y esa dislocación está creando puntos de entrada para inversores pacientes.

Nuestras *Perspectivas de mitad de año de 2026* enmarcan lo que podría salir bien y mal, y dónde los participantes del mercado pueden estar interpretando mal el equilibrio. Pero nuestro objetivo no es predecir los *shocks*, sino construir carteras que le ayuden a mantenerse invertido con intención: alinear su cartera con su plan, reequilibrar ante dislocaciones y mantener un enfoque disciplinado de revisión cuando cambien las condiciones.

Su equipo de J.P. Morgan está aquí para ayudarle a usted y a su familia.

---

## EXECUTIVE SPONSORS

### **Clay Erwin**

Global Head of Investment Sales & Trading

### **Stephen Parker**

Co-Head of Global Investment Strategy

### **Grace Peters**

Co-Head of Global Investment strategy

### **Anton Pil**

Head of Global Alternative 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**

Senior EMEA Strategist

### **Kriti Gupta**

Senior U.S. Strategist

### **Stephen Jury**

Global Commodity Strategist

### **Joshua Lewin**

Head of APAC Investment Strategy

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Joe Seydl**

Senior Markets Economist

### **Sitara Sundar**

Head of Alternative Investment Strategy

### **Brigid Whelan**

Head of Investment Content Strategy

### **Alexander Wolf**

Global Head of Macro & FICC Strategy

### **Erik Wytenus**

Head of EMEA Investment Strategy

### DEFINICIONES DE ÍNDICES Y TÉRMINOS

Los índices se muestran únicamente con fines ilustrativos. Un índice no está gestionado, no es un producto de inversión y no puede considerarse para inversión directa. Los rendimientos de los índices no reflejan la deducción de comisiones ni gastos, y suponen la reinversión de dividendos e intereses. Todos los índices están denominados en dólares estadounidenses, salvo que se indique lo contrario. Los índices son, por naturaleza, herramientas inherentemente débiles para la predicción o comparación. Proporcionan una representación hipotética para su uso como referencia (“benchmark”).

**Activos alternativos:** Categorías de inversión fuera de los mercados tradicionales de renta variable y renta fija, incluyendo capital privado (*private equity*), crédito privado, fondos de cobertura (*hedge funds*), activos reales y otras estrategias que a menudo presentan características de riesgo, retorno y liquidez diferentes a los mercados públicos.

**Iniciativa de la Franja y la Ruta:** Estrategia global de infraestructura e inversión lanzada por China para potenciar el comercio, el transporte y la conectividad económica en Asia, Europa, África y otras regiones, a través de proyectos de desarrollo a gran escala.

**Carteras de buyout:** Carteras de capital privado que se centran en la adquisición de participaciones mayoritarias en empresas consolidadas, normalmente utilizando apalancamiento, con el objetivo de mejorar las operaciones, la rentabilidad y el valor a largo plazo antes de la desinversión.

**Índice Cliffwater de Préstamo Directo:** Índice que mide el desempeño de fondos de préstamo directo, que otorgan créditos a empresas de tamaño medio. Ofrece información sobre las características de riesgo y retorno de esta clase de activo, reflejando las tendencias y el comportamiento del mercado de deuda privada.

**Proveedores de servicios en la nube:** Empresas que ofrecen recursos informáticos como almacenamiento de datos, capacidad de procesamiento, redes y servicios de software a través de internet, permitiendo a los usuarios acceder a una infraestructura tecnológica escalable bajo demanda.

**Índice de Precios al Consumidor (IPC):** Medida de la inflación que rastrea el cambio promedio a lo largo del tiempo en los precios pagados por los consumidores por una cesta representativa de bienes y servicios, utilizada comúnmente para evaluar cambios en el coste de vida.

**Renta fija principal (core):** Categoría de inversiones en renta fija compuesta típicamente por bonos de alta calidad y grado de inversión, como títulos gubernamentales y bonos corporativos de alta calificación, utilizados frecuentemente como asignación fundamental en carteras diversificadas.

**Diferenciales de crédito:** Diferencia en el rendimiento entre un bono y un título gubernamental de vencimiento comparable, reflejando la compensación adicional que los inversores exigen por el riesgo de crédito.

**Relación deuda/PIB:** Medida de la deuda pública de un país en relación con su producto interior bruto, utilizada comúnmente para evaluar la sostenibilidad fiscal y la capacidad del gobierno para atender sus obligaciones.

**Renta variable de mercados desarrollados:** Valores de renta variable de países con economías avanzadas, mercados financieros consolidados y altos estándares de vida, como Estados Unidos, Europa Occidental y Japón.

**Préstamo directo:** Forma de crédito privado en la que prestamistas no bancarios otorgan préstamos directamente a empresas, a menudo de tamaño medio, fuera de los mercados públicos tradicionales de bonos o préstamos sindicados.

**Renta variable de mercados emergentes:** Valores de renta variable de países con economías en desarrollo que están en proceso de mayor industrialización e integración de mercado, caracterizados a menudo por mayor potencial de crecimiento y volatilidad.

**Índice de Coste del Empleo:** Medida publicada por la Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU. que rastrea los cambios en el coste de la mano de obra, incluyendo salarios, sueldos y beneficios pagados por el empleador, proporcionando información sobre tendencias de inflación salarial.

**Inversión extranjera directa (IED):** Inversión realizada por una empresa o individuo de un país en operaciones comerciales o activos en otro país, normalmente implicando un interés de gestión duradero y una relación económica a largo plazo.

**Flujo de caja libre:** El efectivo que una empresa genera a partir de sus operaciones después de contabilizar las inversiones en capital, utilizado frecuentemente como indicador de flexibilidad financiera y capacidad para pagar dividendos, amortizar deuda o reinvertir.

**Índice FTSE EPRA NAREIT Global REITs:** Índice que rastrea el desempeño de los fondos de inversión inmobiliaria cotizados (REITs) a nivel mundial, proporcionando una visión integral del mercado inmobiliario global en diversos sectores y regiones.

**Grupo de los Siete (G-7):** Foro informal de siete grandes economías avanzadas—Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos—que se reúnen para debatir políticas económicas, cuestiones globales y cooperación internacional.

**Unidades de procesamiento gráfico (GPUs):** Chips informáticos especializados diseñados para gestionar tareas de procesamiento en paralelo de manera eficiente, ampliamente utilizados en centros de datos y aplicaciones de inteligencia artificial para acelerar cálculos complejos.

**Fondos de cobertura (*hedge funds*):** Vehículos de inversión colectiva que emplean una amplia gama de estrategias, incluyendo posiciones largas/cortas, apalancamiento y derivados, con el objetivo de generar retornos menos correlacionados con las clases de activos tradicionales.

**Índices Hedge Fund Research, Inc. (HFRI):** Conjunto de índices que rastrean el desempeño de diversas estrategias de fondos de cobertura, proporcionando referencias para el rendimiento de *hedge funds* en estilos como equity hedge, event-driven, macro y relative value.

**Ofertas públicas iniciales (OPIs):** Proceso mediante el cual una empresa privada ofrece sus acciones al público por primera vez, convirtiéndose en una compañía cotizada en bolsa.

**Software como servicio (SaaS) heredado:** Empresas de software consolidadas que ofrecen aplicaciones a través de modelos de suscripción alojados en la nube, a menudo con precios por usuario o por licencia.

**Diferenciales de préstamos apalancados:** Diferencia de rendimiento entre préstamos apalancados y tasas de referencia, reflejando la compensación que los inversores exigen por prestar a empresas con menor calificación crediticia.

**Gas natural licuado (GNL):** Gas natural que ha sido enfriado hasta estado líquido para facilitar su almacenamiento y transporte, utilizado comúnmente en los mercados energéticos globales para facilitar el comercio internacional.

**Fondos de cobertura macro:** Fondos de cobertura que buscan beneficiarse de tendencias económicas generales invirtiendo en diversas clases de activos—renta variable, renta fija, divisas y materias primas—basándose en perspectivas macroeconómicas.

**Los Siete Magníficos (“*Magnificent Seven*”):** El grupo “Siete Magníficos” hace referencia a un conjunto de empresas influyentes en el mercado bursátil estadounidense: Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA y Tesla.

**Índice MSCI All-Country World (ACWI):** Índice ajustado por free float y ponderado por capitalización bursátil, que mide el desempeño de los mercados de renta variable desarrollados y emergentes a nivel global.

**Índice MSCI Asia ex-China:** Índice que mide el desempeño de los mercados de renta variable de países asiáticos, excluyendo China, proporcionando exposición a la región mientras aísla las dinámicas específicas del mercado chino.

**Índice MSCI China:** Índice que proporciona cobertura integral de acciones de gran y mediana capitalización de diversas clases de acciones chinas, incluyendo A shares, H shares, B shares, Red chips, P chips y listados extranjeros, representando aproximadamente el 85% del mercado de renta variable chino.

**Índice MSCI EE. UU.:** Índice que mide el desempeño de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado de renta variable estadounidense, ofreciendo una amplia representación de las tendencias del mercado bursátil de EE. UU.

**Campeones nacionales:** Empresas que desempeñan roles estratégicamente importantes dentro de sus economías nacionales, beneficiándose a menudo de la escala, el apoyo político o el posicionamiento estratégico en sectores clave.

**Índice NCREIF de Propiedades—ODCE:** Referencia que rastrea el desempeño de fondos inmobiliarios *core* abiertos en Estados Unidos, centrados en propiedades comerciales diversificadas y generadoras de ingresos.

**PIB nominal:** Valor total de los bienes y servicios producidos por una economía medido a precios de mercado actuales, sin ajustar por inflación.

**OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos):** Organización internacional compuesta principalmente por países desarrollados que promueve políticas orientadas a mejorar el bienestar económico y social mediante investigación, análisis y cooperación internacional.

**Márgenes operativos:** Medida de rentabilidad calculada como el ingreso operativo dividido por los ingresos, indicando la eficiencia con la que una empresa gestiona sus operaciones principales.

**Índice de Gastos de Consumo Personal (PCE):** Medida integral de los precios pagados por bienes y servicios por los residentes en EE. UU., utilizada ampliamente por la Reserva Federal como indicador de inflación.

**Múltiplo precio/beneficio (P/E):** Métrica de valoración calculada dividiendo el precio de la acción entre el beneficio por acción, utilizada para evaluar cuánto están dispuestos a pagar los inversores por los beneficios.

**Descuento precio/valor liquidativo (BDCs):** Diferencia porcentual entre el precio de mercado de una acción de una business development company y su valor liquidativo por acción, utilizada para evaluar la valoración relativa a los activos subyacentes.

**Índice precio/ventas:** Medida de valoración que compara el valor de mercado de una empresa con sus ingresos, utilizada a menudo cuando los beneficios son volátiles o negativos.

**Crédito privado:** Préstamos no bancarios a empresas a través de acuerdos privados, ofreciendo exposición a ingresos de tipo variable y, normalmente, menor liquidez que los mercados públicos de deuda.

**Capital privado (*private equity*):** Inversiones en empresas no cotizadas o adquisiciones de empresas cotizadas, normalmente orientadas a la creación de valor a largo plazo mediante mejoras operativas y crecimiento estratégico.

**Índice de Precios al Productor (IPP):** Medida de la inflación que rastrea los cambios en los precios recibidos por los productores de bienes y servicios, considerada a menudo como un indicador adelantado de las presiones sobre los precios al consumidor.

**Russell 3000:** Índice amplio de renta variable que mide el desempeño de aproximadamente 3.000 acciones estadounidenses, representando la mayoría del mercado de renta variable invertible de EE. UU.

**S&P 500®:** Considerado el principal referente del mercado bursátil estadounidense, este índice incluye 500 de las principales empresas de diversos sectores, centrándose en el segmento de gran capitalización y representando aproximadamente el 80% de la capitalización total del mercado.

**Índice S&P Expanded Technology Software (IGV):** Índice que rastrea el desempeño de empresas de software cotizadas en EE. UU. dentro del sector tecnológico, utilizado como referencia para la renta variable del sector software.

**Proveedores de tokens:** Plataformas de nube a hiperescala que venden acceso a grandes modelos de lenguaje y otros sistemas de IA en función del uso, normalmente con precios por token procesado, suministrando la infraestructura y capacidad computacional subyacente.

**Rentabilidad del Treasury estadounidense a 10 años:** Tasa de interés pagada por el gobierno de EE. UU. en su bono a 10 años, sirviendo como referencia clave para las tasas de interés y las expectativas de los inversores.

**T-MEC (Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá):** Acuerdo comercial que regula las relaciones económicas entre los tres países, sustituyendo al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

**Capital de riesgo (*venture capital*):** Forma de capital privado que invierte en empresas en etapas iniciales y de alto crecimiento, normalmente a cambio de participación accionarial y con mayor potencial de riesgo y retorno.

**Índice de Volatilidad VIX:** Medida de la volatilidad esperada del mercado bursátil derivada de los precios de las opciones sobre el S&P 500, conocida como un indicador de incertidumbre del mercado.

### Supuestos de Mercado de Capital a Largo Plazo de JPMAM (*JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions*)

Dada la complejidad de las compensaciones entre riesgo y retorno, recomendamos a los clientes apoyarse tanto en el juicio profesional como en enfoques cuantitativos de optimización al definir las asignaciones estratégicas. Es importante señalar que toda la información presentada se basa en análisis cualitativos. No se recomienda depender exclusivamente de lo anterior. Esta información no constituye una recomendación para invertir en ninguna clase de activo o estrategia en particular, ni representa una promesa de resultados futuros. Cabe destacar que estos supuestos sobre clases de activos y estrategias son únicamente pasivos—no consideran el impacto de la gestión activa. Las referencias a rendimientos futuros no son promesas ni siquiera estimaciones de los rendimientos reales que podría alcanzar una cartera de cliente. Las hipótesis, opiniones y estimaciones se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. No deben considerarse como recomendaciones para comprar o vender valores. Las previsiones sobre tendencias de los mercados financieros, basadas en las condiciones actuales, reflejan nuestro criterio y están sujetas a cambios sin previo aviso. Consideramos que la información aquí proporcionada es fiable, pero no garantizamos su exactitud o integridad. Este material ha sido preparado únicamente con fines informativos y no pretende proporcionar, ni debe ser utilizado como, asesoramiento contable, legal o fiscal. Los resultados de los supuestos se presentan solo para fines de ilustración/discusión y están sujetos a limitaciones significativas.

Las estimaciones de rentabilidad “esperada” o “alfa” están sujetas a incertidumbre y error. Por ejemplo, los cambios en los datos históricos utilizados para la estimación pueden dar lugar a implicaciones diferentes para los rendimientos de las clases de activos. Los rendimientos esperados para cada clase de activo dependen de un escenario económico; los rendimientos reales, en caso de que dicho escenario se materialice, podrían ser superiores o inferiores, como ha ocurrido en el pasado, por lo que el inversor no debe esperar obtener rendimientos similares a los aquí mostrados. Las referencias a rendimientos futuros, ya sea para estrategias de asignación de activos o para clases de activos, no constituyen promesas de rendimientos reales para una cartera de cliente. Debido a las limitaciones inherentes de todos los modelos, los potenciales inversores no deben basar sus decisiones exclusivamente en el modelo. El modelo no puede tener en cuenta el impacto que factores económicos, de mercado y otros puedan tener en la implementación y gestión continua de una cartera de inversión real. A diferencia de los resultados de carteras reales, los resultados del modelo no reflejan operaciones reales, restricciones de liquidez, comisiones, gastos, impuestos y otros factores que podrían afectar los rendimientos futuros. Los supuestos del modelo son únicamente pasivos—no

consideran el impacto de la gestión activa. La capacidad de un gestor para lograr resultados similares está sujeta a factores de riesgo sobre los cuales puede tener poco o ningún control.

Las opiniones contenidas en este documento no deben considerarse como asesoramiento ni recomendación para comprar o vender ninguna inversión en ninguna jurisdicción, ni como un compromiso por parte de J.P. Morgan Asset Management o cualquiera de sus filiales de participar en cualquiera de las transacciones mencionadas. Cualquier previsión, cifra, opinión, técnica o estrategia de inversión aquí expuesta es solo a efectos informativos, basada en ciertas hipótesis y condiciones de mercado actuales y sujeta a cambios sin previo aviso. Toda la información aquí presentada se considera precisa en el momento de su producción. Este material no contiene información suficiente para fundamentar una decisión de inversión y no debe ser utilizado para evaluar el mérito de invertir en valores o productos. Además, los usuarios deben realizar una evaluación independiente de las implicaciones legales, regulatorias, fiscales, crediticias y contables, y determinar, junto con su asesor financiero, si alguna inversión mencionada aquí es adecuada para sus objetivos personales. Los inversores deben asegurarse de obtener toda la información relevante disponible antes de tomar cualquier decisión de inversión. Cabe señalar que invertir implica riesgos; el valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar la totalidad del capital invertido. Tanto el rendimiento pasado como la rentabilidad no son indicadores fiables de resultados actuales o futuros.

#### Comprensión de las estimaciones a largo plazo

Nuestra investigación en gestión de inversiones incorpora proyecciones propias sobre los rendimientos y la volatilidad de cada clase de activo a largo plazo, así como estimaciones de las correlaciones entre clases de activos. Es evidente que las entidades financieras no pueden predecir cómo se comportarán los mercados en el futuro. Sin embargo, creemos que, analizando las condiciones económicas y de mercado actuales, las tendencias históricas y, sobre todo, realizando proyecciones sobre el crecimiento económico futuro, la inflación y los rendimientos reales para cada país, podemos estimar el comportamiento a largo plazo de una clase de activo en su conjunto, considerando los niveles actuales y los niveles de equilibrio estimados. El nivel de “equilibrio” representa el promedio o la tendencia central de una variable de mercado o macroeconómica, como el rendimiento o el diferencial de crédito, que se espera prevalezca a largo plazo, ya que representa el valor intrínseco de un mercado determinado. Las hipótesis de rentabilidad se basan en nuestro proceso propio de construcción por bloques para cada clase de activo. Por ejemplo, los bloques para la renta variable incluyen nuestras proyecciones sobre inflación, crecimiento real

de beneficios, rentabilidad por dividendo y el impacto de las valoraciones. Los bloques para la renta fija incluyen nuestras proyecciones sobre rendimientos futuros y la variación de los precios de los bonos. Las estimaciones para los alternativos se basan en nuestro análisis histórico y juicio sobre la relación con los mercados públicos. Es posible—de hecho, probable—que los rendimientos reales difieran considerablemente de esta expectativa, incluso durante varios años. Sin embargo, creemos que los rendimientos de mercado siempre volverán, en algún momento, a la tendencia de equilibrio. Además, consideramos que este tipo de evaluaciones prospectivas son mucho más precisas que las tendencias históricas para decidir cuál será el comportamiento de las clases de activos y cómo determinar la mejor combinación de activos en una cartera.

Al revisar este material, tenga en cuenta que todas las referencias a la rentabilidad esperada no constituyen promesas, ni siquiera estimaciones, de rendimientos reales que puedan alcanzarse. Las hipótesis no se basan en productos específicos y no reflejan comisiones, como las de gestión de inversiones, supervisión, costes de transacción u otros gastos que podrían reducir la rentabilidad. Simplemente muestran cuál debería ser el rendimiento a largo plazo, según nuestras mejores estimaciones de las condiciones actuales y de equilibrio. Asimismo, la rentabilidad real puede verse afectada por la experiencia de la persona que gestiona efectivamente estas inversiones, tanto en la selección de valores individuales como en el ajuste periódico de la combinación para aprovechar las infravaloraciones y sobrevaloraciones de clases de activos provocadas por tendencias de mercado.

A efectos de este análisis, la volatilidad se define como una medida estadística de la dispersión de los rendimientos de una determinada asignación y se mide como la desviación estándar del rendimiento aritmético de la asignación. El ratio de Sharpe es una medida de rentabilidad/riesgo, donde la rentabilidad (el numerador) se define como el rendimiento anual incremental de una inversión sobre la tasa libre de riesgo. El riesgo (el denominador) se define como la desviación estándar (volatilidad) del rendimiento de la asignación menos la tasa libre de riesgo. La tasa libre de riesgo utilizada es la hipótesis a largo plazo de J.P. Morgan para el efectivo.

La correlación es una medida estadística del grado en que los movimientos de dos variables, en este caso los rendimientos de las clases de activos, están relacionados. La correlación puede variar de -1 a 1, donde 1 indica que los rendimientos de dos activos se mueven en la misma dirección y al mismo tiempo. Una correlación de 0 indica que los rendimientos se mueven de forma independiente y -1 indica que se mueven en direcciones opuestas.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

### Principales riesgos

**Inversiones alternativas:** Invertir en activos alternativos implica riesgos superiores a los de las inversiones tradicionales, incluyendo, entre otros, liquidez limitada y riesgo de valoración, y es adecuado únicamente para inversores con suficiente conocimiento y sofisticación para evaluar los méritos y riesgos de dichas inversiones. Las inversiones alternativas no deben considerarse un programa de inversión completo y las distribuciones no están garantizadas. Pueden no ser eficientes desde el punto de vista fiscal, por lo que el inversor debe consultar con su asesor fiscal antes de invertir. Las inversiones alternativas suelen tener comisiones más elevadas que las inversiones tradicionales y pueden estar altamente apalancadas y emplear técnicas de inversión especulativas, lo que puede magnificar la pérdida o ganancia de la inversión, incluyendo el riesgo de pérdida total. Para obtener detalles completos sobre el conjunto único de riesgos de inversiones alternativas específicas, consulte el folleto de la oferta.

**Bonos:** Los bonos están sujetos a riesgo de tipo de interés, riesgo de crédito y riesgo de incumplimiento del emisor. Los precios de los bonos generalmente caen cuando suben los tipos de interés.

**Materias primas:** Las inversiones en materias primas pueden presentar una mayor volatilidad que las inversiones en valores tradicionales, especialmente si los instrumentos implican apalancamiento. El valor de los instrumentos derivados vinculados a materias primas puede verse afectado por movimientos generales del mercado, volatilidad de los índices de materias primas, cambios en los tipos de interés o factores que afectan a una industria o materia prima específica, como sequías, inundaciones, condiciones meteorológicas, enfermedades del ganado, embargos, aranceles y desarrollos económicos, políticos y regulatorios internacionales. El uso de derivados apalancados vinculados a materias primas crea una oportunidad de mayor rentabilidad, pero también la posibilidad de mayores pérdidas.

**Diversificación:** La diversificación y la asignación de activos no garantizan beneficios ni protegen contra pérdidas.

**Mercados emergentes:** Invertir en mercados emergentes implica un mayor grado de riesgo y volatilidad en comparación con los mercados desarrollados. Los cambios en los tipos de cambio y las diferencias en políticas contables y fiscales fuera de la jurisdicción del inversor pueden aumentar o reducir los rendimientos. Algunos mercados pueden no ser tan estables política y económicamente, además de diferencias en políticas fiscales, y los sistemas legales fuera de la jurisdicción del inversor pueden crear riesgos adicionales. Los inversores deben considerar cuidadosamente estos riesgos y consultar con asesores financieros y legales antes de invertir en mercados emergentes.

**Renta variable:** El precio de los valores de renta variable puede subir o bajar debido a cambios en el mercado general o en la situación financiera de una empresa, a veces de manera rápida o impredecible. Los valores pueden subir con buenos resultados o expectativas positivas, pero también pueden caer por resultados débiles o sentimiento negativo, y los dividendos no están garantizados.

**Renta fija:** Invertir en productos de renta fija (como bonos) está sujeto a ciertos riesgos, incluyendo, entre otros, riesgo de tipo de interés, crédito, inflación, amortización, incumplimiento, prepago y reinversión. Cualquier valor de renta fija vendido o rescatado antes del vencimiento puede estar sujeto a ganancias o pérdidas sustanciales.

**Bonos de alto rendimiento:** Los bonos de alto rendimiento (calificados en o por debajo de BB+/Ba1 o no calificados) son valores especulativos, de grado no inversión, con mayor riesgo de incumplimiento y pérdida. Estas inversiones son adecuadas solo para inversores capaces de soportar un mayor riesgo.

**Inversiones internacionales:** Las inversiones internacionales pueden no ser adecuadas para todos los inversores. Invertir internacionalmente implica un mayor grado de riesgo y volatilidad. Algunos mercados internacionales pueden no ser políticamente o económicamente estables. Las posiciones extranjeras están sujetas a riesgo de tipo de cambio, ya que las fluctuaciones entre la moneda extranjera de la inversión y la moneda nacional del titular pueden afectar el valor de la inversión.

**Bonos municipales:** Los inversores deben comprender las posibles obligaciones fiscales asociadas a la compra de bonos municipales. Ciertos bonos municipales están sujetos a impuestos federales si el titular está sujeto al impuesto mínimo alternativo. Las ganancias de capital, si las hay, están sujetas a impuestos federales. El inversor debe tener en cuenta que los ingresos de fondos de bonos municipales exentos de impuestos pueden estar sujetos a impuestos estatales y locales y al impuesto mínimo alternativo (AMT).

**Preferentes:** Los valores preferentes comparten características de acciones y bonos. Normalmente son valores de larga duración con protección de amortización que se sitúan entre la deuda y el capital en la estructura de capital. Los valores preferentes conllevan diversos riesgos y consideraciones, incluyendo: riesgo de concentración; riesgo de tipo de interés; calificaciones crediticias inferiores a las de los bonos individuales; menor prioridad sobre los activos que los bonos individuales de la empresa; mayores rendimientos debido a estas características de riesgo; y la posibilidad de ser “rescatados”, lo que significa que la empresa emisora puede redimir la acción a un precio determinado después de una fecha específica.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE

**Renta variable de pequeña capitalización:** Las inversiones en empresas de pequeña capitalización suelen implicar riesgos significativamente mayores que los valores de empresas más grandes y conocidas, ya que pueden carecer de experiencia directiva, recursos financieros, diversificación de productos y fortalezas competitivas de empresas más grandes. Los precios de los valores de empresas pequeñas pueden estar sujetos a movimientos de mercado más abruptos o erráticos que los de empresas más establecidas, ya que estos valores suelen negociarse en menor volumen y los emisores suelen estar más sujetos a cambios en ganancias y perspectivas. Además de los riesgos de liquidez, al vender posiciones grandes en valores de pequeña capitalización, el vendedor puede tener que vender participaciones a precios inferiores a los cotizados o realizar una serie de ventas pequeñas durante un periodo de tiempo, y los dividendos no están garantizados.

**Las perspectivas y el rendimiento pasado no garantizan resultados futuros.** No es posible invertir directamente en un índice. Todas las empresas mencionadas se muestran solo con fines ilustrativos y no constituyen una recomendación o respaldo por parte de J.P. Morgan en este contexto. Todos los datos de mercado y económicos son al 20 de abril de 2026 y provienen de Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics y FactSet, salvo que se indique lo contrario.

Este documento tiene como único fin informarle sobre determinados productos y servicios que ofrecen los negocios de banca privada integrantes de JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). Los productos y los servicios descritos, así como las comisiones, los cargos y los tipos de interés asociados, están sujetos a cambios de acuerdo con los acuerdos de cuenta aplicables y pueden diferir entre ubicaciones geográficas. No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las oficinas. Si tiene alguna discapacidad y necesita más ayuda para acceder a este documento, póngase en contacto con su equipo de J.P. Morgan o envíenos un correo electrónico a [accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com). **Lea íntegramente la información importante.**

**Sólo para fines ilustrativos. Las estimaciones, las previsiones y las comparaciones son en las fechas que se indican en este documento.**

#### 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

## DEFINICIONES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

(CNMV); inscrita en el Banco de España como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 1567. En **Italia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Milan Branch**, con domicilio social en Via Cordusio, n.3, 20123 Milán (Italia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE – Milan Branch también está supervisada por el Banco de Italia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); inscrita en el Banco de Italia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 8076; número de registro de la Cámara de Comercio de Milán: REA MI - 2536325. En los **Países Bajos**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch**, con domicilio social en World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Ámsterdam (Países Bajos), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch también está autorizada y supervisada por De Nederlandsche Bank (DNB) y la Autoriteit Financiële Markten (AFM) en los Países Bajos. Inscrita en la Kamer van Koophandel como sucursal de J.P. Morgan SE con el número de registro 72610220. En **Dinamarca**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland**, con domicilio social en Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V (Dinamarca), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland también está sujeta a la supervisión de la Finanstilsynet (la autoridad danesa de supervisión financiera) e inscrita en la Finanstilsynet como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 29010. En **Suecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, con domicilio social en Hamngatan 15, 11147 Estocolmo (Suecia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial también está sujeta a la supervisión de Finansinspektionen (la autoridad sueca de supervisión financiera); inscrita en Finansinspektionen como sucursal de J.P. Morgan SE. En **Bélgica**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Brussels Branch**, con domicilio social en 35 Boulevard du Régent, 1000 Bruselas (Bélgica), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE Brussels Branch también se encuentra supeditada a la supervisión del Banco Nacional de Bélgica (NBB) y la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros (FSMA) en Bélgica; inscrita ante el NBB con el número de registro 0715.622.844. En **Grecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Athens Branch**, con domicilio

social en 3 Haritos Street, 10675 Atenas (Grecia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE – Athens Branch también está supeditada a la supervisión del Banco de Grecia; inscrita ante el Banco de Grecia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 124; número de registro en la Cámara de Comercio de Atenas 158683760001; número de IVA 99676577. En **Francia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE – Paris Branch**, con domicilio social en 14, Place Vendôme 75001 París (Francia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el banco central alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE) con el código 842 422 972; J.P. Morgan SE – Paris Branch también está supervisada por las autoridades bancarias francesas Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) y Autorité des Marchés Financiers (AMF). En **Suiza**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan (Suisse) SA**, regulada en Suiza por la Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero de Suiza (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, con domicilio social en rue du Rhône, 35, 1204, Ginebra (Suiza), autorizada y supervisada por la Autoridad Supervisor del Mercado Financiero de Suiza (FINMA), como banco y agente de valores en Suiza.

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

En **Hong Kong**, este documento lo distribuye **JPMCB, Hong Kong Branch**. JPMCB, sucursal de Hong Kong está regulada por la Autoridad Monetaria de Hong Kong y la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En Hong Kong, dejaremos de utilizar sus datos personales para fines de marketing sin cargo alguno si así lo solicita. En **Singapur**, este documento lo distribuye **JPMCB, Singapore Branch**. JPMCB, sucursal de Singapur está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Los servicios de negociación y asesoramiento, así como los de gestión discrecional de inversiones, se los presta JPMCB, sucursal de Hong Kong/Singapur (según se le notifique). Los servicios bancarios y de custodia se los presta JPMCB, sucursal de Hong Kong/Singapur (según se le notifique). 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. Está registrada como sociedad

extranjera en Australia con el número de registro oficial australiano 074 112 011.

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.

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, y la responsabilidad de sus accionistas es limitada. El documento proporcionado 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.

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.

© 2026 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados

J.P.Morgan PRIVATE BANK