

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

# Perspectivas 2026

# Promesas y Retos

Invertir en la nueva era de la IA,  
fragmentación e inflación



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 inversionistas. Los inversionistas deben hablar con sus representantes financieros antes de contratar cualquier producto o adoptar cualquier estrategia de inversión. Este material no debe considerarse como una investigación, ni como un informe de investigación de J.P. Morgan. **Las perspectivas y las rentabilidades pasadas no constituyen indicadores fiables de los posibles resultados futuros.** Le rogamos lea la información adicional sobre regulación, comunicaciones reglamentarias, exenciones de responsabilidad y otra información importante incluida al final de este material.

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

# Prólogo

2025 ha sido un año de transición. Hemos presenciado la toma de posesión de una nueva administración presidencial en Estados Unidos, la reanudación del ciclo de recortes de tasas de interés por parte de la Reserva Federal y una fortaleza sostenida en los mercados globales.

Evaluamos estas transiciones como un banco privado global con clientes en más de 150 países. Nuestra experiencia local, respaldada por nuestra red y perspectiva global, orienta la gestión de un entorno de inversión cada vez más complejo.

De cara al futuro, nos enfocamos en tres fuerzas que definirán 2026: el dominio de la inteligencia artificial, la fragmentación global y las incógnitas en torno a la inflación. Nuestras Perspectivas para 2026 exploran cómo la IA está transformando la forma en que trabajamos, invertimos y pensamos. La innovación genera entusiasmo, pero también conlleva el riesgo de una exuberancia excesiva. La fragmentación—una división en bloques globales rivales y cadenas de suministro disputadas—está reconfigurando el orden mundial y exige mayor atención a la resiliencia y la seguridad. La inflación ya no sigue el antiguo manual. Es más común que supere los objetivos de los bancos centrales, y la mayor volatilidad exige una nueva mentalidad para los inversionistas.

El contexto para 2026 es constructivo en lo que respecta a la inversión. Un ciclo de recortes de tasas en Estados Unidos debería respaldar la recuperación del crecimiento global y mantener la fortaleza generalizada de los mercados de activos. Esperamos rentabilidades sólidas para carteras multiactivo en el próximo año, incluso tras los fuertes retornos de la renta variable en 2025. Al mismo tiempo, persisten el pesimismo y la inquietud respecto al repunte del mercado, lo que hace que muchos clientes sigan manteniendo más liquidez que antes de la pandemia.

Las transiciones en curso traerán retos, pero también oportunidades. Buscamos construir carteras resilientes, alineadas con nuestra investigación profunda y que aprovechen el alcance de nuestro acceso global. Es prudente que revise su plan patrimonial para asegurar que refleja sus objetivos y tolerancia al riesgo. Como siempre, estamos aquí para ayudarle.

Sea cual sea el desempeño de los mercados, avanzaremos juntos. Nos enorgullece ser su socio financiero y esperamos darle la bienvenida a nuestra nueva sede global en 270 Park Avenue, Nueva York.

Gracias por su confianza continua en J.P. Morgan.



**David Frame**  
CEO, Global Private Bank



**Adam Tejpaul**  
CEO, International Private Bank



**Martin Marron**  
CEO, Wealth Management Solutions

# Conclusiones principales

1

## Posíóngase para la revolución de la IA

La tecnología es transformadora.

Aproveche el potencial, pero evite los riesgos de la exuberancia excesiva.

2

## Piense en fragmentación, no en globalización

Una economía reconfigurada prioriza la resiliencia sobre la eficiencia.

Identifique oportunidades donde convergen la seguridad, la energía y las cadenas de suministro.

3

## Prepárese para el cambio estructural de la inflación

La inflación es más elevada y volátil.

Planifique con intención para mantener su poder adquisitivo y diversificar hacia activos reales.

4

## Descubra el potencial de los mercados privados

La selección de gestores y el acceso son especialmente cruciales en este entorno.

Encuentre el socio adecuado.

# Tabla de contenido

## Parte 1

### Posíóngase para la revolución de la IA

- ◊ ¿Cómo sabremos si el auge está a punto de convertirse en caída?
- ◊ IA y la rotación en el mercado laboral: Empleos antiguos que se pierden y nuevos empleos que se crean
- ◊ ¿Cuáles son los potenciales límites de la expansión de la IA?
- ◊ Diseñando una estrategia sobre cuatro pilares para capturar valor
- ◊ Mercados no cotizados, compañías *venture capital* y de capital riesgo en torno a la IA

## Parte 2

### Piense en fragmentación, no en globalización

- ◊ Comercio: del origen más barato a las reglas de origen
- ◊ China: influencia externa, innovación interna
- ◊ Defensa europea: desde el “*peace dividend*” hasta el conflicto de la inversión en capital
- ◊ América del Sur: tiene lo que el mundo necesita
- ◊ Energía: la limitación de la revolución de la IA
- ◊ El dólar y reservas alternativas de valor

## Parte 3

### Prepárese para el cambio estructural de la inflación

- ◊ La renta fija como alternativa
- ◊ Factores estructurales de la inflación
- ◊ El sutil riesgo de una deuda pública en aumento
- ◊ La escasez de oferta inmobiliaria en EE.UU.



# Introducción



A veces, el panorama de inversión es difícil de descifrar. En los informes de perspectivas de años anteriores, a menudo nos enfrentamos a debates enredados y datos ambiguos. El escenario parecía nublado y difuso.

Este año no es así.

La era de baja inflación y globalización sin fricciones ha terminado claramente. En su lugar, tres fuerzas poderosas e interconectadas están definiendo una nueva era de mercado: inteligencia artificial (IA), fragmentación global, e inflación. En conjunto, presentan un desafío fundamental: ¿Cómo invertir en un mundo donde la promesa de crecimiento en productividad impulsada por la IA se enfrenta a la presión de una inflación más persistente y volátil y un orden mundial fracturado?

Las fuerzas de la IA, la fragmentación y la inflación se manifestarán de formas que hoy solo podemos vislumbrar en el horizonte.

## Inteligencia artificial

La IA tiene el potencial de reducir drásticamente el coste de la especialización, lo que supone una transformación tan profunda como lo fue la llegada de la informática.

Esta nueva tecnología puede aumentar la productividad y mejorar los márgenes de beneficio empresarial, pero también puede provocar una disruptión significativa en el mercado laboral y el riesgo de una burbuja de mercado. ¿Cómo aprovechar el potencial de esta transformación evitando los riesgos de obsolescencia tecnológica y la “exuberancia irracional”?

## Fragmentación

El orden global se está fragmentando en bloques rivales, cadenas de suministro disputadas y alianzas frágiles. El acceso a recursos naturales y energía se ha convertido en una prioridad estratégica. A medida que estas dinámicas redirigen los flujos comerciales y de capital, surgen perspectivas interesantes tanto para ganancias como para pérdidas de inversión. ¿Qué regiones y sectores parecen estar mejor posicionados para sobresalir cuando el deseo de eficiencia es superado por la demanda de resiliencia y seguridad?

Durante el próximo año, unos fundamentos económicos sólidos facilitarán el camino para los inversionistas. Un ciclo de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal, junto con los beneficios de una menor incertidumbre en la política económica, debería favorecer la recuperación del crecimiento global. Unas tasas a corto plazo más bajas en Estados Unidos pueden impulsar activos de riesgo como acciones globales y crédito. Una perspectiva de crecimiento estable, entre otros factores, probablemente mantendrá los rendimientos de los bonos a largo plazo dentro de un rango acotado. En conjunto, esperamos otro año sólido de rentabilidades para carteras multiactivo.

Sin embargo, este panorama constructivo no oculta los retos y oportunidades que presenta la nueva realidad del mercado. Los inversionistas necesitan un nuevo manual—un enfoque que combine determinación con agilidad y utilice el cambio estructural para crear oportunidades. Aquí examinamos el poder y el potencial de las tres fuerzas que impulsan los mercados, sus implicaciones para las clases de activos y las estrategias que creemos pueden ayudarle a alcanzar los objetivos financieros de su familia.

## Inflación

La inflación es una variable central en la construcción de carteras, y está experimentando un cambio estructural que la convierte en un riesgo aún mayor para su patrimonio. En nuestra opinión, la inflación será más volátil que antes de la pandemia y más propensa a repuntes inesperados. Esto refleja una variedad de factores que van desde la psicología corporativa y del consumidor, déficits fiscales persistentes y un elevado nivel de patrimonio en los hogares. ¿Su plan está diseñado intencionalmente para mantener su poder adquisitivo y reducir la fragilidad de su cartera?

# Parte 1

## Posíójense para la revolución de la IA





Desde que OpenAI lanzó ChatGPT a finales de 2022, los inversionistas han quedado cautivados por el potencial de la IA. Tres años después, el auge de la IA sigue ganando impulso. Creemos que esta tecnología de gran alcance transformará los mercados laborales y aumentará la productividad a nivel global, generando valor tanto en mercados públicos como privados. Aunque la renta variable tecnológica continúa impulsando las ganancias del mercado, no vemos una burbuja a punto de estallar.

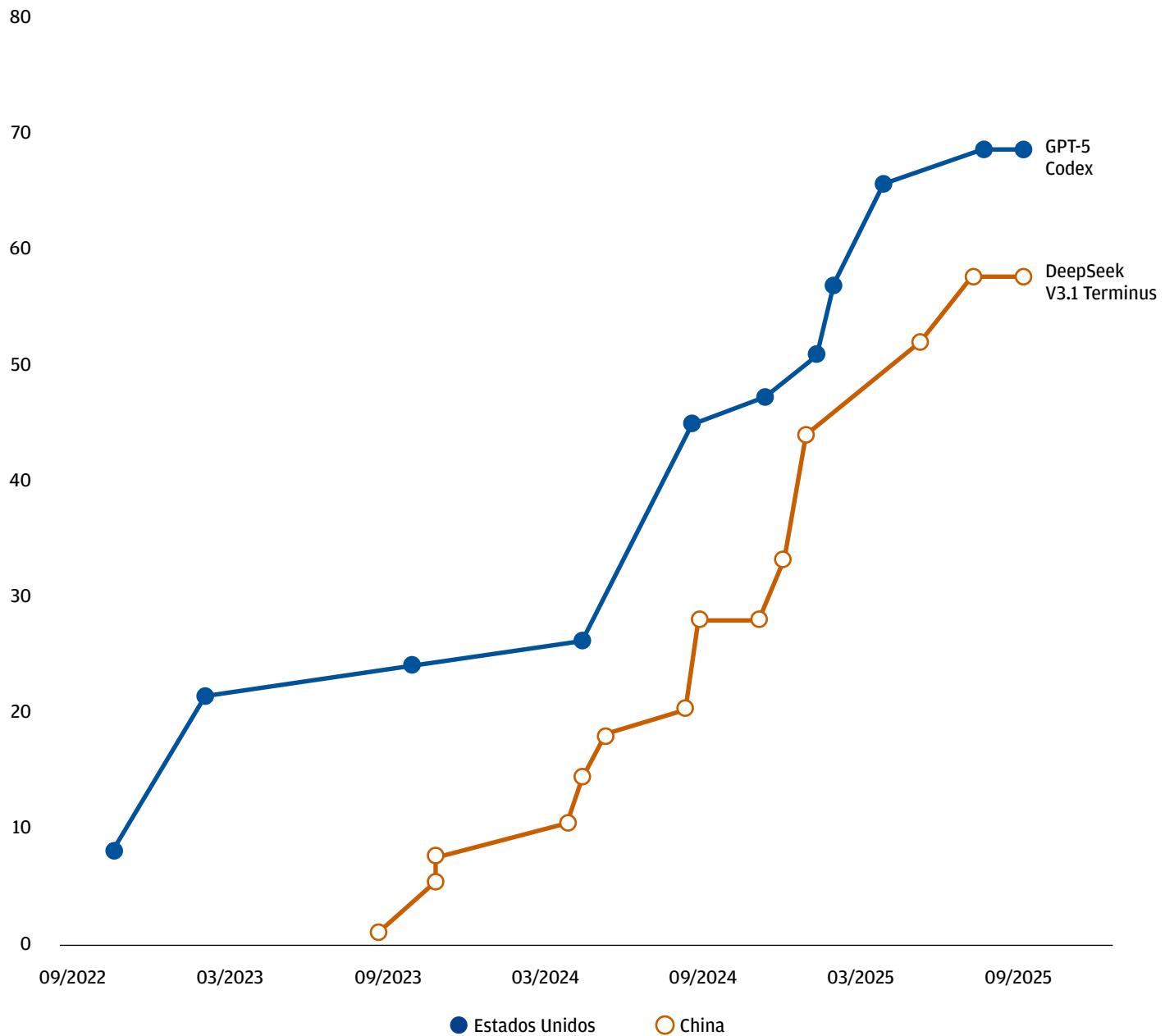
En el centro de esta revolución se encuentra la IA generativa.<sup>1</sup> Las capacidades han avanzado rápidamente y los costos han disminuido de forma significativa. Los modelos ahora presentan menos errores, manejan ventanas de contexto más extensas y demuestran un razonamiento más sólido. Aunque las mejoras de rentabilidades en una amplia gama de métricas se han desacelerado recientemente, el progreso en los modelos agénticos de vanguardia ha sido alentador. Algunos estiman que estos modelos podrían alcanzar un desempeño a nivel humano para la primavera de 2026.<sup>2</sup>

1 En términos generales, la IA generativa/modelos de lenguaje grande (LLMs) son programas informáticos que aprenden y generan texto, imágenes, audio, código de software u otros medios utilizando una arquitectura entrenada con grandes volúmenes de datos. Ejemplos de LLMs incluyen ChatGPT de OpenAI y Claude de Anthropic.

2 Según Mark Newman, analista tecnológico en Bernstein: “Por ejemplo, extrapolando desde el benchmark de tareas agénticas de OSWorld, los modelos de vanguardia están mejorando en 37 puntos porcentuales por año, lo que implicaría un desempeño a nivel humano en mayo de 2026 (para comparar, los modelos líderes actuales están en ~44%, los marcos agéntivos líderes en 61%, y el benchmark humano en 72%).”

AUNQUE EL RENDIMIENTO DE LOS MODELOS DE IA SE HA ESTABILIZADO RECENTEMENTE,  
EL PRÓXIMO GRAN AVANCE PODRÍA VENIR DE LA IA AGENTIVA

Índice de inteligencia de los modelos de IA de frontera



Fuente: Artificial Analysis. Datos a 3 de octubre de 2025. Nota: El índice de inteligencia v3.0 de Artificial Analysis incluye 10 evaluaciones: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard y  $\tau^2$ -Bench Telecom.

Este avance tecnológico ha impulsado un aumento significativo en la inversión en infraestructura. Las grandes empresas tecnológicas estadounidenses han triplicado su gasto anual en inversión de capital (capex), pasando de 150 mil millones de dólares en 2023 a lo que podría superar los 500 mil millones en 2026. El gasto de los líderes del sector (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle y Nvidia) representa ahora casi el 25% del capex total del mercado estadounidense.<sup>3</sup> La inversión relacionada con la IA contribuyó más al crecimiento del PIB de EE. UU. que el consumo en 2025.<sup>4</sup>

Se espera que el impulso de crecimiento derivado del gasto en IA siga siendo una fuente importante de aumento del PIB en 2026. Según los cálculos, OpenAI ha anunciado planes para construir centros de datos con una capacidad superior a 25 gigavatios (GW). Dado que cada GW requiere aproximadamente 50 mil millones de dólares en inversión de capital, OpenAI apunta a más de un billón de dólares en capex total en los próximos años.<sup>5</sup> Se mire como se mire, es una cifra significativa.

**¿Cuánto es demasiado?** Actualmente, la inversión en IA ronda el 1% del PIB. En ciclos previos de inversión en tecnologías de uso general (por ejemplo, electricidad, ferrocarriles, comunicaciones), la inversión alcanzó su punto máximo entre el 2% y el 5% del PIB.<sup>6</sup> Por impresionante que haya sido el auge de la inversión en IA, el precedente histórico indica que los niveles actuales aún podrían duplicarse.

Las iniciativas soberanas, como el proyecto Stargate de EE. UU. de 500 mil millones de dólares y el programa InvestAI de Europa de 200 mil millones de euros, junto con esfuerzos similares en el Reino Unido, Arabia Saudita y Corea del Sur, están sumando impulso global a la aceleración de la IA. Los responsables políticos chinos han incentivado a bancos y gobiernos locales para canalizar financiación hacia tecnología e innovación en IA, y los investigadores chinos capturaron el 40% de las citas globales en IA en 2024, cuatro veces más que Estados Unidos o la Unión Europea (UE).<sup>7</sup>

La adopción de la IA se está extendiendo por toda la economía, y los consumidores lideran el camino. ChatGPT cuenta con más de 700 millones de usuarios activos mensuales que envían 18 mil millones de mensajes por semana.<sup>8</sup> Las empresas avanzan más lentamente, pero creemos que la adopción continuará.

Las encuestas empresariales en EE. UU. muestran que la integración de la IA sigue aumentando—un 10% de las firmas reconocen que ya están utilizando IA para producir un bien o servicio. Según un índice alternativo de adopción de IA de Ramp, una empresa de tecnología financiera que ofrece servicios de gestión de gastos corporativos, casi el 45% de las empresas ya pagan suscripciones a modelos de lenguaje (LLM).<sup>9</sup> Más de 300,000 empresas son clientes de Anthropic.<sup>10</sup> Los resultados de los “hyperscalers” (empresas que proveen tecnología de computación en la nube a gran escala) apuntan a una demanda sostenida de inferencia (uso real de modelos de IA).

**Sin embargo, el dominio del tema de la IA en los mercados públicos y privados de renta variable ha generado un debate constante sobre si estamos en una burbuja.**

3 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 de agosto de 2025.

4 J.P. Morgan Asset Management. *Is AI already driving U.S. growth?* 12 de septiembre de 2025.

5 Puck. *OpenAI's Fuzzy Math.* 1 de octubre de 2025.

6 Goldman Sachs. *The AI Spending Boom Is Not Too Big.* 15 de octubre de 2025.

7 Digital Science. *DeepSeek and the New Geopolitics of AI: China's ascent to research pre-eminence in AI.* 10 de julio de 2025.

8 NBER. *How People Use ChatGPT.* Septiembre de 2025.

9 Ramp. *Ramp AI Index.* Septiembre de 2025.

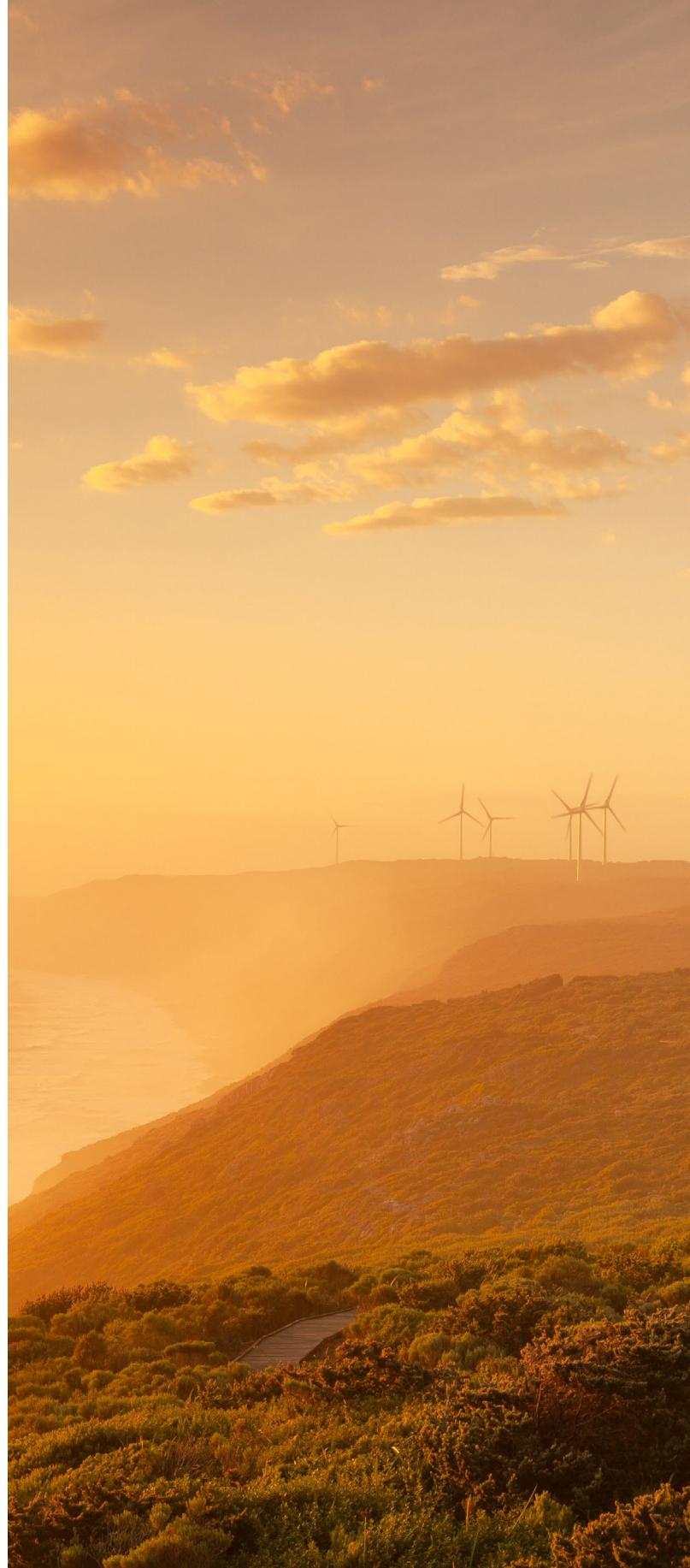
10 Anthropic. *Expanding our use of Google Cloud TPUs and Services.* 23 de octubre de 2025.



# ¿Cómo sabremos si el auge está a punto de convertirse en caída?

¿Es la IA una burbuja? Es la pregunta que todo el mundo se hace. Actualmente, casi el 40% de la capitalización bursátil del S&P 500 está directamente influenciada por percepciones o realidades vinculadas al uso de la IA, la inversión, la construcción de infraestructura y los aumentos de productividad. Ya sea al alza o a la baja, la IA será, casi con certeza, el motor más relevante de las rentabilidades de renta variable en los mercados públicos durante los próximos años. Para invertir en acciones, debemos tener la confianza de que no estamos a punto de presenciar el estallido de una burbuja.

Las burbujas de mercado y económicas siguen una narrativa consistente. La mayoría de las burbujas surgen a partir de una tesis de inversión que sostiene que el mundo está cambiando—que atraviesa un cambio de paradigma. Los inversionistas convencidos construyen capacidad para satisfacer la demanda futura. La burbuja comienza a formarse, en parte, porque el crédito está ampliamente disponible. El deterioro de los estándares en origen y el aumento del apalancamiento provocan una desconexión entre los fundamentos económicos y las valoraciones de mercado. Los inversionistas se van sumando a la corriente, hasta que finalmente los fundamentos prevalecen y la burbuja estalla.



Una vez que se ha establecido un patrón para evaluar la exuberancia irracional, se puede utilizar para analizar la apuesta por la IA. Así es como consideramos que la IA se compara actualmente con cinco elementos clave:

---

## 1.

### Un cambio de paradigma

Las burbujas suelen surgir de la idea de que una nueva tecnología, tendencia demográfica o cambio de política transformará profundamente el mundo. Ejemplos históricos notables incluyen el auge ferroviario en la década de 1840 y el auge de internet a finales de los años noventa. Estas transformaciones realmente cambiaron el mundo, pero el momento es crucial. Entre 1843 y 1853, las millas de ferrocarril en el Reino Unido casi se cuadruplicaron, pero los ingresos por milla se mantuvieron estables o descendieron.<sup>11</sup> Para mediados de 2001, las empresas de telecomunicaciones habían instalado 39 millones de millas de fibra óptica, pero solo el 10% de esa fibra estaba activa, y cada fibra activa utilizaba apenas el 10% de las longitudes de onda disponibles.<sup>12</sup>

Tanto el auge ferroviario como el de internet presentaron un exceso de capacidad considerable, que no estaba justificado por la demanda de los consumidores ni por la economía de las unidades. La historia actual de la IA presenta la retórica y la inversión propia de un cambio de paradigma. Sin embargo, aún no observamos exceso de capacidad. La tasa de desocupación de centros de datos está en un mínimo histórico del 1,6%, y tres cuartas partes de la capacidad en construcción ya están prearrendadas.<sup>13</sup> En toda la cadena de valor de computación, energía y centros de datos, los componentes son escasos en relación con la demanda. Y la última temporada de resultados confirma que el uso de la IA está impulsando el crecimiento de ingresos en las empresas más grandes.

---

## 2.

### Abundancia y disponibilidad de crédito

Las burbujas se expanden porque el capital barato y especulativo eleva los precios cada vez más. En el siglo XVII, los mercados de crédito de Ámsterdam alimentaron la fiebre de los tulipanes, mientras que la burbuja de activos japonesa de los años ochenta se apoyó en préstamos bancarios garantizados por valores corporativos artificialmente inflados. La burbuja inmobiliaria que precedió a la crisis financiera global se infló mediante hipotecas subprime, titulizadas en un sector bancario “en la sombra” interconectado. En la década de 2010, se formó una burbuja de acciones energéticas cuando los productores de petróleo accedieron a financiamiento barato gracias a una política monetaria de tasas cercanas a cero.

La reciente incursión de Oracle en los mercados de deuda indica que la próxima fase del ciclo de infraestructura de IA dependerá más del crédito. La operación fue sobreescrita cinco veces, y creemos que los mercados públicos estarán dispuestos a financiar a las grandes tecnológicas, que todas presentan diferenciales más ajustados que el índice de grado de inversión general.<sup>14</sup> A medida que avance el ciclo de recortes de tasas de la Fed, es probable que el crédito financie más inversión en IA. Esto podría materializarse, considerando el bajo apalancamiento en el segmento de gran capitalización y más de 500 mil millones de dólares en “dry powder” de crédito privado.<sup>15</sup>



### 3.

## Aumento del apalancamiento y deterioro de los estándares de originación

Las burbujas suelen crecer a medida que las estructuras financieras amplifican las ganancias y ocultan el riesgo. La burbuja del Mar del Sur<sup>16</sup> incluyó intercambios de deuda por renta variable; los años previos al crash de 1929 se caracterizaron por compras a crédito. Más recientemente, los SPACs se expandieron mediante opciones de redención y warrants gratuitos. En el ámbito de la IA, la innovación y la ingeniería financiera están acelerándose.

Entre los ejemplos recientes: Empresas como Lambda y CoreWeave han emitido deuda garantizada por sus GPUs de alta gama,<sup>17</sup> y Alibaba anunció recientemente un convertible de cupón cero para financiar inversiones en centros de datos. En términos de ingeniería financiera, la emisión de deuda en el sector tecnológico y de valores respaldados por activos y por hipotecas comerciales relacionados con centros de datos ha vuelto a niveles vistos en 2020 y 2021.<sup>18</sup> Sin embargo, estos son rasgos relativamente convencionales de los mercados de capitales. Si los “hyperscalers” decidieran apalancar sus balances hasta 2,8 veces deuda neta sobre EBITDA (la mediana para una empresa de grado de inversión), podrían disponer de un billón de dólares adicional para invertir.

También podría argumentarse que las inversiones “circulares” dentro de la cadena de suministro de IA son un ejemplo de ingeniería financiera. Estas operaciones (en las que los actores clave compran y venden entre sí utilizando acciones y capacidad de cómputo como moneda) ciertamente incrementan el riesgo. Pero también podrían crear un ecosistema más simbiótico, con mayor competencia tanto en hardware como en software, lo que podría derivar en un entorno más equilibrado.

Buscamos señales de deterioro en los estándares de originación, ya sea en acuerdos de compra de energía o en inversiones de capital privado y de riesgo. Hasta la fecha, los flujos de efectivo agregados por operaciones aún superan el gasto de capital y los dividendos en los principales actores. Es probable que el apalancamiento siga creciendo a medida que continúe la inversión en IA, pero actualmente el gasto en IA se financia principalmente con flujos de caja.

11 University of Minnesota. *The railway mania of the 1860s and financial innovation.* 3 de marzo de 2024.

12 The Optical Society. *Boom, Bubble, Bust: The Fiber Optic Mania.* Octubre de 2016.

13 CBRE. *North America Data Center Trends H1 2025: AI & Hyperscaler Demand Lead to Record-Low Vacancy.* 19 de agosto de 2025.

14 Morningstar. *Why Oracle's 'jumbo' AI-fueled bond deal is so unusual.* 25 de septiembre de 2025.

15 Empirical Research Partners. *Private Debt: A Game Changer?* 29 de abril de 2025.

16 En 1720, las acciones de South Sea Co. cayeron con fuerza, en el marco del primer desplome bursátil internacional.

17 Unidades de procesamiento gráfico, un componente electrónico.

18 Penn Mutual Asset Management. *Pricing the Infrastructure Boom: Data Center Trends in Structured Markets.* 9 de octubre de 2025.

## 4.

### Una brecha entre valoraciones y flujos de caja

En toda burbuja, las valoraciones se elevan más allá de lo que justifican los fundamentales, los flujos de caja o los casos de uso. Durante la burbuja puntocom, las empresas salían a bolsa sin ingresos. El precio de la acción de Cisco se multiplicó por 40 entre 1995 y 2000, mientras que sus beneficios solo crecieron por 8. Actualmente, observamos focos de exuberancia en los mercados privados. Los unicornios—empresas privadas con una capitalización superior a mil millones de dólares—representan casi el 12% del Nasdaq; esa proporción está cerca de su máximo de 2021.<sup>19</sup> Además, el crecimiento de las valoraciones de startups de IA ha superado de forma constante al de empresas no relacionadas con IA en todas las rondas. Por ejemplo, el incremento medio en la Serie B es de 2,1 veces para las startups de IA frente a 1,4 veces para las que no lo son. Las empresas de IA alcanzan valoraciones medianas un 56% superiores en la Serie C y un 230% superiores en la Serie D+ respecto a las empresas no IA.<sup>20</sup>

Sin embargo, en los mercados públicos, las empresas de IA han generado sus rentabilidades exclusivamente a través del crecimiento de beneficios. En los últimos tres años, el múltiplo precio-beneficio (P/E) a futuro de las acciones de IA cotizadas ha disminuido, mientras que las estimaciones de beneficio por acción (EPS) se han más que duplicado. En los últimos cinco años, el precio de la acción de Nvidia se multiplicó por 14, mientras que sus beneficios crecieron por 20.

## 5.

### Un ciclo de retroalimentación impulsado por la especulación y la participación masiva

Toda burbuja atrae nuevos participantes convencidos de que el alza de precios es una profecía autocomplida. Los artesanos holandeses compraban bulbos de tulipán por múltiplos de sus ingresos anuales, y los camareros de Las Vegas especulaban con viviendas en 2005. El desempeño reciente de las IPOs, sugiere más señales de sobrevaloración. El entusiasmo está creciendo, pero tendría que alcanzar niveles mucho más altos antes de que adoptáramos una postura más cautelosa.

Al considerar la evidencia, parece claro que los ingredientes para una burbuja de mercado están presentes. Dicho esto, creemos que el riesgo de que se forme una burbuja en el futuro es mayor que el riesgo de estar en el punto máximo de una actualmente.

**Dejando atrás el debate sobre la burbuja de la IA, surge una pregunta aún más relevante para los inversionistas:** ¿Quién capturará finalmente el valor de esta transición tecnológica? Lamentablemente, la historia no ofrece un patrón claro sobre qué empresas logran capturar el valor de las transiciones tecnológicas.

En algunos casos, como los ferrocarriles británicos, los cables de fibra óptica y las telecomunicaciones, los pioneros sufrieron caídas dolorosas, solo para que nuevos participantes capitalizaran cuando los precios de los activos se habían desplomado. Por otro lado, los pioneros en la transición tecnológica de la información (por ejemplo, IBM, Microsoft, Cisco y Amazon) lograron capturar y retener cuota de mercado, incluso cuando otros participantes se beneficiaron del ecosistema desarrollado. Las empresas eléctricas estadounidenses mantuvieron su cuota de mercado, pero la regulación terminó limitando la rentabilidad final para los inversionistas.

---

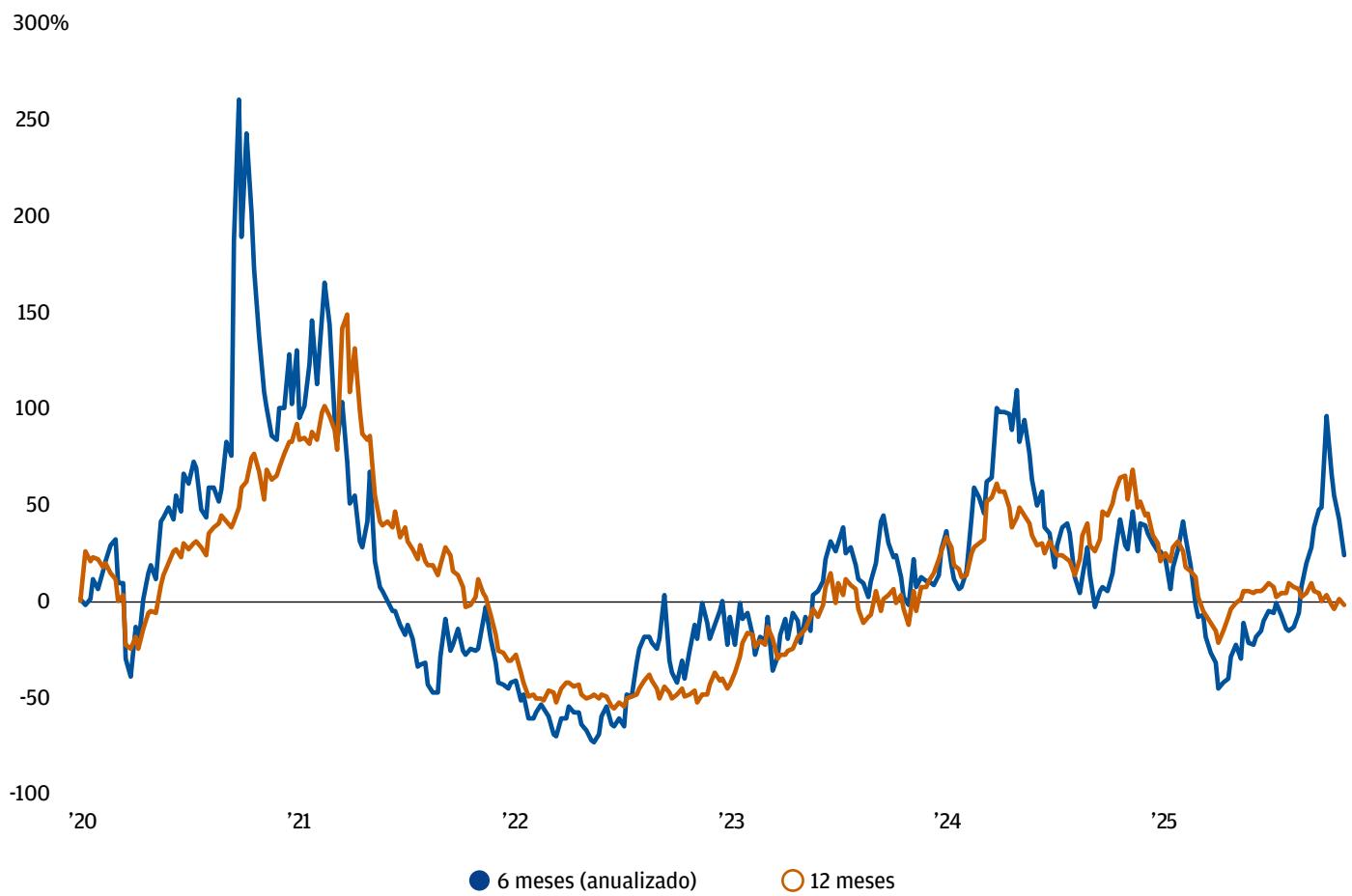
19 Coattue. Octubre de 2025.

20 PitchBook. *VC Valuations and Returns Report*. 11 de agosto de 2025.

En 2026, creemos que la IA traerá una disruptión notable, con consecuencias en toda la economía. Como se analiza en la siguiente sección, la IA probablemente tendrá un impacto más visible en el mercado laboral, y algunas empresas de “software como servicio” y otras tecnológicas podrían sentir más el “efecto” de la IA. Pero la disruptión también puede generar oportunidades extraordinarias. **Para nosotros, el mayor riesgo es no tener exposición a esta tecnología transformadora.**

### OBSERVANDO EL MERCADO DE SALIDAS A BOLSA PARA DETECTAR SEÑALES DE OPTIMISMO EXCESIVO

Rentabilidad de las últimas salidas a bolsa en %



Fuentes: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de octubre de 2025.

Nota: J.P. Morgan Investment Bank reajusta la cesta todos los meses para reflejar las últimas OPV en EE. UU.

# IA y la rotación en el mercado laboral: Empleos antiguos que se pierden y nuevos empleos que se crean

¿Cómo podría la IA impactar el mercado laboral? Alrededor de 71 millones de los trabajadores conocidos en EE. UU. (con un salario anual promedio de 85,000 dólares) representan un mercado potencial de aproximadamente 6 billones de dólares. Algunas estimaciones sugieren que más del 60% de los empleos en mercados desarrollados son vulnerables a la disrupción por la IA.<sup>21</sup> En muchos sentidos, los inversionistas valoran la IA precisamente porque tiene el potencial de transformar el mercado laboral.

Aunque algunos pronósticos pesimistas prevén que el desempleo podría dispararse hasta el 20%, la historia apunta a un escenario menos sombrío y, en última instancia, más optimista.<sup>22</sup> Las grandes tecnologías rara vez provocan desempleo masivo y duradero; más bien, reducen el coste de recursos clave, desbloquean nueva demanda y generan nuevos roles.

El vapor desplazó a tejedores y trabajadores de canales, pero incrementó drásticamente la producción textil y el comercio interior. Eso generó nuevos empleos en minería, ferrocarriles y servicios urbanos. La computación automatizó tareas administrativas, pero el procesamiento de información más barato permitió el crecimiento de sectores como tarjetas de crédito y aerolíneas, dando lugar a nuevas profesiones (programadores, analistas financieros) y elevando la productividad en toda la economía. La mecanización agrícola diezmó el empleo rural, pero abarató los alimentos y catalizó la migración urbana.

Según un estudio de economistas del MIT, más del 60% de las ocupaciones laborales actuales en EE. UU. ni siquiera existían en 1940.<sup>23</sup> Las nuevas tecnologías explican gran parte de ese cambio. En cada transición tecnológica, la demanda agregada aumentó y la economía creó empleos que antes no existían.

A corto plazo, creemos que la IA potenciará más empleos de los que automatizará o eliminará. Esencialmente, un empleo es una colección de tareas diversas. Algunas tareas serán automatizadas por la IA, mientras que otras podrían fortalecerse.

Un optimista argumentaría que las ganancias de productividad derivadas de la IA podrían compensar las tendencias de menor crecimiento poblacional en el mundo desarrollado.

Para aprovechar plenamente el potencial de la IA, las empresas deberán reestructurar sus sistemas y arquitecturas de datos. Estos son procesos graduales. Las investigaciones actuales sugieren que solo una pequeña proporción de empleos podría automatizarse de inmediato. Sin duda, los humanos conservarán ventajas duraderas—sentido común, razonamiento causal, inteligencia emocional, juicio en situaciones críticas, aprendizaje adaptativo y motivación intrínseca, entre otras—por algún tiempo.

Por ahora, se observa evidencia limitada de que la IA haya impactado el mercado laboral. Actualmente, las tasas de desempleo en los sectores más expuestos a la disrupción de la IA son inferiores a las tasas de desempleo en sectores más protegidos. Al mismo tiempo, tanto estimaciones académicas como testimonios corporativos sugieren que la adopción de IA ha incrementado la productividad laboral en torno al 30%<sup>24</sup> para las empresas que han implementado la tecnología.

**Si bien los primeros resultados sobre la promesa de mayor productividad son alentadores, los inversionistas también deben considerar los límites a la expansión de la IA.**

21 FMI. *AI Will Transform the Global Economy. Let's Make Sure It Benefits Humanity.* 14 de enero de 2024.

22 Axios. *Behind the Curtain: A white-collar bloodbath.* 28 de mayo de 2025.

23 Quarterly Journal of Economics. *New Frontiers: The Origins and Content of New Work, 1940-2018.* 15 de marzo de 2024.

24 Goldman Sachs AI Adoption Tracker 2025Q3. 8 de septiembre de 2025.

# ¿Cuáles son los potenciales límites de la expansión de la IA?

La prioridad más apremiante para la expansión de la IA es la energía. En Estados Unidos, las empresas se enfrentan a un retraso de cinco años para añadir nueva generación eléctrica a la red existente. Alrededor del 70% de los mercados eléctricos regionales ya experimentan una alta presión, y se prevé que la demanda de energía aumente en 662 teravatios-hora hasta finales de la década, más que la producción anual de Texas y California juntas.<sup>25</sup>

El crecimiento acelerado de la demanda entrará en conflicto con una infraestructura envejecida: el 70% de las líneas de transmisión eléctrica tienen más de 25 años.<sup>26</sup> La inversión en energía será cada vez más crítica, ya que los responsables políticos consideran la IA como un asunto de seguridad nacional. Por ejemplo, China inició recientemente la construcción de un proyecto hidroeléctrico de 167 mil millones de dólares, con una capacidad de generación superior a la de Polonia.

Los centros de datos requieren energía estable y accesible, lo que convierte al gas natural en una fuente fundamental de carga base. En parte porque la fabricación de una turbina de gas natural capaz de abastecer un centro de datos requiere un plazo relativamente largo (alrededor de cinco años), creemos que las energías renovables (que podrían estar listas en solo un año) también contribuirán a alimentar los centros de datos en los próximos años.

Sin embargo, la prolongada dependencia de los combustibles fósiles en la industria probablemente hará que las emisiones de carbono superen las previsiones anteriores en los mercados desarrollados, aumentando el riesgo de temperaturas globales más cálidas y fenómenos meteorológicos extremos más frecuentes. Estas dinámicas están generando oportunidades de inversión en materias primas, especialmente en minerales críticos vinculados a la transición energética, la generación eléctrica y la infraestructura.

El agua (necesaria para la refrigeración de los centros de datos) está emergiendo como un factor relevante para los inversionistas.

Es parte de una tendencia más amplia en la que los recursos limitados y los desafíos asociados a la IA pueden restringir la expansión de los centros de datos. Phoenix, por ejemplo, actualizó recientemente su normativa de zonificación para definir los centros de datos como una categoría propia, obligando a los promotores a abordar cuestiones de salud y seguridad antes de obtener permisos y comenzar la construcción.<sup>27</sup> Proyectos emblemáticos de Amazon en Tucson y Google en Indianápolis han sido cancelados tras la oposición local relacionada con el uso de agua y el aumento de los precios de la energía.<sup>28</sup>

La privacidad de los datos sigue siendo un desafío persistente, y las soluciones de IA “inteligentes” solo aumentan los riesgos. Los reguladores prestarán atención a medida que los modelos de IA mejoren y comiencen a aparecer en el mundo físico (por ejemplo, vehículos autónomos y robótica). **Los debates sobre la escasez de recursos, la privacidad y la seguridad probablemente influirán en la opinión pública y en la política sobre la IA, generando y destruyendo valor financiero.**

Para los inversionistas, creemos que un enfoque en el sólido compromiso con los grupos de interés y una gestión eficaz puede ayudar a mitigar el riesgo de pérdidas en cartera.

En nuestra opinión, las restricciones físicas, sociales y políticas sobre la expansión de la IA deberían actuar como un factor moderador, ayudando a contener la euforia excesiva de los inversionistas y dando más tiempo a los mercados laborales para adaptarse a la posible disrupción.

25 AIE, Goldman Sachs Investment Research. Junio de 2025.

26 La Casa Blanca. *Fact Sheet: The Biden-Harris Administration Advances Transmission Buildout to Deliver Affordable Clean Energy*. 18 de noviembre de 2022.

27 Ciudad de Phoenix. *City of Phoenix Updates Zoning to Safeguard Health and Safety as Data Center Growth Accelerates*. 2 de julio de 2025.

28 Ciudad de Tucson. *Project Blue—Facts and Information*. Septiembre de 2025. Axios. *Google pulls data center project amid opposition*. 23 de septiembre de 2025.

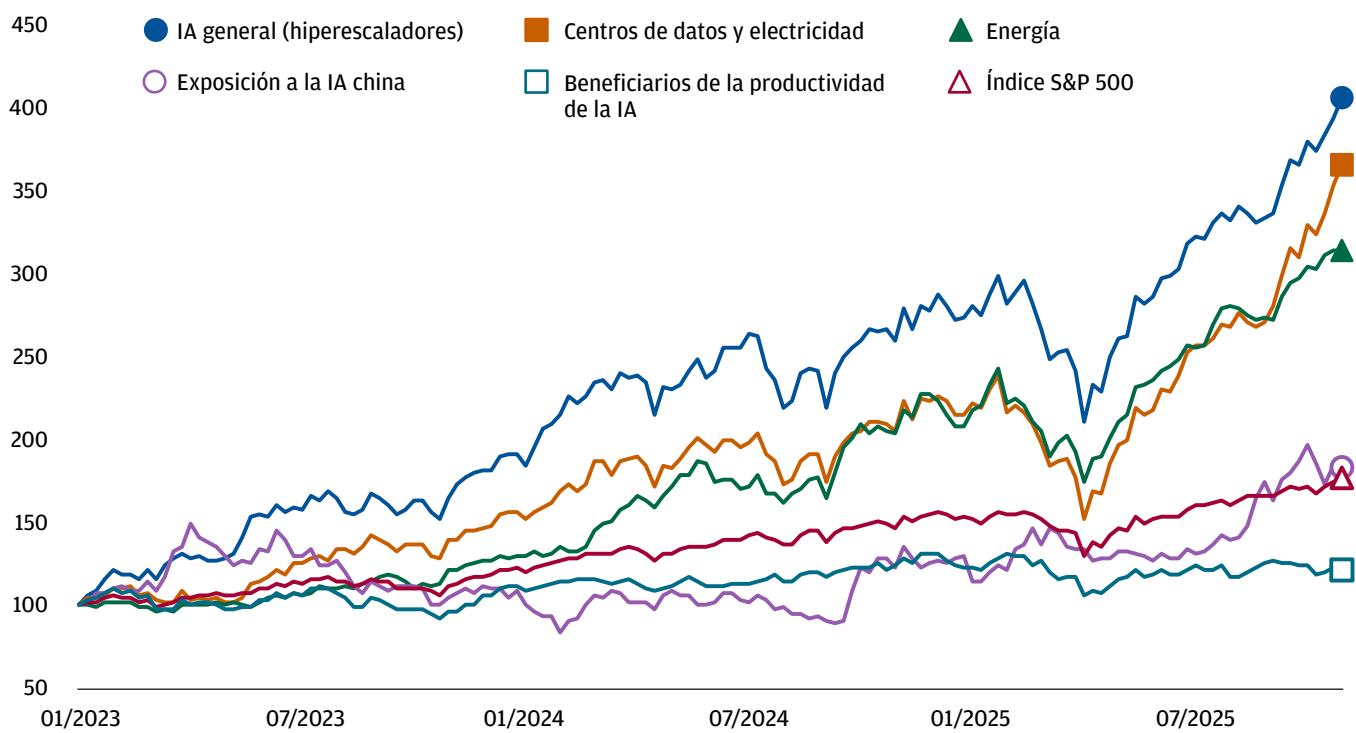
# Diseñando una estrategia sobre cuatro pilares para capturar valor

Mientras evaluamos el riesgo de una burbuja de IA, estamos perfeccionando una estrategia de cuatro pilares para capturar el valor potencial de inversión que ofrece la IA. Hasta ahora, los mayores ganadores del mercado han sido los “hyperscalers”, las empresas de centros de datos e infraestructura eléctrica y los proveedores de energía. Las compañías que parecían estar bien posicionadas para beneficiarse de los aumentos de productividad impulsados por la IA han quedado rezagadas frente a las grandes participantes tecnológicas. Además, el equilibrio entre los sectores tecnológicos de EE. UU. y fuera de EE. UU. ha cambiado. En 2025, las acciones tecnológicas chinas repuntaron cerca de un 34%, ya que los inversionistas reconocieron que no estaban tan rezagadas respecto a sus competidores estadounidenses como se pensaba.

De cara a 2026 y años venideros, la estrategia busca gestionar estos cambios, aprovechar las oportunidades de inversión y mitigar los riesgos en la carrera continua de la IA.

## ¿QUIÉN ESTÁ GANANDO LA CARRERA DE LA IA? ¿Y LOGRARÁN LOS REZAGADOS MEJORAR SU POSICIÓN?

Rentabilidad del precio, índice 100 = enero de 2023



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Goldman Sachs Investment Research. Datos a 31 de octubre de 2025.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. No es posible invertir directamente en un índice.

1

## Mantener el enfoque en los líderes de gran capitalización

La primera parte de nuestra estrategia se centra en los líderes de gran capitalización del sector tecnológico. Aunque algunos dudan de que los “hyperscalers” logren finalmente una sólida rentabilidad sobre sus inversiones de capital, en general somos optimistas. En parte, esto se debe a que los cuatro “hyperscalers” originales (Microsoft, Meta, Alphabet y Amazon) ya están aumentando sus beneficios a un ritmo anual cercano al 20%. Una vez ajustado por su crecimiento, las primas de valoración parecen justificadas.

Además, no forman un bloque homogéneo. Por ejemplo, los analistas esperan que el flujo de caja libre de Microsoft y Google en 2026 supere los niveles de 2024 tras una caída en 2025. Por otro lado, no se espera que Amazon y Meta recuperen sus perfiles de flujo de caja libre de 2024. Al optar por endeudarse para financiar sus últimas operaciones, Oracle ha decidido que el flujo de caja libre negativo es un precio aceptable para entrar en la competencia de la IA.

En conjunto, ya están generando unos 25 mil millones de dólares en ingresos trimestrales adicionales derivados de la actividad de IA, y creemos que esa cifra podría estar creciendo a un ritmo anual del 200%. Si los “hyperscalers” logran seguir aumentando sus ingresos por computación en la nube, es probable que los inversionistas toleren menores rendimientos de flujo de caja libre.

Eventualmente, esperamos que el auge de la IA genere una nueva generación de líderes tecnológicos (como ocurre en prácticamente todos los ciclos de innovación). Sin embargo, no creemos que 2026 sea el año en que el liderazgo actual del mercado se debilite. De hecho, pensamos que las empresas más grandes seguirán superando a las más pequeñas. Las 100 principales acciones del mercado estadounidense generan tres cuartas partes de los beneficios totales, tienen 1,7 veces el retorno sobre el capital invertido y 1,8 veces el margen de flujo de caja libre respecto al resto de las acciones de gran capitalización.<sup>29</sup>

2

## Buscar oportunidades en la cadena de suministro de IA

La segunda parte de nuestra estrategia destaca a los facilitadores de la tecnología de IA. Estas empresas proveen los insumos clave (energía, semiconductores, conectividad, sistemas de refrigeración y materias primas) para suministrar la potencia de cómputo que requiere la IA.

Como hemos mencionado, la energía es quizás el insumo más importante y escaso—especialmente a medida que los modelos de razonamiento se convierten en la norma. Según un estudio de la Universidad de Rhode Island, GPT-5 consume 2,5 veces más energía por consulta que GPT-4.<sup>30</sup> Estamos identificando oportunidades de inversión interesantes tanto en mercados públicos (por ejemplo, empresas de servicios públicos y productores industriales de equipos eléctricos) como en mercados privados (como fondos de infraestructura enfocados en energía).

Mientras tanto, la demanda de semiconductores sigue superando la oferta. Se espera que el chip Blackwell de Nvidia se agote en los próximos 12 meses, mientras que las empresas de la cadena de suministro global (por ejemplo, “hyperscalers”, Micron, SK Hynix, Samsung y TSMC) han destacado las limitaciones de capacidad en sus conferencias de resultados.<sup>31</sup> Aunque la energía y los semiconductores son los lugares más evidentes para buscar oportunidades, observamos dinámicas similares en transformadores, equipos de redes, fibra y cables submarinos, y sistemas de refrigeración líquida. En el mundo físico, la extracción de recursos, incluidos los minerales raros, y la adquisición de derechos sobre tierras y agua valiosas podrían resultar lucrativos.

29 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 de agosto de 2025.

30 University of Rhode Island. *How Hungry Is AI?* 31 de octubre de 2025.

31 Barron's. *Nvidia Stock Rises After Management Says Blackwell Is Sold Out for 12 Months.* 10 de octubre de 2024.

3

## Identificar a los usuarios corporativos “que logran beneficios tangibles” de IA

En tercer lugar, buscamos identificar empresas que estén utilizando la inteligencia artificial con éxito para aumentar sus ingresos y beneficios. Por ejemplo, los negocios en la nube de Microsoft y Google crecieron cuatro puntos porcentuales más rápido en el segundo trimestre de 2025 que en el primero.<sup>32</sup> Casi dos tercios de la capitalización bursátil del mercado estadounidense se concentran en los dos quintiles superiores de adopción de IA. En Europa y Japón, esa proporción se acerca al 50%.<sup>33</sup> Dicho de otro modo, el grupo actual de ganadores probablemente multiplicará sus beneficios gracias a una integración más rápida y eficiente de la IA en sus flujos de trabajo y modelos de negocio existentes. En este aspecto, Estados Unidos parece llevar ventaja sobre otros mercados desarrollados de renta variable.

Por el contrario, el mercado está empezando a castigar a las empresas tradicionales de software como servicio que no logran capturar suficiente valor de los productos mejorados con IA. Aunque el índice general de software ha subido un 17% en el último año, la mitad de las acciones del índice han caído. Esta dicotomía resalta el valor que puede aportar un buen gestor activo al seleccionar ganadores y perdedores en el software de IA.

4

## Asegúrese de considerar la exposición en mercados no cotizados

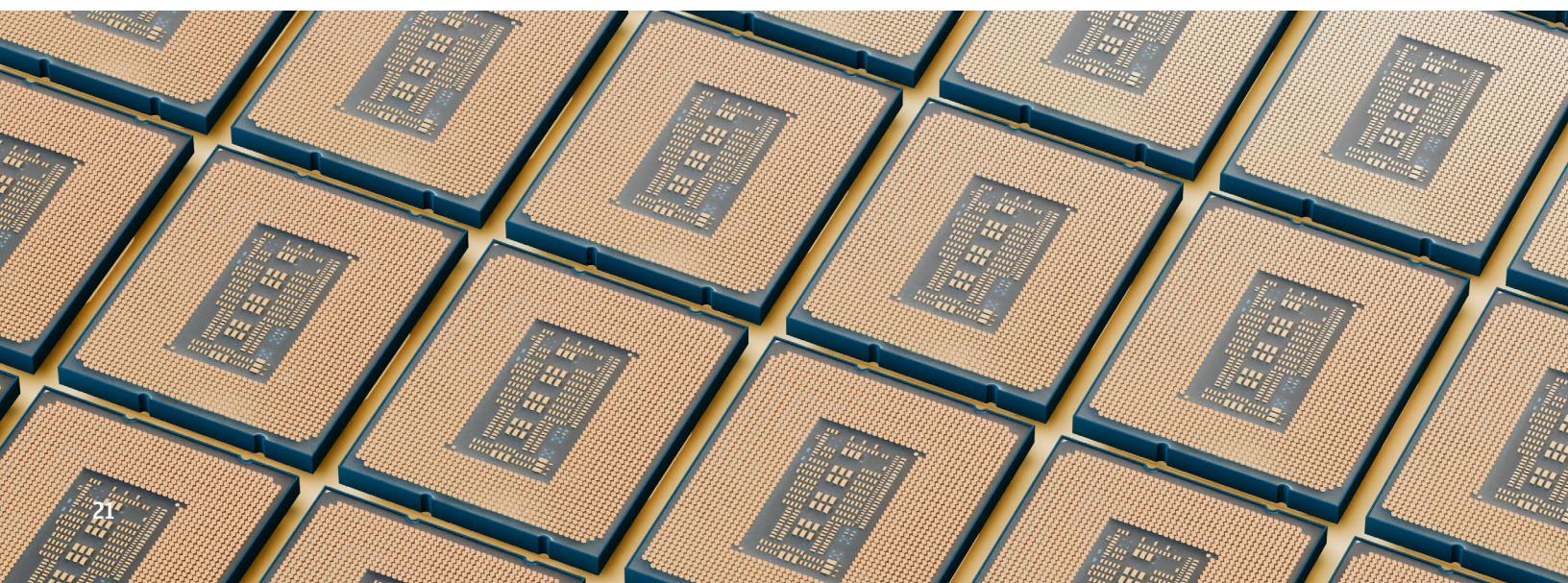
En la última parte, y crítica, de nuestra estrategia de valor de cuatro pilares, recurrimos a los mercados privados para capturar todo el potencial de inversión de la IA. Actualmente, las 10 principales empresas privadas de IA tienen un valor conjunto de aproximadamente 1,5 billones de dólares.<sup>34</sup> Si cotizaran en bolsa, representarían cerca del 3% del S&P 500.<sup>35</sup> Para ponerlo en contexto, todo el mercado público estadounidense de pequeña capitalización solo vale 3 billones de dólares. La IA sigue un marco de innovación similar al de ciclos tecnológicos anteriores—comenzando por la infraestructura y avanzando hacia plataformas y aplicaciones—pero la economía y el momento de capturar valor están cambiando. Un aspecto clave de esta evolución: los nuevos roles de los mercados públicos y privados en la formación y asignación de capital.

32 Cloud Wars. *Google Remains World's Hottest Cloud Vendor; Oracle Rising, Microsoft Surging*. 16 de septiembre de 2025.

33 Empirical Research Partners. *AI-merican Exceptionalism*. Mayo de 2025.

34 PitchBook.

35 A 30 de septiembre de 2025.



# Mercados no cotizados, compañías *venture capital* y de capital riesgo en torno a la IA

Es probable que los mercados privados desempeñen un papel muy diferente en el auge de la IA en comparación con ciclos tecnológicos anteriores.

En ciclos previos, como el boom de internet que comenzó a finales de los años noventa, las empresas salían a bolsa en sus primeros años, lo que permitía a los inversionistas del mercado público participar en las fases más lucrativas del crecimiento de la compañía. Hoy en día, esa dinámica ha cambiado. Las empresas permanecen privadas durante más tiempo, respaldadas por abundante capital privado y alternativas de salida. Actualmente, la salida a bolsa de una empresa tecnológica ocurre cuando la empresa tiene aproximadamente 14 años y unos ingresos cercanos a 220 millones de dólares. En los años noventa, la salida a bolsa media se producía cuando la empresa tenía ocho años y reportaba ingresos equivalentes a 44 millones de dólares actuales.<sup>36</sup>

Esto es relevante porque la próxima ola de creación de valor en IA aún está en sus etapas tempranas. Incluye sistemas de IA agentiva (software capaz de perseguir objetivos, actuar y completar tareas de forma autónoma), aplicaciones verticales por industria, software habilitado por IA y otras ideas que apenas están siendo creadas. Estas oportunidades requieren capital estratégico para financiar largos ciclos de I+D y escalar la adopción, lo que las hace especialmente adecuadas para inversionistas privados como compañías de capital de riesgo y capital de crecimiento.

El inversor del mercado público ha captado en gran medida el aumento de valor en la ola de infraestructura, a través de empresas de semiconductores y computación en la nube. Las empresas de aplicaciones y plataformas—donde esperamos que se concentre la mayor parte del valor—podrían permanecer privadas hasta el final de la década.

Consideré los “Siete Magníficos” de los mercados privados (OpenAI, SpaceX, Bytedance, Anthropic, Databricks, Reliance Retail y Stripe). Todas han alcanzado una valoración de 100 mil millones de dólares mientras permanecen en los mercados privados.<sup>37</sup> En dólares actuales, solo Meta de los Siete Magníficos superó los 100 mil millones de valoración al salir a bolsa. Según informes de prensa, los inversionistas esperan que OpenAI genere 200 mil millones de dólares en ingresos en 2030, mientras que el consumo de efectivo alcanzará su punto máximo en 2028, en torno a los 45 mil millones.<sup>38</sup>

Como muestran los gráficos adjuntos, analizamos el valor creado por diferentes tipos de empresas a lo largo de los ciclos de internet y tecnología en la nube, y lo comparamos con el ciclo de IA hasta la fecha. Encontramos que las empresas de tecnología de plataforma (por ejemplo, Google y Microsoft) y las empresas de aplicaciones (por ejemplo, Facebook, Netflix y Uber) capturan más valor que las empresas de infraestructura física o digital. Además, se genera más valor en los mercados privados durante las fases de aplicación y tecnología que en las fases de infraestructura.

Algunas de las principales empresas privadas de alto perfil (por ejemplo, OpenAI) ya son ampliamente conocidas y cuentan con abundante financiación. Más allá de estos nombres, vemos una serie de empresas jóvenes y privadas con un potencial extraordinario en tecnologías de plataforma y aplicaciones que, en nuestra opinión, definirán la era de la IA.

Aunque la promesa de los mercados privados es clara y atractiva, conlleva riesgos más significativos y resultados más dispares que la inversión diversificada en mercados públicos. La selección de gestores y el acceso son especialmente cruciales en la inversión en IA en mercados privados, un territorio cada vez más concurrido. Un dato ilustrativo: la inversión en IA ha representado más del 60% de la inversión de capital de riesgo en los últimos 12 meses.<sup>39</sup>

36 University of Florida. *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. 3 de junio de 2025.

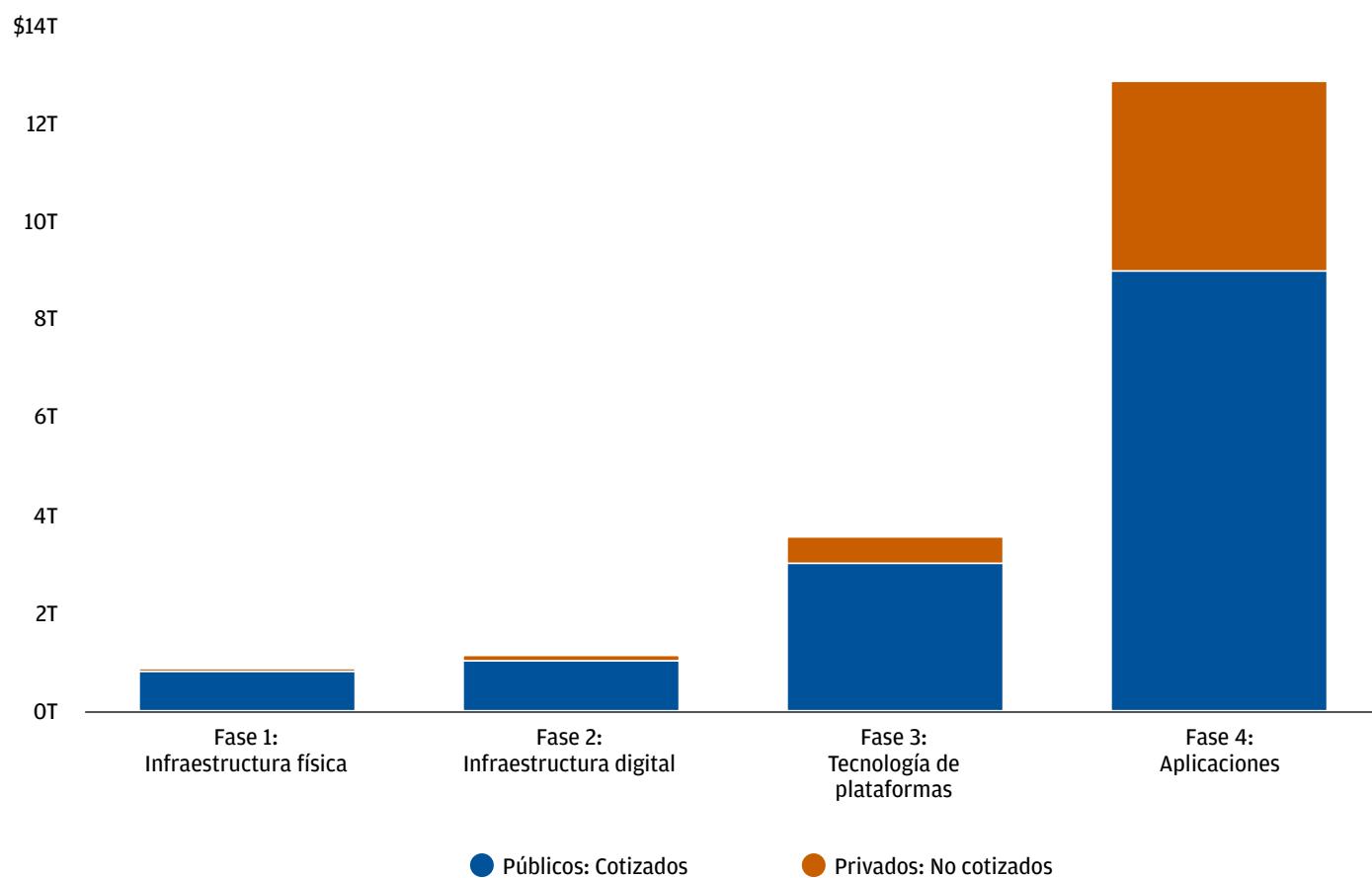
37 PitchBook.

38 Data Center Dynamics. *OpenAI plans to spend \$100bn on backup cloud servers over five years—report*. 19 de septiembre de 2025; *The Information*. *OpenAI Says Its Business Will Burn \$115 Billion Through 2029*. Septiembre de 2025.

39 PitchBook. *Investors are plowing more money into AI startups than they have in any other hype cycle*. 29 de septiembre de 2025.

**EN EL CICLO ACTUAL DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL, LOS MERCADOS COTIZADOS CAPTURARON LA MAYOR PARTE DEL VALOR EN LAS FASES INICIALES, MIENTRAS QUE LAS EMPRESAS NO COTIZADAS ADQUIRIERON RELEVANCIA EN EL DESARROLLO DE APLICACIONES**

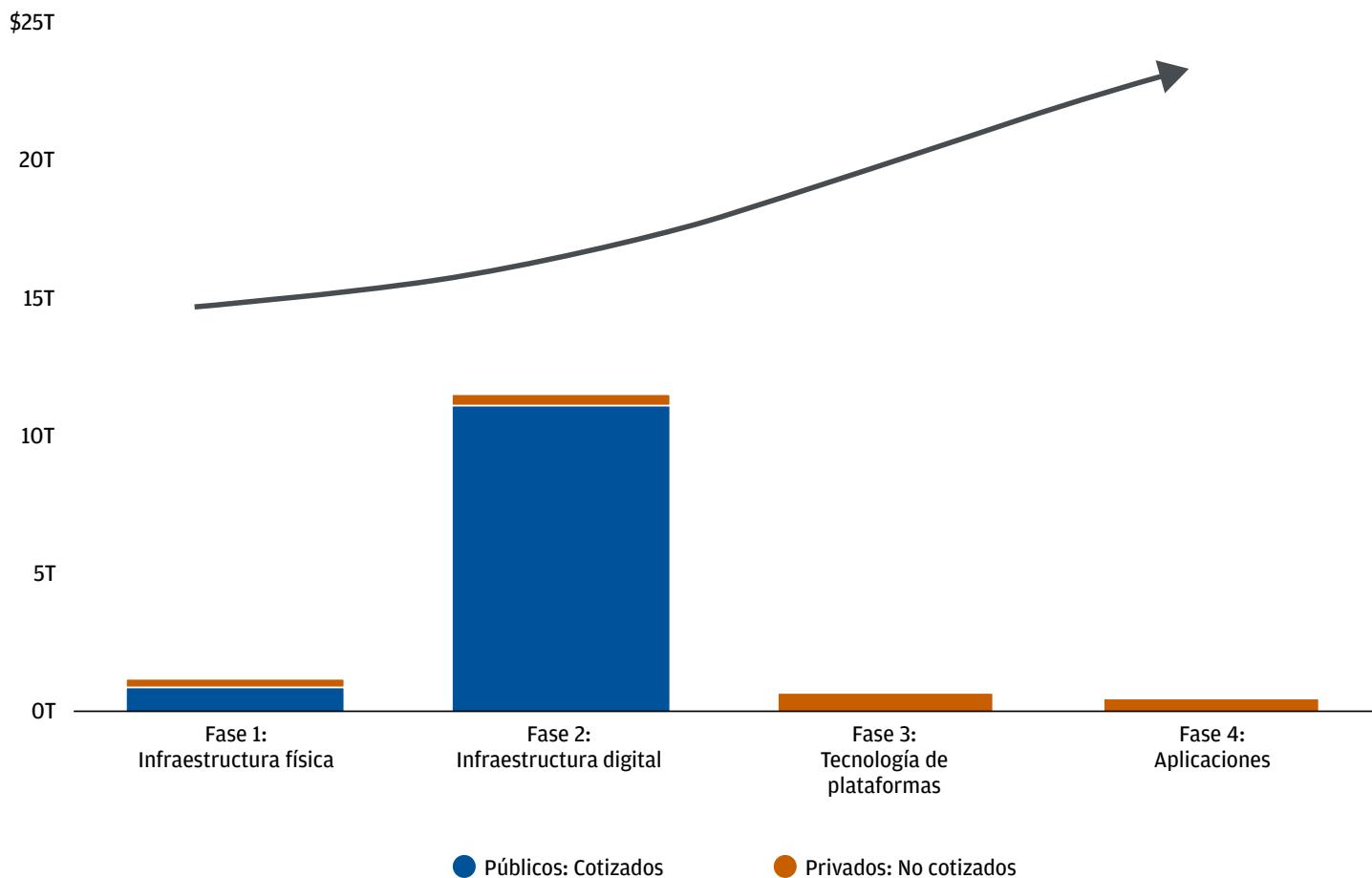
Valor acumulado estimado, billones de USD, 1995-2020



Fuentes: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., informes corporativos. Datos a septiembre de 2025. La creación de valor es indicativa del valor acumulado en las empresas. La infraestructura física se refiere a los activos físicos fundamentales (por ejemplo, los principales operadores de telecomunicaciones), la infraestructura digital se refiere al hardware y las redes centrales (por ejemplo, semiconductores, servidores, enrutadores), la tecnología de plataformas se refiere al software y los servicios habilitadores (por ejemplo, búsqueda, sistemas operativos, nube) y las aplicaciones se refieren a los productos y servicios para el usuario final (por ejemplo, comercio electrónico, redes sociales, 'streaming'). La creación de valor se estima a partir de la capitalización bursátil máxima de sociedades cotizadas clave en cada etapa del ciclo de Internet y la nube. La división entre público y privado se deriva de una estimación descendente basada en las estimaciones sobre creación de valor en empresas privadas calculadas a partir de las valoraciones de empresas clave, en su caso, y de previsiones combinadas de informes históricos. Algunos ejemplos de las empresas incluidas: infraestructura física (AT&T, Level 3 Communications), infraestructura digital (Cisco, Lucent Technologies), tecnología de plataformas (Google, Oracle, Microsoft) y aplicaciones (Apple, Facebook, Netflix). El gráfico pretende ser ilustrativo de la creación de valor en las distintas fases, no exhaustivo.

**EN EL CICLO DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL, LA GENERACIÓN DE VALOR HA FAVORECIDO PRINCIPALMENTE A LOS PROVEEDORES DE INFRAESTRUCTURA, PERO SE ESTIMA QUE ESTAMOS COMENZANDO A TRANSICIONAR HACIA UNA ETAPA CENTRADA EN PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS Y APLICACIONES**

Valor acumulado estimado, billones de USD



Fuentes: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., informes corporativos. Datos a septiembre de 2025. La creación de valor es indicativa del valor acumulado en las empresas. La infraestructura física se refiere a los activos físicos fundamentales (por ejemplo, energía, centros de datos), la infraestructura digital se refiere al hardware central (por ejemplo, semiconductores), la tecnología de plataformas se refiere al software y los servicios habilitadores (por ejemplo, LLM, API) y las aplicaciones se refieren a los productos y servicios para el usuario final (por ejemplo, asistentes de IA integrados, software con IA). La infraestructura física se basa en la variación de la capitalización bursátil de las empresas de servicios públicos globales y los principales REIT de centros de datos desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022. La infraestructura digital se basa en la variación de la capitalización bursátil de los semiconductores globales y los principales hiperescaladores (Amazon, Meta, Alphabet, Microsoft) desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022. La división entre público y privado se deriva de una estimación descendente basada en la creación de valor en empresas privadas, cuando se dispone de datos. La tecnología de plataformas incluye las últimas valoraciones publicadas de empresas clave como OpenAI, Anthropic y xAI. La capa de aplicaciones incluye las últimas valoraciones publicadas de empresas clave como ByteDance, Revolut y Databricks. El gráfico pretende ser ilustrativo de la creación de valor en las distintas fases, no exhaustivo.

# Implicaciones para los inversionistas

Sin duda, existen los ingredientes necesarios para que se forme una burbuja de mercado, pero por ahora, se considera que el repunte en las inversiones relacionadas con la IA está justificado y es sostenible. El gasto de capital es masivo y la adopción se está acelerando.

Seguimos buscando oportunidades a lo largo de toda la cadena de valor de la IA, tanto en mercados públicos como privados. La gestión activa será fundamental para evitar los modelos de negocio que quedarán obsoletos. Dentro de las carteras que gestionamos en J.P. Morgan Banca Privada, el sector de tecnología de la información ha mantenido una sobreponderación constante en los últimos años. Actualmente, nuestra exposición sectorial está diversificada a nivel global y seguimos identificando oportunidades interesantes en semiconductores, “hyperscalers” y beneficiarios de la IA.

También recordamos que las transformaciones tecnológicas no siguen trayectorias lineales. Esperamos dificultades significativas en el mercado laboral en áreas expuestas como atención al cliente y programación, y que los modelos de negocio existentes se vean presionados por nuevos participantes. Comprender la exposición tecnológica actual de su cartera es esencial: los sectores tecnológicos y relacionados con la tecnología representan ahora casi la mitad de la capitalización total del S&P 500. Puede ser necesario reequilibrar la cartera.



La IA ha ofrecido resultados sobresalientes para los inversionistas, pero ahora debemos considerar una fase en la que la exuberancia está creciendo y la disruptión podría tener consecuencias. El objetivo debe ser aprovechar el potencial de la revolución de la IA, gestionando al mismo tiempo los riesgos de una exuberancia excesiva.

# Parte 2

Piense en  
fragmentación,  
no en globalización



La segunda fuerza poderosa que impulsa los mercados actualmente—la fragmentación global— marca el final de una era definida por tres pilares interconectados: el sistema del dólar posterior a Bretton Woods, que estandarizó las finanzas internacionales; el dividendo de la paz tras el fin de la Guerra Fría, que mantuvo bajos los riesgos de seguridad y el gasto en defensa (salvo en la “guerra contra el terrorismo”); y la globalización, que optimizó las cadenas de suministro priorizando el coste frente a la resiliencia de las economías.



La fragmentación global tiene importantes implicaciones para el comercio, la seguridad y las divisas. Se trata de un cambio de régimen significativo para los mercados, y será fundamental que los inversionistas evalúen su posible impacto.

En lugar de globalización y paz, los inversionistas de hoy se enfrentan a la guerra en Europa, aranceles, controles tecnológicos y la formación de bloques económicos. A medida que estos bloques se fragmentan y se consolidan, la diversificación de divisas y reservas será un foco de atención. Aunque el dólar estadounidense sigue siendo la divisa de reserva dominante—y en nuestra opinión mantendrá ese estatus en el futuro previsible—es probable que los inversionistas continúen reduciendo gradualmente sus posiciones en dólares a medida que diversifican su exposición a otras divisas.

Es probable que el dólar estadounidense enfrente pruebas más frecuentes por parte de adversarios estratégicos, métodos de pago alternativos y participantes del mercado que buscan liquidar operaciones de materias primas en otras divisas. Los inversionistas deben buscar oportunidades de inversión donde converjan el comercio (incluidas las cadenas de suministro), la seguridad y la energía.



## Comercio: Del origen más barato a las reglas de origen

En primer lugar, se analiza el comercio. Entre 1970 y 2009, el comercio global como proporción del PIB se triplicó, del 20% al 60%, y la inversión extranjera directa se disparó. Esto tuvo impactos profundos en los mercados y la economía global: menor inflación, mayores márgenes de beneficio y pérdida de empleos manufactureros en los mercados desarrollados. Sin embargo, el comercio global como proporción del PIB se ha mantenido estancado desde 2009. Y ahora, la administración Trump ha introducido las tasas arancelarias más onerosas en un siglo.

Actualmente, los aranceles afectan a casi el 70% del valor de las importaciones de bienes de EE. UU.,<sup>40</sup> y la tasa arancelaria efectiva se sitúa en torno al 15%-20%.<sup>41</sup> Creemos que los aranceles, de una forma u otra, han llegado para quedarse, incluso si la Corte Suprema de EE. UU. los declara inconstitucionales bajo la IEEPA.

40 Tax Foundation. *Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War*. 27 de octubre de 2025.

41 The Yale Budget Lab. *State of U.S. Tariffs*. 30 de octubre de 2025.

## PIENSE EN FRAGMENTACIÓN, NO EN GLOBALIZACIÓN

El impacto económico y de mercado de los aranceles puede ser mucho más manejable de lo que los inversionistas temían en abril. La inflación se ha mantenido relativamente contenida, mientras que el gasto de los consumidores y los resultados corporativos han demostrado ser resilientes. Sin embargo, en muchos aspectos, los aranceles y los acuerdos transfronterizos posteriores enfatizan o aceleran cambios en el entorno comercial que ya estaban en marcha. Estados Unidos y China continúan desacoplándose, y las empresas siguen reconfigurando sus cadenas de suministro para priorizar la seguridad sobre la eficiencia.

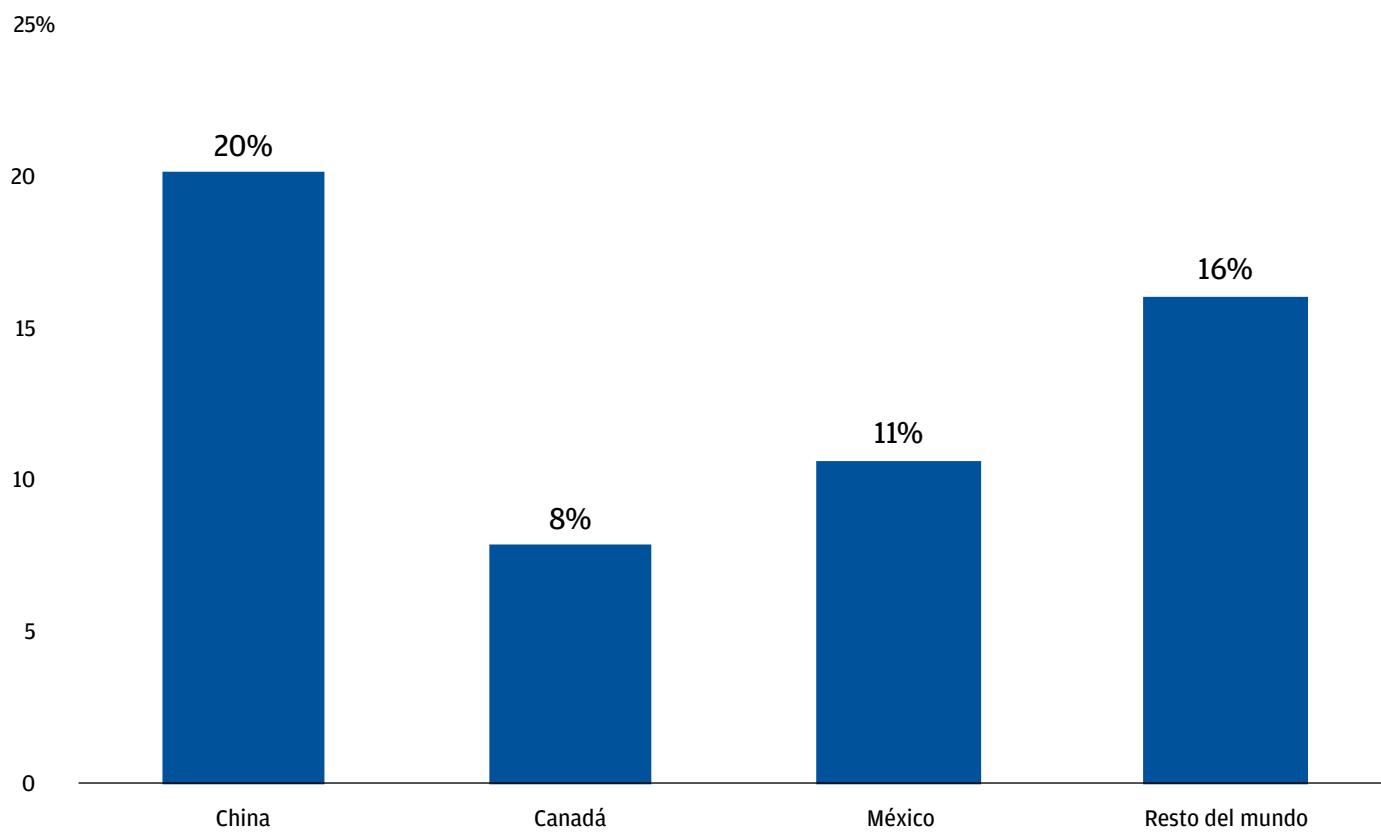
La desvinculación entre EE. UU. y China comenzó realmente en 2018, durante el primer mandato del presidente Trump.

La proporción de importaciones estadounidenses procedentes de China se ha desplomado del 22% en 2017 a 12% en la actualidad, aunque los envíos indirectos pueden estar subestimando la verdadera participación de bienes de origen chino. De manera similar, la participación de China en la tenencia de bonos del Tesoro estadounidense ha caído del 14% en su punto máximo en 2010 a cerca del 6% actual. Solo este año, la tasa efectiva de aranceles sobre las importaciones desde China ha aumentado un 20%.

A medida que la política comercial estadounidense se clarifica, el corredor comercial norteamericano está recibiendo una atención renovada. El aumento en las tasas arancelarias efectivas sobre bienes mexicanos y canadienses es mucho menor que en otros países, especialmente China.

## LA CASA BLANCA ESTÁ IMPULSANDO UN BLOQUE COMERCIAL EN NORTEAMÉRICA

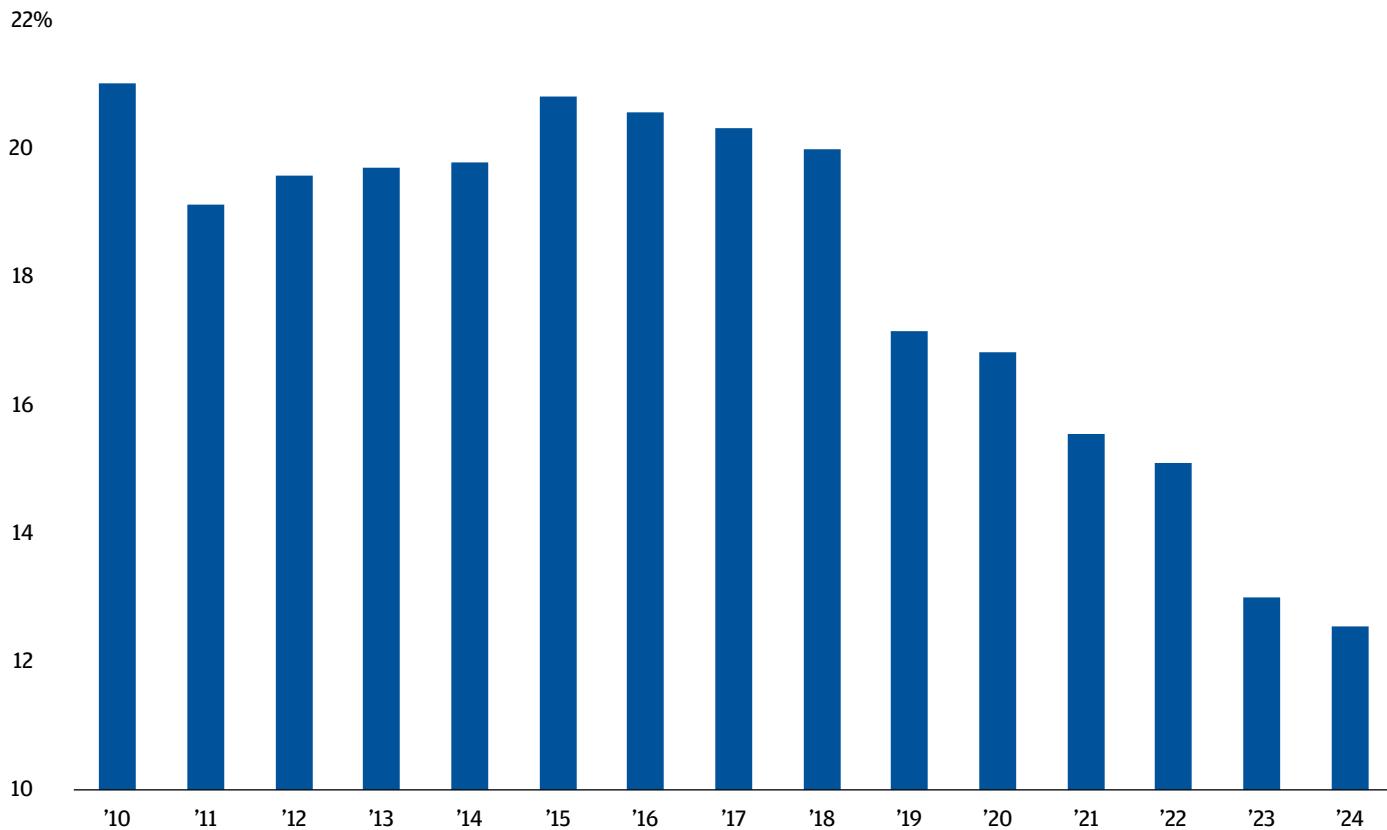
Variación del tipo arancelario efectivo en 2025 en %



Fuente: Análisis de Yale Budget Lab. Datos a 30 de octubre de 2025.

**DESDE 2018, ESTADOS UNIDOS Y CHINA HAN INICIADO UN PROCESO DE DESVINCULACIÓN COMERCIAL**

Importaciones estadounidenses de China como porcentaje de las exportaciones totales chinas



Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Haver Analytics. Datos a 31 diciembre de 2024.

Actualmente, los bienes que cumplen con el Acuerdo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA) de 2018 están exentos de aranceles (aunque no está claro si esa exención se verá afectada por el reciente anuncio de un arancel adicional del 10% sobre las exportaciones canadienses). La administración Trump está utilizando otras amenazas arancelarias como herramienta para incentivar a México y Canadá a cerrar los vacíos legales de transbordo. De hecho, México anunció recientemente que impondrá un arancel del 50% a los automóviles chinos. Canadá ya aplica un recargo del 100% a los vehículos eléctricos (EVs) chinos y un recargo del 25% al acero y aluminio procedente de ese país. A medida que el proceso de revisión del USMCA en 2026 se convierta en una renegociación completa, cambios como reglas de origen más estrictas para materiales críticos ayudarán a atraer industrias clave, como la de baterías, al ámbito del USMCA.

El Puerto de Laredo, en la frontera entre Texas y México, es el más activo de Estados Unidos. Movilizó 340 mil millones de dólares en comercio en 2024,<sup>42</sup> y se espera que esa cifra siga creciendo con el tiempo. A pesar de la retórica a veces beligerante de la administración Trump hacia México y Canadá, prevemos que Estados Unidos priorizará estas relaciones comerciales y encontrará puntos de acuerdo con ambos socios. En ese sentido, Canadá anunció en agosto que eliminaría la mayoría de los aranceles de represalia sobre importaciones estadounidenses. Es probable que Canadá busque aprovechar sus ventajas en energía y recursos naturales para negociar un acuerdo comercial beneficioso con Estados Unidos. México, gracias a su competitividad en costes y proximidad a los mercados estadounidenses, podría convertirse en uno de los principales receptores de inversión extranjera.

42 Port Laredo. *Tracking Trade, Driving Growth*. 31 de diciembre de 2024.



En las negociaciones comerciales de EE. UU. con Europa y Japón, esperamos cooperación donde exista beneficio mutuo y competencia donde prevalezcan imperativos estratégicos. Por ejemplo, Estados Unidos, Países Bajos y Japón colaboran en la restricción de exportaciones de herramientas avanzadas para la fabricación de chips a China, y Estados Unidos sigue siendo un proveedor clave de gas natural licuado tanto para Europa como para Japón.

Por otro lado, Estados Unidos está imponiendo aranceles base de entre el 15% y el 20% a las importaciones europeas y japonesas, y un arancel del 15% al sector automovilístico - que se considera crítico. Es probable que la competencia sea el eje central de los debates comerciales en los sectores de semiconductores, baterías y vehículos. Como argumentó el expresidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, en un artículo ampliamente discutido sobre competitividad, la diferencia de precios energéticos entre Europa y Estados Unidos ha sido una debilidad clave para la economía europea, que Estados Unidos ha utilizado como palanca en las negociaciones comerciales.

La administración Trump espera utilizar los aranceles para incentivar la producción nacional de bienes estratégicos. En ese contexto, ha amenazado con imponer un arancel del 100% sobre los semiconductores, a menos que las empresas se comprometan a construir o ampliar instalaciones de fabricación en EE. UU. (como lo han hecho TSMC en Arizona y Samsung en Texas, por ejemplo). Mientras tanto, Panasonic (en Kansas), Hitachi (en Virginia) y Siemens (en Carolina del Norte), entre otras firmas, están ampliando su producción de baterías y equipos para la red eléctrica en EE. UU.

Un acuerdo reciente de gran relevancia destacó los esfuerzos estadounidenses para reducir la dependencia de las cadenas de suministro transfronterizas de semiconductores: en agosto, el gobierno de EE. UU. adquirió una participación del 10% en Intel, fabricante estadounidense de semiconductores que atraviesa dificultades. La decisión posterior de Nvidia de tomar una participación en Intel subrayó aún más la importancia de la fabricación nacional. Sin embargo, la reactivación de la manufactura estadounidense sigue siendo, por ahora, un objetivo aspiracional. En los últimos trimestres, la producción manufacturera ha sido débil, con pérdidas netas de empleo en el sector durante los últimos cuatro meses.

A medida que empresas y países se centran más en la seguridad y fiabilidad de sus suministros, y menos en la eficiencia y el coste, esperamos ver más anuncios de relocalización y acercamiento de la producción de semiconductores, automóviles, equipos eléctricos y defensa dentro de Norteamérica. También es probable que los gobiernos adquieran más participaciones en industrias estratégicamente importantes, y no sorprendería que países fuera de EE. UU. anuncien más aranceles para igualar las condiciones frente a los fabricantes chinos.

Este cambio en la política comercial probablemente establecerá un suelo más alto para la inflación, ya que los bienes ahora llevan un recargo por fiabilidad y seguridad. En otras palabras, lo que antes parecía una compensación ineficiente ahora es una decisión política deliberada: la eficiencia ha cedido el paso a la resiliencia.



# China: Influencia externa, innovación interna

Pasamos ahora a analizar el caso de China. La segunda economía más grande del mundo está en el centro de muchos de los cambios en la política comercial global.

El gobierno chino está intensificando sus esfuerzos para ejercer influencia geopolítica y económica. Pekín ha profundizado sus lazos diplomáticos y militares con Rusia y Corea del Norte, y muestra cada vez más interés en reconstruir su relación económica con India, su antiguo rival, que aún se resiente de los inesperados aranceles estadounidenses.

China parece buscar influir en lo que podría convertirse en un bloque comercial del “Sur Global”, que excluye a Estados Unidos y Europa. El dinero, los componentes y la influencia económica china se encuentran en puertos de Perú, ferrocarriles en Etiopía y minas de cobalto en la República Democrática del Congo. En 2025, los BRICs dieron la bienvenida a Egipto, Irán, Etiopía, Emiratos Árabes Unidos e Indonesia, lo que eleva a 11 las economías emergentes del bloque. Mientras China ejerce su influencia global, la inversión extranjera directa (IED) hacia China se ha vuelto negativa por primera vez en décadas.

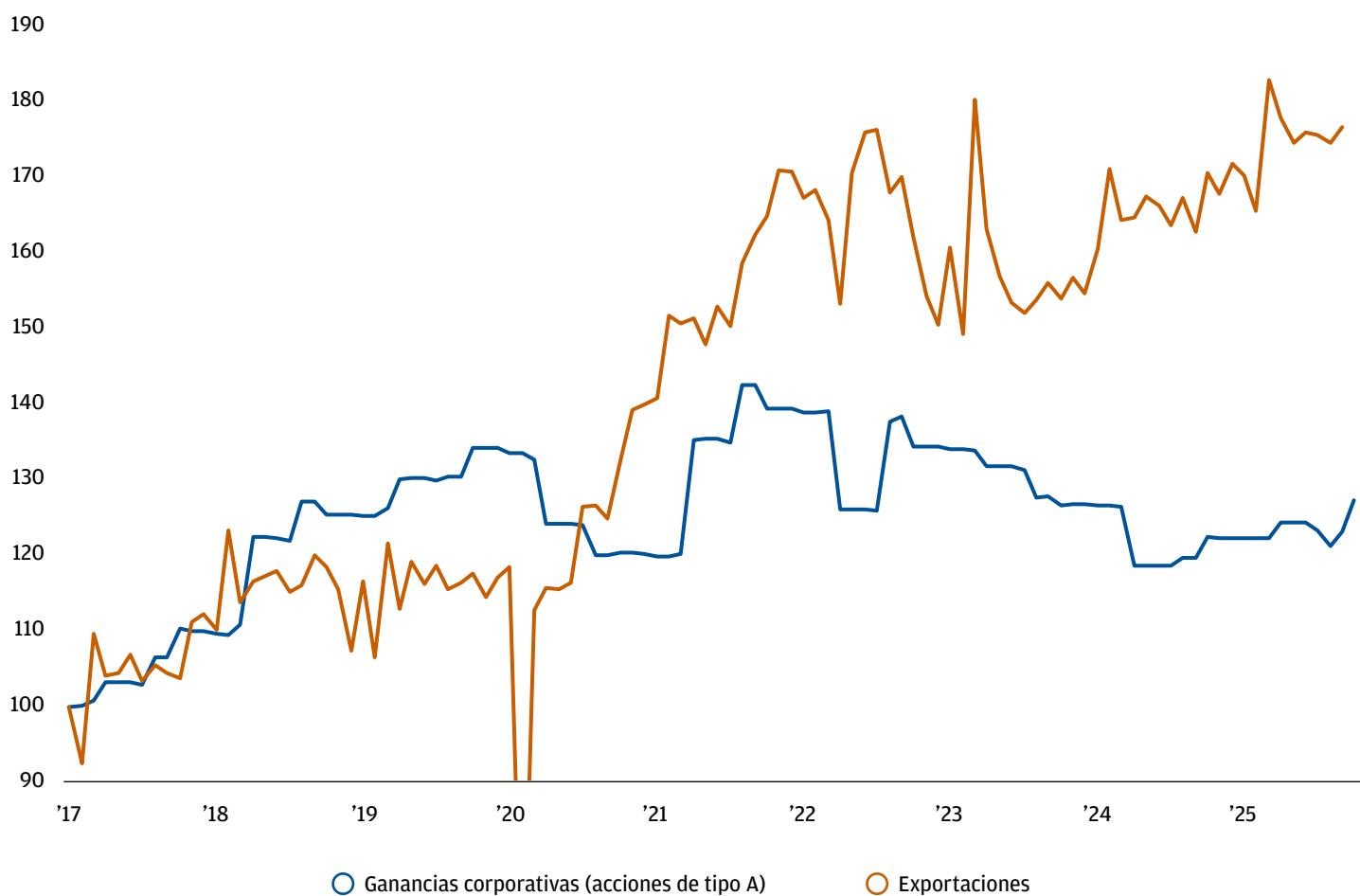
Es demasiado pronto para evaluar el impacto a largo plazo de la tendencia más amplia de fragmentación global, pero podemos identificar algunos ganadores y perdedores iniciales.

## PIENSE EN FRAGMENTACIÓN, NO EN GLOBALIZACIÓN

La evolución del comercio global puede ofrecer cierta orientación. El superávit comercial de China ha alcanzado máximos históricos, incluso cuando las exportaciones a Estados Unidos han disminuido. Esta tendencia subraya la continua dependencia de China en exportar su capacidad manufacturera excedente para compensar el débil crecimiento de su mercado interno. En 2023, el sudeste asiático se convirtió en el mayor mercado de exportación de China, superando a Estados Unidos y Europa.<sup>43</sup> Sin embargo, los beneficios corporativos no han aumentado al mismo ritmo que las exportaciones.

## EL SÓLIDO COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE CHINA NO SE HA REFLEJADO EN UNA MEJORA SUSTANCIAL DE LOS RESULTADOS CORPORATIVOS

Índice 100 = enero de 2017



Fuentes: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management, Administración General de Aduanas de China, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de octubre de 2025.

Aunque la lógica convencional sugiere que la redirección comercial podría beneficiar a las economías del sudeste asiático mediante inversión extranjera directa (IED), mayor empleo y transferencia de tecnología, la realidad es más compleja. En los últimos tres años, se han presentado más de 300 casos de comercio antidumping contra China, tres veces más que hace una década.<sup>44</sup> El dumping (cuando un productor exporta un bien a precios artificialmente bajos) puede perjudicar a los productores locales y aumentar el desempleo, un proceso que ha afectado a la manufactura estadounidense durante décadas.

La IED, aunque generalmente bienvenida, puede no tener un impacto económico amplio si la mayoría de los insumos laborales y de capital se importan desde China. Esto limita la demanda de insumos domésticos y restringe la difusión de habilidades tecnológicas.

Desde la perspectiva del inversor, la conclusión clave es la siguiente: el giro de China hacia otros socios comerciales distintos de Estados Unidos no necesariamente es una señal positiva para todos los mercados emergentes. Preferimos centrarnos en mercados de renta variable de países donde factores estructurales independientes contribuyen a una sólida perspectiva de crecimiento de beneficios. Creemos que el mercado de renta variable de India es atractivo, respaldado por políticas monetarias y fiscales favorables en medio de una recuperación del consumo interno. Taiwán podría beneficiarse de una mejora cíclica en la demanda de semiconductores, junto con una demanda secular sostenida de IA.

Buscamos oportunidades tanto en mercados públicos como privados en Asia. Los mercados privados, en particular, resultan atractivos, ya que han superado a sus índices de referencia públicos en la última década y ofrecen una exposición diferenciada a oportunidades en India y Japón.

En cuanto a China, su sector tecnológico es fundamental. Los controles de exportación estadounidenses han intensificado

los esfuerzos para desarrollar capacidades domésticas, aunque China aún está rezagada en autosuficiencia de semiconductores de alta gama. Sin embargo, las empresas innovadoras están capitalizando modelos de IA eficientes, plataformas de consumo populares y liderazgo en hardware de vehículos eléctricos para generar rentabilidades sólidas y posicionarse para el crecimiento futuro. La reciente decisión de los reguladores chinos de prohibir los chips de Nvidia compatibles con exportaciones puede interpretarse como una señal de que los chips domésticos ya son “suficientemente buenos” para entrenar e inferir modelos LLM (*large language model*, por sus siglas en inglés) comparables a los estadounidenses, aunque requieran mucha más energía.

De hecho, el índice tecnológico chino ha batido al Nasdaq 100 estadounidense en el último año por unos cinco puntos porcentuales. A pesar de este reciente desempeño, los mercados de renta variable chinos apenas han alcanzado el punto de equilibrio en los últimos cinco años, ya que el crecimiento del PIB solo se ha traducido parcialmente en ganancias corporativas. Sin embargo, de cara al futuro, los inversionistas tendrán acceso a un conjunto de oportunidades en transformación.

Desde 2024, la economía digital de China ha generado más ingresos que los sectores inmobiliarios y de construcción combinados, y creemos que su impacto seguirá creciendo. La economía doméstica “tradicional” sigue sufriendo por la débil demanda, la debilidad en la vivienda y la construcción, y la desinflación. La tesis de inversión actual en China—centrada en la eficiencia, la innovación y la competitividad global—puede ser de alcance limitado, pero de gran potencial. Los ganadores del mercado de renta variable en China, estarán al alcance de quienes sepan identificarlos.

43 Asia Society Policy Institute. ASEAN Caught Between China's Export Surge and Global De-Risking. 17 de febrero de 2025.

44 Organización Mundial del Comercio. 2024.



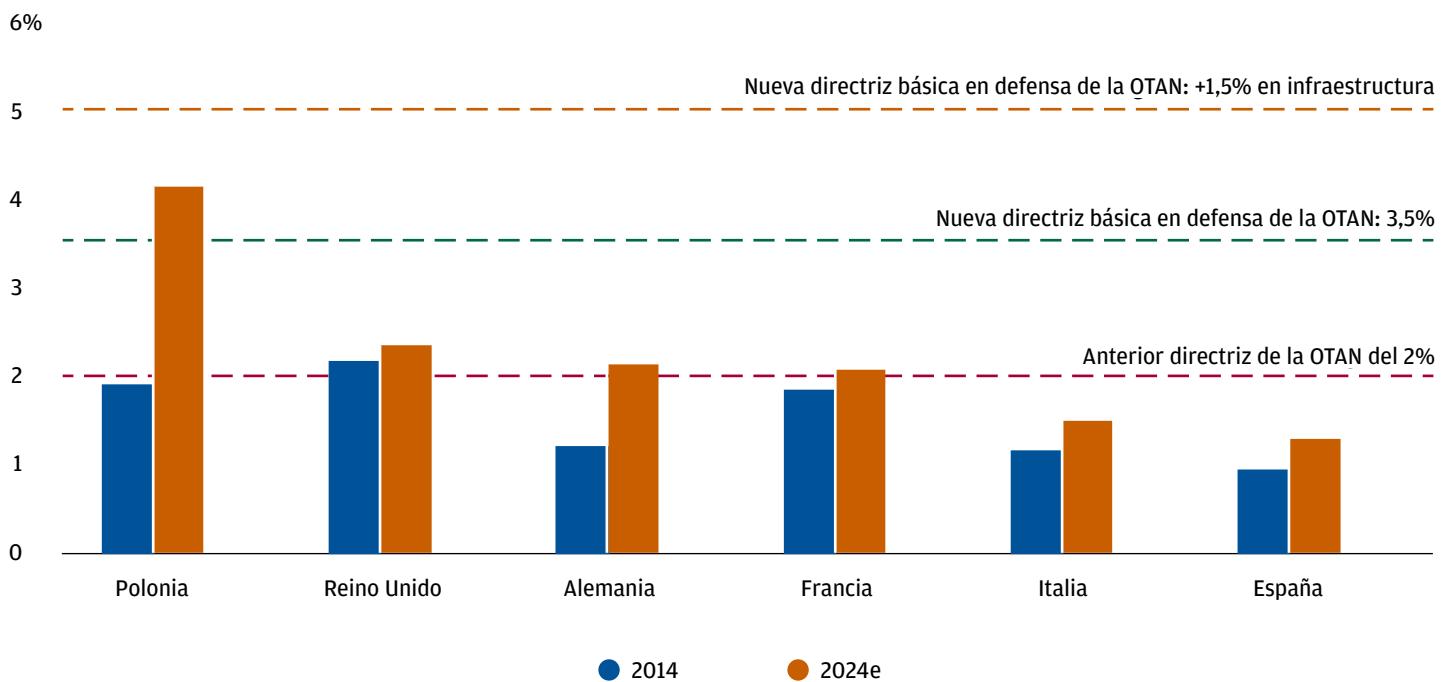
# Defensa europea: Desde el “peace dividend” hasta el conflicto de la inversión en capital

Tras el colapso de la Unión Soviética, el mundo desarrollado pudo disfrutar lo que se conoció ampliamente como el “dividendo de paz”. Entre 1992 y 2022, la producción europea de tanques (-77%), aviones de combate (-57%), barcos (-39%) y submarinos (-47%) cayó drásticamente.<sup>45</sup> Tecnologías como internet y GPS pasaron del uso militar al comercial. Europa Central y Oriental atrajo importantes flujos de inversión extranjera directa (IED), y las cadenas de suministro y los mercados de capital globales se desarrollaron.

Sin embargo, la década de 2020 ha estado marcada por la invasión rusa de Ucrania y la renovada urgencia de un régimen de seguridad duradero centrado en la defensa tradicional, la ciberseguridad, los recursos naturales y el suministro energético.

## EL GASTO EUROPEO EN DEFENSA ESTÁ AUMENTANDO TRAS MUCHOS AÑOS SIN ALCANZAR LOS OBJETIVOS DE LA OTAN

Gasto en defensa como porcentaje del PIB



Fuente: OTAN. Datos de junio de 2024 y junio de 2025.

En toda Europa, la política está cambiando. El caso más destacado es Alemania, que ha roto con su pasado de posguerra y ha anunciado un importante estímulo fiscal. La OTAN ha establecido nuevos objetivos más altos para el gasto en defensa (alrededor del 3,5% del PIB de los países miembros), con aproximadamente un 1,5% adicional del PIB destinado a infraestructura relacionada con la defensa. La Casa Blanca, por su parte, está pidiendo un presupuesto de defensa de un billón de dólares para 2026, lo que deja claro que el rearme no es solo europeo.

Europa se centra en localizar la producción y reconstruir la profundidad industrial. La Estrategia Industrial de Defensa Europea establece objetivos de adquisición del 50% desde la Base Tecnológica e Industrial de Defensa Europea (EDTIB) para 2030, con un aumento de hasta el 60% para 2035.<sup>46</sup> Los fabricantes ya están ampliando capacidad. Rheinmetall ha inaugurado una nueva planta de munición en Alemania y ha iniciado la construcción de otra en Lituania. Leonardo ha formado una empresa conjunta con Baykar para sistemas avanzados de armas no tripuladas.

Estas medidas han elevado las expectativas de los inversionistas: un grupo de empresas europeas de defensa aumentó sus beneficios a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de alrededor del 7% entre 2019 y 2024.<sup>47</sup> Wall Street espera cerca de un 20% de crecimiento hasta finales de década.

Las empresas industriales europeas también se están beneficiando de la rápida digitalización y adopción de IA, especialmente a medida que se aceleran las inversiones en centros de datos. Este auge está impulsando la demanda de bienes de capital, equipos eléctricos y soluciones energéticas, sectores en los que las empresas líderes europeas destacan.

Alemania sobresale como mercado clave dentro de Europa. El importante paquete de gasto en infraestructura del país promete ser un estímulo tanto para Alemania como para la región en general. Aunque la implementación ha sido lenta, eventualmente estas medidas deberían respaldar el crecimiento alemán y los beneficios corporativos, lo que recompensaría a los inversionistas más pacientes.

Por último, los mercados privados europeos presentan un conjunto de oportunidades que a menudo pasan desapercibidos para los inversionistas globales. Un notable 97% de las empresas europeas con ingresos superiores a 100 millones de euros son privadas<sup>48</sup>—en comparación con el 87% en Estados Unidos<sup>49</sup>—lo que resalta el papel dominante de las empresas privadas en la región. Las industrias fragmentadas están listas para la consolidación.

Sin embargo, el capital privado tiende a centrarse en los sectores de tecnología y telecomunicaciones, que representan apenas el 10% de los índices públicos de renta variable.

**Cabe destacar que las estrategias de capital privado europeo han generado rentabilidades similares a los de sus homólogas estadounidenses, mientras que han ofrecido más alfa respecto a los mercados públicos locales y una atractiva relación riesgo-recompensa.**

Adicionalmente, los valores inmobiliarios europeos cotizan actualmente entre un 20% y un 40% por debajo de sus máximos,<sup>50</sup> lo que ofrece puntos de entrada con descuento y potencial de beneficios adicionales en una recuperación. El sector logístico de la región también presenta un potencial de crecimiento significativo. La penetración del comercio electrónico es mucho menor que en Estados Unidos, lo que indica un amplio margen para la expansión y la innovación.



45 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank; McKinsey & Co.; *1992/2022 Military Balance*. Diciembre de 2022.

46 Servicio de Estudios del Parlamento Europeo. Estrategia industrial europea de defensa. 2024.

47 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank. 2025.

48 Apollo Academy. *Many More Private Firms in Europe*. 28 de abril de 2024.

49 Apollo Academy. *Many More Private Firms in the US*. 20 de abril de 2024.

50 KKR. *A Bright Outlook for European Real Estate*. Mayo de 2024.



# América del Sur: Tiene lo que el mundo necesita

En un mundo marcado por la fragmentación y la competencia por los recursos, América del Sur desempeña un papel fundamental. Posee muchos de los recursos críticos de los que depende la economía global—y, en particular, la revolución de la IA.

Con la diversificación de las cadenas de suministro y el aumento de la importancia de la seguridad en las relaciones comerciales, América del Sur mantiene vínculos comerciales tanto con Estados Unidos como con China, lo que supone un reto considerable. La mayoría de los países sudamericanos mantienen un déficit comercial con Estados Unidos, mientras que China se ha convertido en el principal socio comercial de muchos en la región. En las últimas dos décadas, la inversión china ha superado progresivamente a la inversión extranjera directa procedente de EE. UU., y la tendencia de gobiernos de izquierda durante la última década ha acercado ideológicamente a la región a China y alejado a de Estados Unidos.

Independientemente de la ideología, América del Sur cuenta con recursos críticos para la economía mundial. La región produce el 40% del cobre mundial y posee el 38% de las reservas globales; solo Chile representa el 27%<sup>51</sup> de la producción mundial de cobre. Perú tiene las mayores reservas de plata del mundo, mientras que México es el principal productor de ese metal. En cuanto al litio, Chile y Argentina ocupan el primer y tercer puesto mundial en

reservas económicamente extraíbles.<sup>52</sup> El yacimiento de Vaca Muerta en Argentina está atrayendo inversiones de grandes compañías energéticas internacionales, especialmente mientras Estados Unidos busca diversificar sus fuentes de energía.

Venezuela posee las mayores reservas probadas de petróleo del mundo.<sup>53</sup> Aunque Brasil tiene menos reservas, es el principal productor de petróleo de América Latina,<sup>54</sup> y el segundo mayor productor y exportador de mineral de hierro.<sup>55</sup> Además, Brasil es un exportador clave de productos agrícolas como soja, café, azúcar y carne de res, así como de minerales críticos como aluminio, níquel y manganeso.<sup>56</sup>

Esta abundancia de recursos es especialmente relevante a medida que la revolución de la IA acelera la demanda de energía y semiconductores, lo que va a aumentar la necesidad de minerales críticos, a la vez que los gobiernos de todo el mundo se enfocan en la seguridad alimentaria a largo plazo.

51 Agencia Internacional de la Energía. *Latin America's opportunity in critical minerals for the clean energy transition*. 7 de abril de 2023.

52 Departamento del Interior de los Estados Unidos. *Mineral Commodity Summaries 2025*. Marzo de 2025.

53 Administración de Información Energética de los Estados Unidos. *Country Analysis Brief: Venezuela*. 8 de febrero de 2024.

54 Administración de Información Energética de los Estados Unidos. *What countries are the top producers and consumers of oil?* 2023.

55 United States Geological Survey. *Mineral Commodity Summaries 2022*.

56 Departamento de Agricultura de los Estados Unidos. *Brasil*. 7 de enero de 2025.

Las materias primas, la energía y la producción agrícola de América Latina son indispensables tanto para Estados Unidos como para China:

- ❖ Los productores de litio, cobre y plata se beneficiarán del impulso global hacia la electrificación y la demanda de semiconductores impulsada por la IA. Las inversiones recientes de empresas estadounidenses y chinas en el sector del litio argentino forman parte de la carrera por asegurar el suministro.
- ❖ A medida que se acelera la relocalización de la producción, la demanda de puertos, ferrocarriles y carreteras modernos está aumentando. La ampliación del Canal de Panamá y las mejoras en los puertos del norte de Brasil están facilitando nuevas rutas comerciales entre América y Asia. Las inversiones en logística e infraestructuras portuarias están desbloqueando nueva capacidad exportadora, como demuestra la inversión china de 3.500 millones de dólares en Perú para desarrollar el Puerto de Chancay.
- ❖ El liderazgo de Brasil en energía hidroeléctrica y eólica, junto con el potencial solar de Chile, convierten a la región en un punto de referencia para la inversión en infraestructura verde. En 2024, la capacidad instalada de energía eólica en Brasil superó los 30 GW,<sup>57</sup> y Chile produjo el 9,4% de su energía primaria a partir de fuentes solares en 2023, la mayor proporción de cualquier país.<sup>58</sup>

A medida que el panorama político sudamericano evoluciona y sus recursos se vuelven más indispensables, la región ofrece nuevas vías para la inversión y la colaboración. Los inversionistas globales dispuestos a afrontar la complejidad de un orden mundial fragmentado deben considerar que la renta variable latinoamericanas cotizan actualmente a un múltiplo precio-beneficio a futuro de 10x, lo que las sitúa en el percentil 30 respecto a su propia historia. En contraste, los múltiplos de renta variable tanto de mercados desarrollados como de Asia emergente se encuentran en sus percentiles 90.

**América del Sur puede ofrecer tanto una cobertura frente al riesgo geopolítico como una fuente de crecimiento económico a largo plazo a una valoración inferior a la mayoría de las opciones de renta variable global del momento.**

<sup>57</sup> Administración de Comercio Internacional. *Brazil Country Commercial Guide: Power Generation, Transmission and Distribution Infrastructure*. 21 de agosto de 2025.

<sup>58</sup> Our World in Data. *Data Insights*. 13 de septiembre de 2024.

# Energía: La limitación de la revolución de la IA

## La política energética es fundamental tanto para la seguridad soberana como para el auge global de la IA.

Tras la invasión rusa de Ucrania, Europa dio un rápido giro desde su prolongada dependencia del gas ruso, buscando aumentar sus importaciones de gas natural licuado (GNL). La Unión Europea se ha comprometido a comprar unos 750 mil millones de dólares en energía estadounidense hasta 2028,<sup>59</sup> y parece avanzar hacia una prohibición total de los suministros rusos. Japón, igualmente, recurrirá cada vez más a Estados Unidos para reemplazar su dependencia de Rusia.

Los responsables políticos europeos están priorizando la seguridad sobre el coste: el GNL es considerablemente más caro que el gas natural ruso. Los inversionistas deberán vigilar las consecuencias de este cambio. Desde principios de 2022, se han propuesto, reactivado o acelerado treinta terminales de GNL, mientras que los hogares europeos han asumido un aumento del 36% en las facturas eléctricas respecto a enero de 2021. Estados Unidos y China disfrutan de una clara ventaja en el coste de la electricidad frente a otras economías.

Para apuntalar la solidez de la economía, Europa también está protegiendo sus interconexiones más vulnerables (por ejemplo, el cambio de los estados bálticos de la red Rusia-Bielorrusia a la Red Continental Europea de la UE).

Como siempre, el mapa de los flujos energéticos globales seguirá siendo vulnerable en puntos críticos. El Estrecho de Ormuz, por donde pasa una quinta parte del petróleo<sup>61</sup> y del GNL<sup>62</sup> mundial, es un riesgo bien conocido.

Los países de Oriente Medio y Norteamérica están bien posicionados para aumentar su suministro energético a la economía global. Más allá de sus evidentes recursos de petróleo y gas natural, el Consejo de Cooperación del Golfo (una unión de Bahréin, Kuwait, Omán, Catar, Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos) podría extender su red energética regional en una “superautopista” eléctrica para satisfacer la demanda europea. Actualmente, muchos países de Europa y Asia dependen totalmente del gas natural importado.



## PIENSE EN FRAGMENTACIÓN, NO EN GLOBALIZACIÓN

En otras regiones, Laos exporta energía hidroeléctrica a Tailandia, Malasia y Singapur, y Brasil vende con frecuencia su excedente hidroeléctrico a Argentina.

No se trata solo de proyectos energéticos, sino de activos estratégicos de seguridad en un orden global cada vez más fragmentado.

Un sector cada vez más dependiente de la energía plantea cuestiones geopolíticas. La tecnología de IA, con su inherente dependencia de la electricidad, es cada vez más crítica para la defensa nacional y la ciberseguridad. Identificamos potencial de inversión en infraestructura, activos de transporte, generación eléctrica, ciberseguridad y procesamiento de minerales críticos. Además, el capital privado en petróleo y gas, el oro y las materias primas relacionadas con la energía pueden servir como coberturas valiosas frente al riesgo geopolítico.

59 Comisión Europea. Declaración conjunta sobre un marco Estados Unidos-Unión Europea relativo a un acuerdo de comercio reciproco, justo y equilibrado. 21 de agosto de 2025.

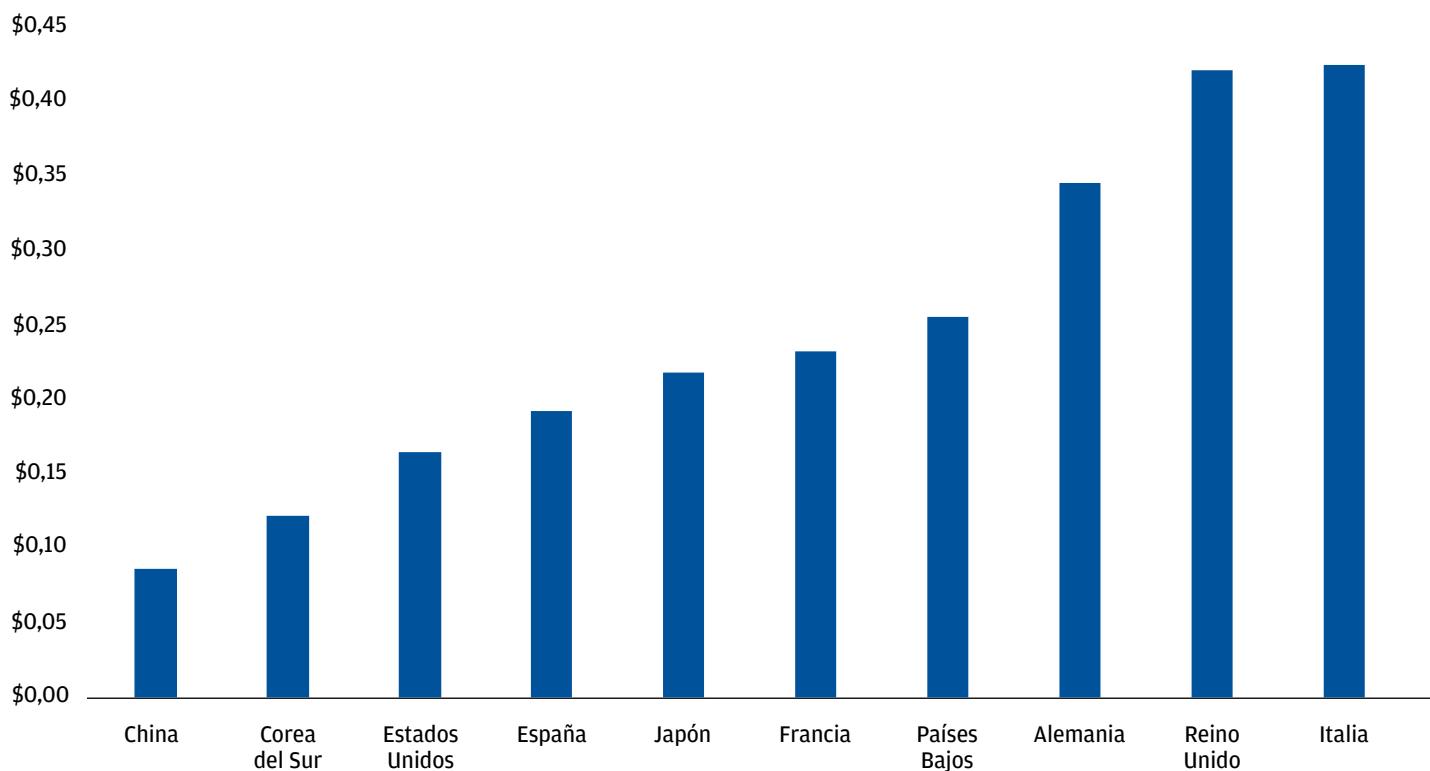
60 Global Energy Monitor. *Europe's LNG import infrastructure glut set to more than double, jeopardizing green goals.* 27 de marzo de 2023.

61 Administración de Información Energética de los Estados Unidos. *Amid regional conflict, the Strait of Hormuz remains critical oil chokepoint.* 16 de junio de 2025.

62 Administración de Información Energética de los Estados Unidos. *About one-fifth of global liquefied gas trade flows through the Strait of Hormuz.* 24 de junio de 2025.

## EUROPA Y JAPÓN AFRONTAN PRECIOS DE ELECTRICIDAD MUCHO MÁS ELEVADOS QUE CHINA Y ESTADOS UNIDOS

Precios de la electricidad residencial y comercial, media en USD/kWh entre 2023 y 2025



Fuente: Recopilado por GlobalPetrolPrices a partir de diversas fuentes nacionales. Datos a 30 de septiembre de 2025.

# El dólar y reservas alternativas de valor

La fragmentación global tendrá una amplia variedad de impactos económicos y de mercado, pero, en nuestra opinión, no alterará el papel del dólar estadounidense como moneda de reserva mundial. El dólar sigue representando cerca del 60% de las reservas de divisas extranjeras declaradas por los bancos centrales, casi la mitad de los pagos SWIFT<sup>63</sup> y cerca del 90% de todas las operaciones de divisas.<sup>64</sup> En resumen, la moneda estadounidense sigue siendo el sistema operativo de las finanzas globales, y creemos que su posición está asegurada.

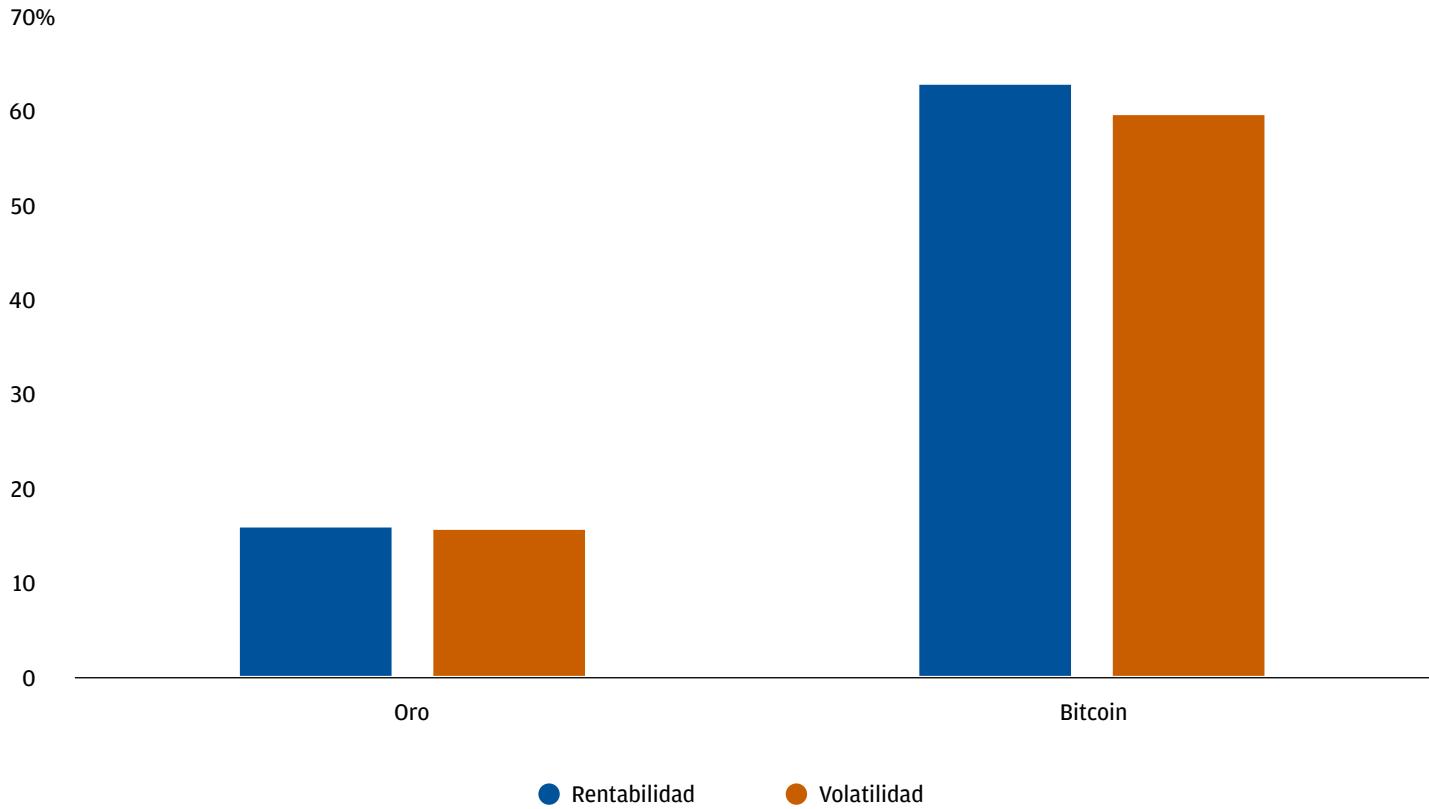
Dicho esto, pensamos que los inversionistas seguirán buscando alternativas al dólar. En primer lugar, la “instrumentalización” del dólar incentiva la diversificación. Tras la invasión rusa de Ucrania, los aliados occidentales de Ucrania congelaron unos 300 mil millones de dólares en reservas rusas.<sup>65</sup> Como respuesta, los bancos centrales de todo el mundo compraron cantidades récord de oro en busca de alternativas independientes al dólar estadounidense (no sujetas a posibles sanciones durante conflictos). El oro ha subido más del 50% en lo que va de 2025, alcanzando un máximo histórico ajustado por inflación. A medida que los inversionistas buscan alternativas al dólar, esta tendencia podría seguir impulsando los precios del oro. Esperamos otro repunte significativo del metal precioso en 2026.

En segundo lugar, observamos una creciente competencia al dólar por parte de opciones digitales como las criptomonedas. La capitalización de mercado de las criptomonedas supera ya los 4 billones de dólares, frente a los 2 billones al inicio de 2024. Los inversionistas que ven en las criptomonedas una posible reserva de valor encuentran ahora un entorno regulatorio más favorable en Estados Unidos.



EN MUCHOS SENTIDOS, BITCOIN ES UN EJEMPLO PRÁCTICO DE LA RELACIÓN ENTRE RIESGO Y RECOMPENSA

Porcentaje anualizado a 5 años



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de octubre de 2025.  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Las *stablecoins* también están adquiriendo relevancia en la industria de servicios financieros, gracias a su baja latencia (las transacciones se liquidan rápidamente), aunque actualmente solo 70 mil millones de dólares en pagos parecen estar canalizados a través de sistemas de *stablecoins*.<sup>66</sup> En general, vemos que los activos digitales están aumentando en popularidad, impulsados en parte por la búsqueda de alternativas al dólar.

Creemos que los inversionistas pueden diversificar aún más sus carteras mediante la diversificación regional de renta variable, un elemento clave en las carteras globales gestionadas por J.P. Morgan Private Bank. La exposición a divisas en los mercados de renta variable europeos y otros mercados fuera de EE. UU. se mantiene sin cobertura, lo que proporciona diversificación en moneda local.

63 MacroMicro. *World—Share of International Payments via SWIFT by Currency*. 31 de agosto de 2025.

64 Bipartisan Policy Center. *What's Behind the U.S. Dollar's Dominance and Why It Matters*. 2 de septiembre de 2025.

65 Brookings. *What is the status of Russia's frozen sovereign assets?* 24 de junio de 2025.

66 Cembalest, Michael. *"OK Boomer": on stablecoins, S&P profits, tariffs vs tax cuts and the history of Presidential break-ups*. 12 de junio de 2025. J.P. Morgan Asset & Wealth Management.



# Implicaciones para los inversionistas

Una era de fragmentación global exige un cambio fundamental: los temas centrales de inversión—resiliencia, seguridad y alineación regional—están ganando mayor relevancia.

Comenzando por el tema de la resiliencia, encontramos perspectivas de inversión atractivas en sectores y activos que se benefician de la relocalización industrial y la reconfiguración de las cadenas de suministro. Esto incluye infraestructura, servicios públicos, industria y logística en Norteamérica, así como empresas dedicadas a la generación de energía, semiconductores y minerales críticos. Esperamos que surjan oportunidades tácticas en activos chinos, ya que el sentimiento de mercado fluctúa más rápidamente que los fundamentales.

La seguridad, el segundo tema (que abarca la seguridad energética, la defensa militar tradicional y la ciberseguridad), está atrayendo cada vez más inversión de capital y ofreciendo un potencial de crecimiento de beneficios tanto en Europa como en Estados Unidos. En activos energéticos, nos enfocamos en el gas natural licuado (GNL), las energías renovables y la modernización de las redes eléctricas.

La alineación regional, el tercer tema, afecta sectores y geografías. Apostamos por un enfoque global y concentrado en la inversión en empresas cotizadas y no cotizadas alineadas con este tema. En particular, buscamos negocios con poder de fijación de precios en sectores críticos como semiconductores, centros de datos, energía y transporte.

Al considerar la asignación de activos, los inversionistas deben tener en cuenta una inflación más elevada, cambios en los patrones comerciales y la posibilidad de una mayor volatilidad de mercado. Si el riesgo geopolítico y la volatilidad de las divisas aumentan en un mundo fragmentado—y se considera que así será—el oro y las materias primas relacionadas con la energía pueden servir como coberturas valiosas.

# Parte 3

## Prepárese para el cambio estructural de la inflación





Las fuerzas del mercado pueden impactar las carteras de manera directa o indirecta. El auge de la inversión en IA y la fragmentación global ejercen presión directa sobre las carteras. El impacto de la inflación es más sutil, pero con riesgos potencialmente graves para la rentabilidad a largo plazo.

Hasta el estallido inflacionario posterior a la pandemia en 2022, la baja inflación definía la era posterior a la crisis global financiera a nivel mundial. Actualmente, estamos inmersos en un régimen radicalmente diferente, con una inflación más elevada y una mayor volatilidad. Además, el aumento de la deuda y los déficits soberanos hace que la inflación persistente sea más probable, ya que los responsables políticos pueden verse tentados a interferir en la independencia de los bancos centrales y utilizar la inflación para reducir el peso de la deuda.

## PREPÁRESE PARA EL CAMBIO ESTRUCTURAL DE LA INFLACIÓN

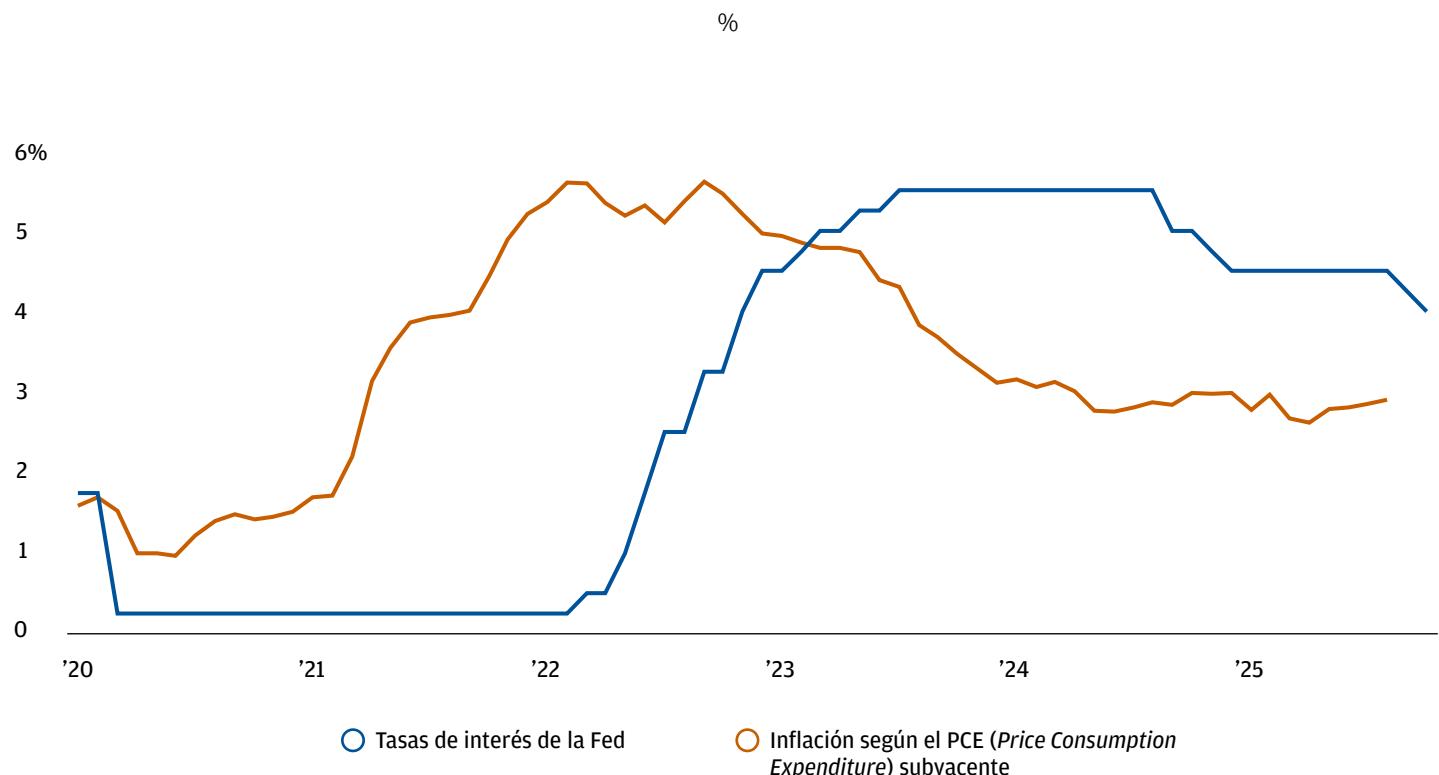
En esta sección, analizamos las amplias implicaciones de un régimen de mayor inflación. El tema más importante para los inversionistas y las familias es que, una vez más, la inflación es una variable central para la construcción de carteras y la planificación patrimonial. Mantener posiciones de liquidez elevadas en entornos inflacionarios puede deteriorar de forma silenciosa e irreversible el patrimonio real.

Cuando una familia se desvincula de su principal fuente de ingresos—ya sea por la jubilación del principal generador de ingresos o la venta de un negocio—los riesgos para mantener el nivel de gasto cambian. El riesgo de inflación puede erosionar el patrimonio de dos formas importantes: reduciendo la probabilidad de alcanzar objetivos a largo plazo bajo presiones sostenidas de precios, y disminuyendo el valor real del patrimonio con el tiempo. Para algunas familias, preservar el valor nominal de sus carteras es secundario frente a la financiación de objetivos concretos, por lo que es esencial tener claridad sobre las prioridades.

Aquí es donde la interacción entre inflación, planificación patrimonial y construcción de carteras se vuelve crítica. Un plan patrimonial puede alinear los activos con los gastos, los horizontes temporales y las prioridades que más importan en el contexto de un entorno macroeconómico donde la inflación puede seguir siendo volátil.

El primer paso es comprender cómo diferentes escenarios de inflación podrían afectar el valor futuro de la cartera. La situación de cada familia es única, por lo que es fundamental someter los objetivos a pruebas de estrés frente a una variedad de resultados de mercado. A partir de ahí, definir los puntos de decisión y secuenciar las acciones puede ayudar a garantizar que el patrimonio no solo se preserve en términos reales, sino que se utilice eficazmente para alcanzar los objetivos para los que fue creado.

### LA INFLACIÓN ESTÁ LIGERAMENTE POR DEBAJO DEL 3%; SU EVOLUCIÓN PODRÍA AFECTAR A LAS CARTERAS DE FORMA SIGNIFICATIVA



Source : Bloomberg Finance L.P. Données PCE au 31 août 2025. Données sur le taux des fonds fédéraux au 31 octobre 2025.

# La renta fija como alternativa

**Aunque creemos que la inflación será más elevada y volátil que en años recientes, no esperamos una repetición de las subidas de precios de 2022, y la perspectiva general para gran parte del segmento de renta fija es positiva.**

La inflación ha descendido por debajo del 3%, y la volatilidad implícita en el mercado de bonos ha vuelto a los niveles de 2021. Además, la correlación entre acciones y bonos ha disminuido en el último año. Los bonos soberanos y el crédito de grado de inversión ayudaron a protegerse ante la volatilidad de la renta variable durante la corrección en bolsa tras el anuncio de aranceles estadounidenses en abril. Esta disminución de la correlación es importante para la construcción de carteras, ya que sugiere que los bonos pueden volver a servir como cobertura frente a caídas en la renta variable.

La inflación de bienes en Estados Unidos probablemente experimentará cierta presión al alza por los aranceles, pero la inflación de servicios parece mucho más contenida. Quizá lo más relevante es que la Reserva Federal ha reanudado su ciclo de recortes de tasas porque el mercado laboral se ha estancado. Las vacantes y las tasas de abandono han vuelto a niveles prepandemia, y el crecimiento salarial (medido por el *Employment Cost Index*) se ha estabilizado en torno al 3,5%.

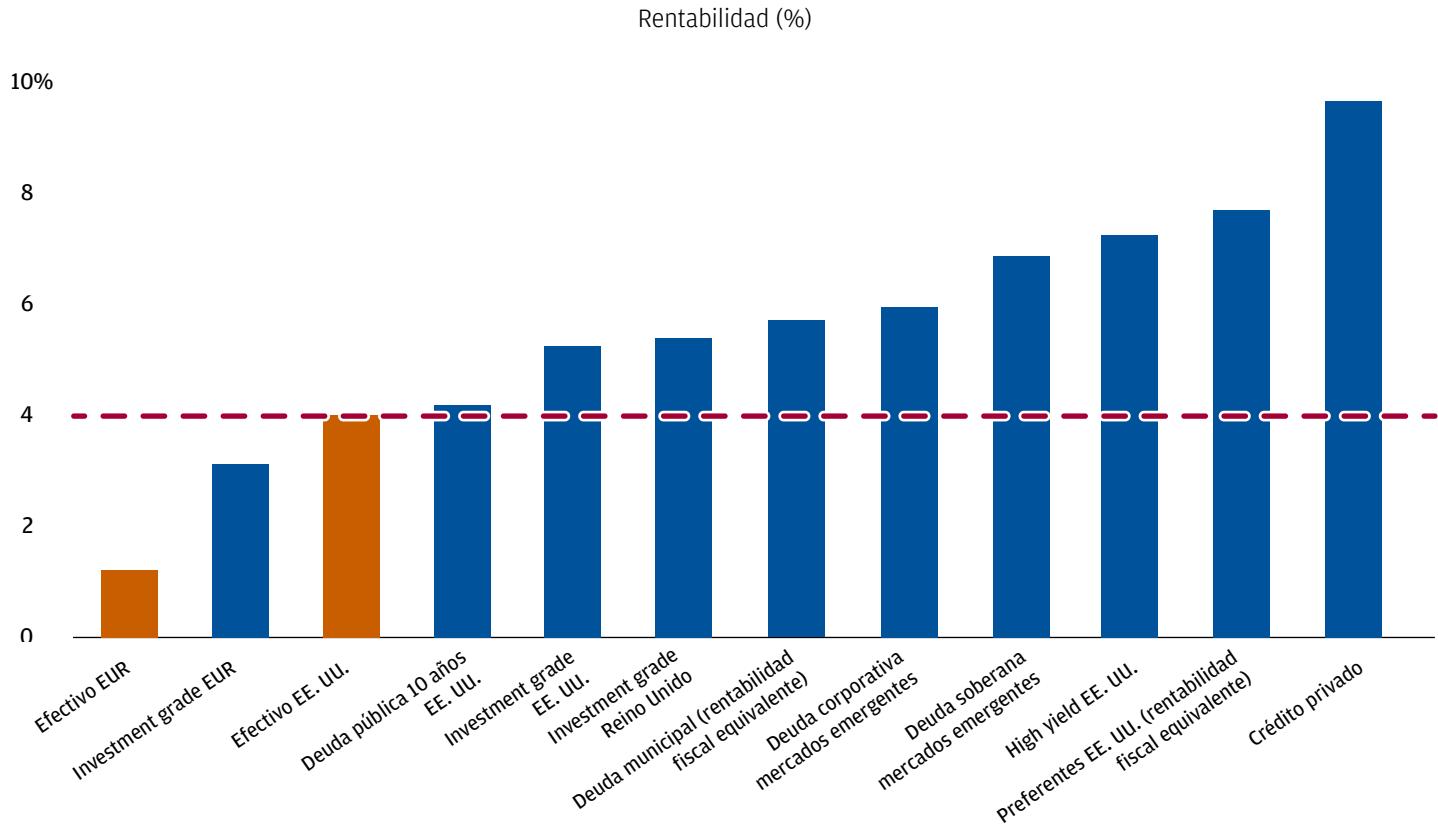
Esto es casi 90 puntos básicos (bps) más que antes de la pandemia, pero está lejos de niveles que nos pueden provocar una espiral de salarios y precios.

Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos se han reajustado significativamente al alza—de alrededor del 1% en 2020 a aproximadamente el 4,3% hoy en el Bloomberg US Aggregate Index (que incluye bonos soberanos y corporativos de grado de inversión). En 2025, los bonos han ofrecido niveles atractivos de rentabilidad y retornos totales sólidos, en torno al 5% en USD. Los bonos agregados son nuestra opción preferida como protección ante una recesión o desaceleración del crecimiento, y esperamos que la mayoría de las categorías de renta fija generen retornos totales de alrededor del 5% en USD en el próximo año.

Creemos que el mercado de bonos municipales de EE. UU. está compensando a los inversionistas por el riesgo de una inflación más persistente. El rendimiento del *National Municipal Bond Index* ronda el 3,6%, mientras que los inversionistas esperan que la inflación alcance el 2,3% en los próximos 10 años. Garantizar unos 125 bps de rentabilidad libre de impuestos por encima de la inflación prevista parece una opción prudente para los contribuyentes estadounidenses que buscan preservar el poder adquisitivo con bajo riesgo.



ACTUALMENTE, LA MAYORÍA DE LOS SECTORES DE LA RENTA FIJA OFRECEN RENTABILIDADES SUPERIORES AL EFECTIVO



Fuentes: FactSet, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Datos a 31 de octubre de 2025. Nota: El crédito privado viene representado por operaciones de nuevas emisiones para las que J.P. Morgan Corporate & Investment Bank presta financiación. Datos de crédito privado a 30 de junio de 2025.

También identificamos muchas oportunidades para generar ingresos en el tramo de 5 a 7 años de la curva de crédito global de grado de inversión. Preferimos el crédito europeo sobre la deuda gubernamental. Los fundamentales corporativos parecen estar en tendencias más saludables que muchos soberanos europeos—en general vemos que las empresas tienden a ofrecer mejor diversificación, potencial de rentabilidad y protección frente a dinámicas de deuda pública más complejas. Incluso el crédito de mercados emergentes comienza a verse más atractivo a medida que la Reserva Federal flexibiliza su política y el dólar se debilita, lo que beneficia a muchas de estas economías vinculadas al dólar.

Aunque varios impagos de alto perfil en los mercados de crédito privado han reavivado el debate sobre el sector, seguimos

creyendo que los inversionistas están siendo compensados por el riesgo asumido, dado que los rendimientos de la deuda recién emitida rondan el 10%. Desde ese punto de partida, las tasas de impago tendrían que superar el 6% y las tasas de recuperación ser inferiores al 40% para que los retornos totales a largo plazo fueran negativos. Esos parámetros solo se darían en una recesión profunda—que no consideramos probable.

Incluir exposiciones fuera de los bonos agregados (*core*) puede ayudar a diversificar las carteras de renta fija y ofrecer potencial de rentabilidad absoluta más elevada y retornos similares a la renta variable, todo ello con niveles de volatilidad generalmente más bajos. En otras palabras, esta diversificación puede contribuir a la resiliencia global de la cartera.

# Factores estructurales de la inflación

Aunque el escenario al que le damos más probabilidad, anticipa un entorno inflacionario que, en última instancia, será benigno para la mayoría de los activos de riesgo y la renta fija, vemos riesgos claros de que la inflación pueda superar nuestras expectativas. Esta perspectiva obliga a replantear las prioridades en la construcción de carteras y la planificación patrimonial.

Nuestra visión es la siguiente: la inflación subyacente del PCE se sitúa actualmente en 2,9% tras 150 puntos básicos de recortes de tasas por parte de la Fed, con hasta 75 puntos básicos adicionales en el horizonte. Si esta flexibilización logra el objetivo de la Reserva Federal de un crecimiento económico más sólido en 2026, los precios podrían aumentar más rápido de lo previsto.

Fuera de ese escenario específico, observamos varios elementos de la era pospandémica que sugieren un riesgo elevado de shocks inflacionarios.

## Psicología:

El riesgo más profundo y difícil de medir es la psicología de consumidores y empresas. Tras el COVID, tanto empresas como consumidores volvieron a creer que la economía podía, de hecho, experimentar cierto nivel de inflación. El comportamiento corporativo ha evolucionado para ajustar precios mucho más rápido. Un dato ilustrativo: en Noruega, las cadenas de supermercados están incorporando tecnología que puede ajustar los precios hasta 100 veces al día.<sup>67</sup> Las empresas de mensajería están reajustando los recargos por combustible semanalmente, en lugar de mensualmente. Muchos conocen la tarifa dinámica en aplicaciones de transporte. La encuesta de expectativas de inflación, que mide lo que esperan los participantes del mercado, economistas, empresas y hogares, está unos 40 puntos básicos por encima de los niveles previos a la pandemia.

## Brechas de capacidad:

Persisten carencias en áreas críticas de la economía. Por ejemplo, en Estados Unidos existe un déficit de entre 3 y 4 millones de viviendas desde la crisis financiera global.<sup>68</sup>

El mercado laboral estadounidense también se enfrenta a una caída abrupta de la inmigración neta, lo que limita la oferta de mano de obra y representa otra brecha de capacidad. La energía y la electricidad ya están bajo presión por la fuerte demanda de centros de datos y electrificación. Además, se avecina escasez de materias primas. La producción de cemento en EE. UU. ha caído alrededor de un 15% desde su máximo en 2005.<sup>69</sup> Estas restricciones de capacidad crean un entorno en el que los precios pueden ajustarse más rápido que la oferta, y mantenerse altos incluso si la demanda es débil. Los productores que controlan los cuellos de botella mantienen un fuerte poder de fijación de precios.

## Balances de los consumidores:

En el mundo desarrollado, los balances de los consumidores están preparados para sostener el consumo, especialmente si las tasas bajan. El patrimonio neto de los hogares estadounidenses supera los 175 billones de dólares, más de un 50% por encima de los niveles prepandemia. Las tenencias de efectivo han aumentado un 50% desde finales de 2019, y los activos en fondos de mercado monetario se han duplicado. Más de 17 billones de dólares en patrimonio inmobiliario están listos para ser utilizados, un máximo histórico como proporción del PIB.<sup>70</sup>

## Resiliencia de la cadena de suministro:

Los aranceles estadounidenses por sí solos pueden provocar aumentos puntuales de precios. Sin embargo, unas barreras comerciales más altas y un gobierno enfocado en la seguridad pueden llevar a las empresas a producir en ubicaciones de mayor costo y a mantener niveles de inventario más elevados. Por ejemplo, la producción nacional de semiconductores es una prioridad política para Estados Unidos, pero implica precios más altos. La CEO de AMD estima que un semiconductor fabricado en EE. UU. podría ser entre un 5% y un 20% más caro que la misma pieza producida en Taiwán.

<sup>67</sup> Williams, Jennifer. *Welcome to the Grocery Store Where Prices Change 100 Times a Day*. 27 de julio de 2025. The Wall Street Journal.

<sup>68</sup> FreddieMac. *Housing Supply: Still Undersupplied by Millions of Units*. 26 de noviembre de 2024.

<sup>69</sup> Concrete Financial Insights. *Volume & Price Trends—US Cement Industry*. Datos disponibles en 2024.

<sup>70</sup> Reserva Federal. *Financial Accounts of the United States*. 11 de septiembre de 2025.

### Cambio climático:

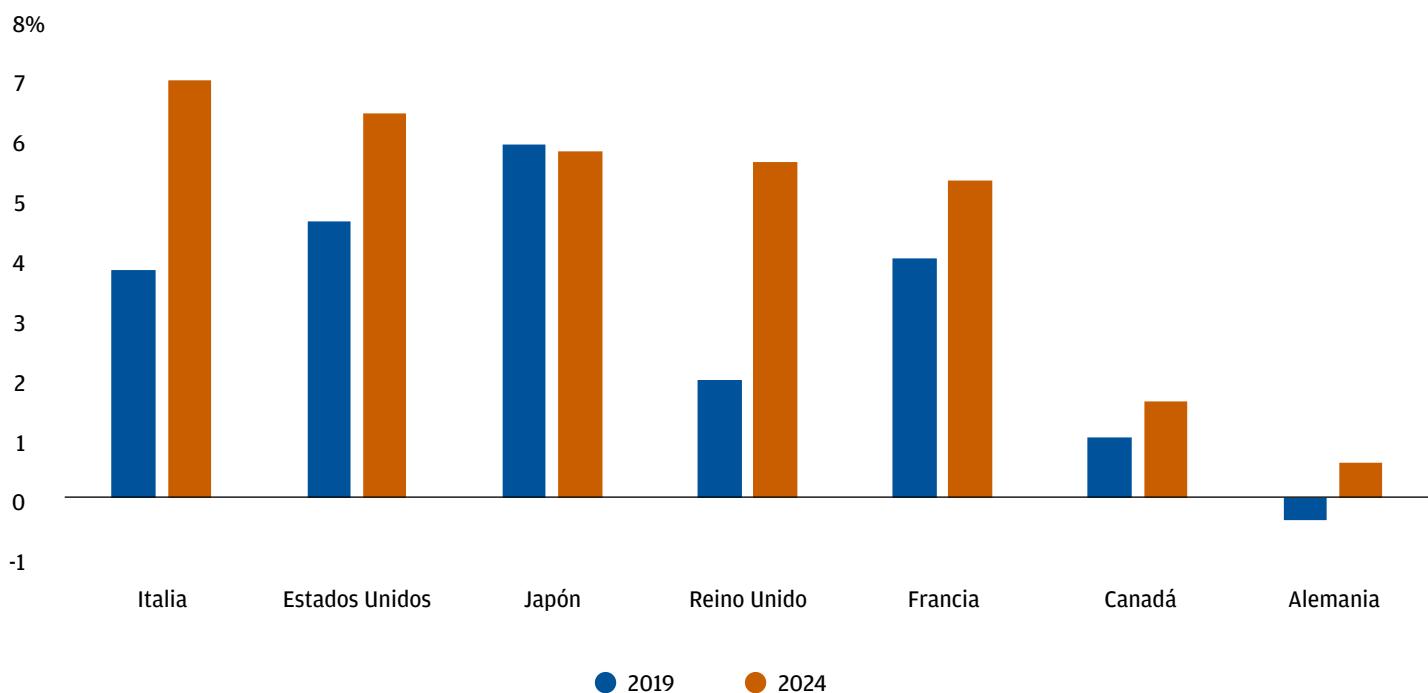
El cambio climático es un factor estructural de la inflación, ya que los fenómenos meteorológicos extremos, la escasez de recursos y los costes regulatorios (precio del carbono, políticas de transición) aumentan los precios de la producción y la volatilidad. Las disruptpciones relacionadas con el clima en agricultura, energía e infraestructura amplifican los riesgos inflacionarios. Los riesgos vinculados a la naturaleza—como la escasez de agua, la pérdida de biodiversidad y el agotamiento de recursos—pueden generar volatilidad en los precios y disruptiones en las cadenas de suministro, lo que agudiza el riesgo de inflación.

### Activismo fiscal:

Japón es el único país del G-7 que tiene un déficit presupuestario más reducido que antes de la pandemia. Durante la crisis, el estímulo fiscal en las economías desarrolladas impulsó la demanda de los consumidores, como se pretendía, y contribuyó a elevar los precios. Los responsables políticos podrían recurrir nuevamente a este enfoque en la próxima recesión, independientemente de los déficits fiscales ya elevados y el aumento de la deuda. De hecho, el incremento de la deuda y los déficits gubernamentales representa un riesgo inflacionario significativo, como se analiza en la siguiente sección.

## LA GRAN PARTE DE LOS GOBIERNOS DEL G7 TIENEN MAYORES DÉFICITS PRESUPUESTARIOS QUE ANTES DE LA PANDEMIA

Déficit público como porcentaje del PIB



Fuentes: Banca d'Italia, Oficina de Gestión y Presupuesto de EE. UU., Banco de Japón, Oficina de Estadísticas Nacionales de EE. UU., Banque de France, Oficina de Estadísticas de Canadá, Deutsche Bundesbank, Haver Analytics. Datos a 31 diciembre de 2024.



# El sutil riesgo de una deuda pública en aumento

Algunos participantes del mercado advierten sobre una posible crisis de deuda en Estados Unidos. En el escenario más extremo, el Tesoro realiza una subasta y no aparecen compradores. Sin embargo, se considera que el riesgo es más sutil. En este caso, en lugar de un aumento repentino de los rendimientos, los responsables políticos realizan un cambio deliberado: toleran un mayor crecimiento y una inflación más elevada, lo que permitiría que las tasas de interés reales caigan y la carga de la deuda se reduzca con el tiempo. Los economistas denominan este proceso “represión financiera”, y existen numerosos precedentes históricos: en los años cincuenta, la Reserva Federal limitó las tasas a corto plazo para ayudar al gobierno a financiar su deuda. El Banco de Japón ofrece un ejemplo más reciente.

Fuera de Estados Unidos, observamos crecientes tensiones en las finanzas públicas, reflejadas en primas de riesgo a plazo más altas. En todo el mundo, los rendimientos de los bonos soberanos a 30 años han subido este año a medida que aumentaron las primas de plazo. (Japón subió 75 puntos básicos, Países Bajos 65, Alemania 62, Francia 55, Portugal 41 y España 27).

Las presiones parecen más intensas en el Reino Unido, donde la productividad ha estado estancada en los últimos cinco años y la inflación subyacente ha sido superior a la de otros mercados desarrollados. La proporción de días de negociación en el país en que los mercados de divisas, renta fija y renta variable caen simultáneamente (nuestra medida preferida de estrés fiscal en tiempo real) supera el 10% en los últimos tres años. El Reino Unido empieza a parecerse más a un mercado emergente como Brasil que a Estados Unidos.

Por el momento, los inversionistas parecen cómodos financiando la deuda del gobierno estadounidense. Los compradores de bonos del Tesoro de EE. UU. han mostrado una demanda, de media, 2,6 veces superior a la oferta. Sin embargo, el creciente ratio deuda/PIB, cercano al 120% del PIB, preocupa a la mayoría de los inversionistas y economistas. Resolver este problema será complicado.

La recaudación de impuestos en Estados Unidos, en relación con su PIB, se sitúa entre las más bajas de los países de la OCDE. Esto indica que existe un margen significativo—aunque no necesariamente voluntad política—para aumentar los ingresos fiscales y reducir la deuda. De manera similar, el gasto obligatorio en programas de prestaciones como la Seguridad Social y Medicare podría reducirse para “doblar la curva”, como denominan los economistas los esfuerzos por desacelerar el crecimiento futuro del gasto. Sin embargo, esas opciones pueden resultar políticamente difíciles, como lo demuestra el reciente debate sobre los créditos fiscales de la Ley de Atención Médica Asequible.

En lugar de recortes significativos en el gasto público, podríamos ver una vía menos directa para reducir la carga de deuda del gobierno estadounidense. Los responsables políticos podrían debilitar la independencia de la Reserva Federal y, en la práctica, reducir la deuda impulsando un entorno de mayor crecimiento nominal, caracterizado por una inflación más alta y, al menos en el corto plazo, tasas de interés reales más bajas.

**LA ACTIVIDAD DEL MERCADO PARECE INDICAR UNA MAYOR PREOCUPACIÓN POR LA SITUACIÓN FISCAL DEL REINO UNIDO SOBRE LA DE ESTADOS UNIDOS**

Días de negociación con caídas simultáneas en los mercados de renta variable, renta fija y divisas, porcentaje móvil a 3 años



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 31 de octubre de 2025.



## La escasez de oferta inmobiliaria en EE.UU.

Como se mencionó anteriormente, una de las brechas de capacidad más importantes en la economía global se encuentra en el mercado de la vivienda estadounidense. Estimamos que, desde la crisis financiera global, Estados Unidos ha construido entre 3 y 4 millones de unidades menos de las necesarias en relación con la formación de hogares. Según las tendencias actuales, podría llevar hasta 10 años cerrar esa brecha. Al mismo tiempo, los precios de las viviendas se han mantenido elevados debido al efecto de “bloqueo” de precios generado por las bajas tasas hipotecarias de 2020 y 2021 (los propietarios con cuotas mensuales bajas están incentivados a no mudarse).

Los precios elevados y las tasas de interés más altas conspiran para crear la peor asequibilidad de vivienda desde la década de los años ochenta.

De hecho, el costo mensual de comprar una vivienda es aproximadamente un 50% superior al coste de alquilar una vivienda en Estados Unidos.

Este contexto presenta una oportunidad atractiva en la vivienda como clase de activo. Hasta el final de la década, más de 6 millones de personas ingresarán al grupo de edad de 35 a 49 años,<sup>71</sup> que es el rango óptimo para la compra de vivienda. Dada la gran diferencia entre el coste de alquilar y el de comprar, esperamos que la demanda de viviendas en alquiler aumente, especialmente en viviendas nuevas, adecuadas para familias y ubicadas a una distancia razonable de los centros urbanos.

<sup>71</sup> CBO Report. *The Demographic Outlook: 2024 to 2054*. Enero de 2024. Proyecciones demográficas complementarias, actualizadas al 9 de febrero de 2024.



# Implicaciones para los inversionistas

Una inflación más elevada dificulta considerablemente mantener el poder adquisitivo, un objetivo primordial de inversión para muchas familias. Puede afectar especialmente a los activos de renta fija y, en términos generales, supone un reto a los enfoques tradicionales de construcción de carteras.

Si bien los bonos pueden seguir desempeñando su papel tradicional en las carteras, es necesario mirar más allá de la renta fija tradicional para gestionar de manera prudente lo que creemos será un régimen de inflación estructuralmente más alta y mayor volatilidad tanto en la inflación como en las tasas de interés.

Los regímenes de inflación elevada generan mayor volatilidad en los mercados de bonos soberanos y una correlación más alta entre la renta variable y los bonos soberanos. De hecho, la mitad de las peores caídas de las carteras tradicionales de renta variable y renta fija ocurrieron durante episodios inflacionarios que provocaron subidas de tasas por parte de los bancos centrales en las décadas de 1970 y 1980, y más recientemente en 2022. La inflación también dificulta que las carteras recuperen su valor en términos ajustados por inflación.

Durante la mayor parte de los últimos treinta años, los bonos soberanos han actuado como cobertura de cartera cuando la renta variable caía. Entre 1997 y 2020, el S&P 500 experimentó 10 caídas superiores al 10%; en nueve de ellas, los bonos del Tesoro estadounidense ofrecieron rentabilidades positivas, con un promedio del 7%. Ese patrón funcionó porque la mayoría de los shocks eran impulsados por el crecimiento: cuando la economía se desaceleraba, la Reserva Federal recortaba tasas, las rentabilidades caían y los bonos del Tesoro subían.

Sin embargo, la era pospandémica cambió el guion. La inflación—no el crecimiento—se ha convertido en el shock dominante, y la Reserva Federal ha respondido con un endurecimiento agresivo. En 2022, el S&P 500 cayó un 25% mientras que el índice del Tesoro estadounidense bajó un 14%. Esa rara caída simultánea rompió el antiguo manual de diversificación.

Si se observa el impacto en una cartera tradicional 60/40 (60% renta variable, 40% renta fija), antes del COVID, la volatilidad anualizada a tres años de una cartera 60/40 era del 7%. Después del COVID, la volatilidad anualizada ha sido casi del 12%.

**Los inversionistas necesitan un nuevo enfoque para mitigar el riesgo inflacionario y gestionar la correlación positiva entre renta variable y renta fija. La renta fija core sigue siendo un elemento esencial de una cartera bien diversificada, pero debe complementarse con activos que diversifiquen frente a las acciones y que tiendan a comportarse mejor cuando la inflación se mantiene elevada.**

# Hemos identificado tres grupos de activos que pueden ayudar a cumplir estos objetivos

1.

## Materias primas

Los precios de las materias primas son precios de insumos y, por lo tanto, tienden a estar correlacionados con la inflación general. Nuestra perspectiva para el precio del crudo no anticipa grandes subidas, dada la oferta excedente. Sin embargo, podrían surgir oportunidades para vincular notas estructuradas al petróleo en el próximo año, accediendo así a una fuente diferenciada de rentabilidad para las carteras. El gas natural, crítico para la expansión de centros de datos de IA como hemos mencionado, representa ahora cerca del 40% de la generación eléctrica en EE. UU.<sup>72</sup> Vemos oportunidades crecientes para invertir en productores y gasoductos de gas natural.

2.

## Activos reales como infraestructura y sector inmobiliario

Tanto la infraestructura como el sector inmobiliario tienden a mitigar el riesgo inflacionario porque trasladan el aumento de precios a través de sus contratos.

La **infraestructura global** ha sido una clase de activo subestimada, aunque históricamente ha ofrecido rentabilidades anualizadas del 8%-12% en distintos regímenes inflacionarios.<sup>73</sup> Un factor clave son los flujos de efectivo contractuales a largo plazo, resistentes a la inflación. Esperamos una aceleración en la demanda de energía (impulsada por la electrificación, industrialización y el crecimiento de los centros de datos), así como una iniciativa estratégica para mejorar la resiliencia de la infraestructura (ante preocupaciones por el envejecimiento de la infraestructura y la seguridad nacional). La energía representa ahora casi el 60% del MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index, frente al 20% de hace diez años.<sup>74</sup> Aunque las entradas de fondos han aumentado recientemente, la infraestructura sigue estando subinvertida. De hecho, casi el 80% de las oficinas familiares encuestadas recientemente afirmaron no tener ninguna exposición a esta clase de activo, a pesar de su preocupación por la inflación.

El **sector inmobiliario global** puede servir como cobertura frente a la inflación gracias a la actualización de rentas y la frecuencia de revisión de los contratos de renta, lo que ayuda a preservar los ingresos a medida que el valor de las propiedades aumenta junto con el coste de la tierra, la mano de obra y los materiales. Vemos señales tempranas de recuperación en el sector inmobiliario core tras varios años de debilidad. Entre el tercer trimestre de 2022 y el tercer trimestre de 2024, las rentabilidades del sector inmobiliario cayeron un 18,5% a pesar de un crecimiento del 8% en el ingreso operativo neto,<sup>75</sup> lo que resalta una desconexión y una posible oportunidad. Nos enfocamos en sectores con fundamentos sólidos y duraderos—especialmente el alquiler y el industrial—impulsados por la tendencia hacia la renta (en lugar de la propiedad) y la reindustrialización de EE. UU., respectivamente. Creemos que estas tendencias van a dar forma al sector inmobiliario en los próximos años.

### 3.

## Estrategias de hedge funds y alternativas líquidas menos correlacionadas

Un dato ilustra el potencial de los alternativos líquidas (estructuras que ofrecen estrategias como seguimiento de tendencias, renta variable long-short y macro global en formato más líquido) y ciertos hedge funds para mejorar las rentabilidades y mitigar el riesgo inflacionario: En los últimos 10 años, una cartera 60/30/10, con un 10% en alternativos, ha superado a una 60/40 casi el 70% del tiempo, y ha tenido mejor desempeño en todos los casos desde 2021, cuando la inflación comenzó a repuntar de forma significativa.

Desde 1990, en los trimestres en que la renta variable y la renta fija cayeron, los hedge funds macro generaron una rentabilidad anualizada promedio del 3%, frente a una caída promedio del 14% para una cartera 60/40. Actualmente, las estrategias de hedge funds se benefician de una mejor dinámica de mercado: la dispersión de renta variable es mayor, la correlación implícita es menor y el riesgo idiosincrático es más alto. Es decir, más valores se mueven por motivos propios y específicos. El riesgo sistemático se refiere al escenario contrario, en el que los valores se mueven como un grupo. Para los gestores expertos, mayores niveles de riesgo idiosincrático crean un entorno fértil para la selección de valores.

Tanto los alternativos líquidos como los hedge funds pueden proporcionar acceso a diferentes activos y técnicas (por ejemplo, arbitraje y valores en dificultades que normalmente no están disponibles en carteras estándar). De este modo, ofrecen exposición a fuentes de rentabilidad no tradicionales. Actualmente, tenemos una convicción particular en las estrategias de valor relativo y macro discrecional, en las que la selección de gestores es crucial para los resultados de la cartera.

Dado el potencial de un entorno inflacionario más persistente y volátil, creemos que los inversionistas deben centrarse en activos que presenten una menor volatilidad en comparación con la renta variable, pero una correlación positiva con la inflación. Este enfoque ayudará a los inversionistas a mantener el poder adquisitivo, mitigar las caídas y, en general, hacer que sus carteras sean más resilientes. Quizá la exposición más difícil de encontrar para un inversor sea una asignación que pueda rendir bien en un entorno donde la inflación es persistente y el crecimiento se desacelera. Según ejemplos históricos, el oro y las estrategias de hedge funds diversificadas ofrecen los resultados más alentadores.

Incluso en un escenario base en el que los bancos centrales logren mantener la inflación cerca de sus objetivos, el potencial de rentabilidad de estas estrategias ofrece una vía prudente para la gestión del riesgo. Dentro de los mercados de renta variable, una curva de tasas más pronunciada podría beneficiar a los bancos, que siguen siendo uno de los sectores preferidos.

Es importante evaluar las características específicas de los activos y considerar cómo pueden complementar (o no) otros activos de la cartera. Los hedge funds menos correlacionados y los alternativos líquidos presentan perfiles de liquidez y volatilidad muy diferentes respecto a la renta fija tradicional. Por ello, recomendamos que la exposición a este tipo de activos no supere el 25% de la asignación tradicional a renta fija.

---

72 Administración de Información Energética de los Estados Unidos. *U.S. energy facts explained*. Datos disponibles en 2023.

73 MSCI, Bloomberg. Datos basados en la disponibilidad a junio de 2025.

74 MSCI. Últimos datos disponibles a junio de 2025.

75 J.P. Morgan Asset Management—Real Estate Americas. Datos a 31 diciembre de 2024.

PARA MITIGAR EL RIESGO DE INFLACIÓN, LOS INVERSIÓNISTAS DEBERÍAN CENTRARSE EN LAS MATERIAS PRIMAS, LOS ACTIVOS REALES Y DETERMINADAS ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

Volatilidad

25%

20

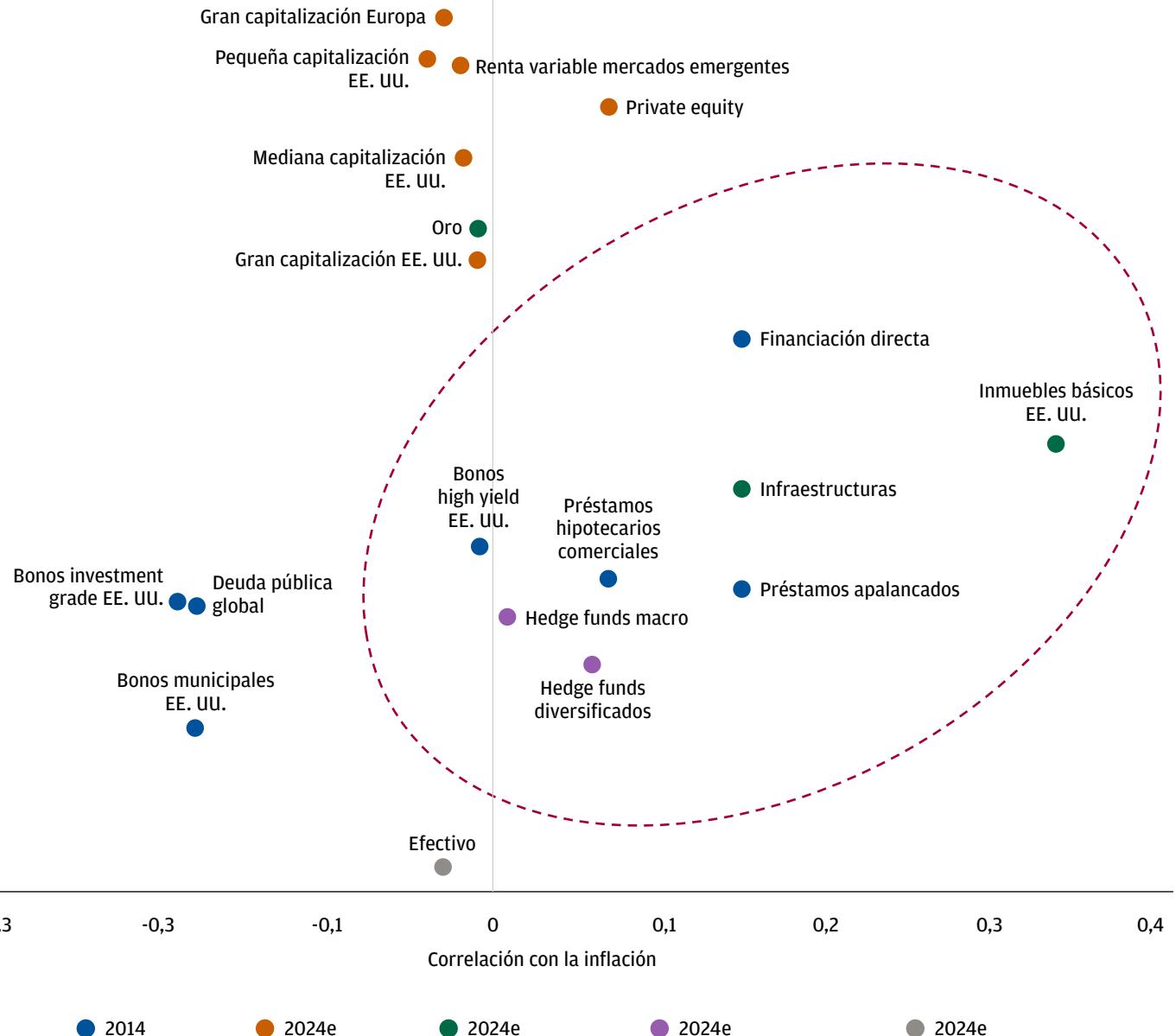
15

10

5

0

Correlación con la inflación



Fuente: Supuestos de Mercado de Capitales a Largo Plazo de J.P. Morgan Asset Management.

Datos a 30 de septiembre de 2025.

# Conclusión: Una nueva era para los inversionistas

Los inversionistas se adentran en una nueva era, llena de promesas y retos. La IA anuncia una transformación profunda, pero también conlleva riesgos de sobreinversión, exuberancia excesiva y disruptión laboral. La globalización está dando paso a la fragmentación, lo que eleva la importancia de cadenas de suministro resilientes y recursos críticos. La inflación, aunque menos visible, sigue siendo una amenaza persistente para el poder adquisitivo a largo plazo.

A través de una buena planificación, un análisis riguroso y el alcance de nuestra plataforma global, podemos ayudarle a navegar estos cambios, convirtiendo la transformación estructural en una ventaja estratégica para usted y su familia.



# Misión

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

**EXECUTIVE SPONSORS**

**Clay Erwin**

Global Head of 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 Ausenbaugh**

Global Investment Strategist

**Christopher Baggini**

Global Head of Equity Strategy

**Weiheng Chen**

Senior APAC Strategist

**Nur Cristiani**

Head of LatAm Investment Strategy

**Madison Faller**

Senior EMEA Strategist

**Stephen Jury**

Global Commodity Strategist

**Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

**Joe Seydl**

Senior Markets Economist

**Sitara Sundar**

Head of Alternative Investment Strategy

**Brigid Whelan**

Head of Investment Content Strategy

**Alex Wolf**

Global Head of Macro & FICC Strategy

**Erik Wytenus**

Head of EMEA Investment Strategy

**Samuel Zief**

Senior Macro & FX Strategist

### DEFINICIONES E INFORMACIÓN IMPORTANTE

Nota: Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos, no son productos de inversión y no se puede invertir directamente en ellos. Los índices son una herramienta intrínsecamente débil a efectos predictivos o comparativos.

Todos los índices están denominados en dólares estadounidenses a menos que se indique otra cosa.

**Índice Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y):** mide el rendimiento de la deuda pública denominada en euros emitida por países de la zona euro con vencimientos entre siete y 10 años. Sirve como referencia para las inversiones en deuda pública a medio plazo en la zona euro.

**Índice Bloomberg Global Aggregate:** índice de referencia integral de los mercados globales de deuda a tipo fijo ‘investment grade’, que abarca los índices US Aggregate, Pan-European Aggregate y Asian-Pacific Aggregate. Incluye una amplia gama de subíndices estándar y personalizados clasificados por liquidez, sector, calidad y vencimiento.

**Índice Bloomberg US Aggregate Bond:** índice de referencia integral para el mercado de bonos estadounidenses ‘investment grade’, denominados en dólares estadounidenses, con tipo de interés fijo y sujetos a fiscalidad. Incluye emisiones de bonos imponibles con una calificación de BBB o superior, con un año o más hasta su vencimiento y un valor nominal en circulación al menos de 100 millones de dólares. El índice incluye valores del Tesoro, valores corporativos y títulos relacionados con la administración pública, MBS (‘pass-throughs’ de tipo fijo de agencia), ABS, y CMBS tanto de agencia como no de agencia.

**Índice Bloomberg US Aggregate Corporate High Yield:** índice que sigue la evolución de bonos corporativos denominados en dólares estadounidenses, ‘high yield’ de tipo fijo. Incluye valores con calificaciones de Ba1/BB+/BB+ o inferiores según Moody's, Fitch y S&P, excluidos bonos de emisores clasificados como de mercados emergentes por Bloomberg.

**Bretton Woods (el Acuerdo de Bretton Woods):** acuerdo financiero internacional histórico alcanzado en 1944, que creó un sistema de tipos de cambio fijos y condujo a la fundación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial. El sistema tenía como objetivo promover la estabilidad económica mundial y la cooperación después de la Segunda Guerra Mundial, pero fue reemplazado por tipos de cambio variables en la década de 1970.

**Inversión en inmovilizado:** se refiere a los fondos que una empresa destina a adquirir o mejorar activos físicos como inmuebles, edificios industriales o equipos. Estos gastos se suelen utilizar para iniciar nuevos proyectos o inversiones, lo que mejora el valor a largo plazo de la empresa.

**Informática en la nube:** prestación de servicios informáticos – como almacenamiento, software y capacidad de procesamiento – a través de Internet (“la nube”) en lugar de a través de servidores locales o dispositivos personales. La informática en la nube permite a los usuarios y a las empresas acceder a recursos tecnológicos bajo demanda, pagando a menudo solo por lo que usan, y ofrece mayor flexibilidad y escalabilidad.

**EBITDA:** se refiere a beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, y es un parámetro que se utiliza para medir la rentabilidad operativa y el flujo de efectivo de una empresa. Se calcula tomando el resultado neto y sumándole los gastos por intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**Índice de productividad laboral de la Unión Europea:** mide la eficiencia de la mano de obra en la UE evaluando la remuneración real por empleado. Este índice evalúa la eficacia con que los insumos laborales contribuyen a la producción económica, proporcionando información sobre el desempeño económico y la competitividad de la región.

**Índice FTSE EPRA NAREIT Global REITs:** índice que sigue el rendimiento de fondos de inversión inmobiliaria (REIT) cotizados de todo el mundo, proporcionando una visión integral del mercado inmobiliario global en diversos sectores y regiones.

**G-7 (el Grupo de los siete):** foro informal de siete de las principales economías avanzadas: Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. El G7 se reúne regularmente para debatir y coordinar la política económica, asuntos globales y la cooperación internacional.

**Índice MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset:** sigue el rendimiento de activos de infraestructuras no cotizadas de todo el mundo, por ejemplo, de transporte, energía y suministros. El índice se actualiza trimestralmente y proporciona a los inversionistas una referencia para la rentabilidad y las tendencias del mercado mundial de infraestructuras no cotizadas, reflejando las variaciones en el valor de los activos y los ingresos generados por estas instalaciones esenciales.

## DEFINICIONES E INFORMACIÓN IMPORTANTE

**NASDAQ (Estados Unidos):** el NASDAQ es una importante bolsa de valores estadounidense conocida por su plataforma de negociación electrónica y su enfoque hacia empresas tecnológicas y orientadas al crecimiento. Alberga el índice NASDAQ-100, que incluye a 100 de las mayores empresas no financieras que cotizan en la bolsa, lo que lo convierte en un indicador clave del rendimiento del sector tecnológico.

**OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos):** organización internacional compuesta mayoritariamente por países desarrollados que trabaja para promover políticas que mejoren el bienestar económico y social en todo el mundo. La OCDE proporciona estudios, análisis y una plataforma para que los gobiernos colaboren en temas como el crecimiento, el comercio, la educación y la gobernanza.

### Índice de gasto en consumo personal (PCE):

medida integral de los precios que pagan por bienes y servicios los residentes de Estados Unidos o en su nombre. Capta de forma eficaz la inflación o la deflación de un amplio espectro de gastos en consumo y refleja los cambios en el comportamiento del consumidor.

**Títulos preferentes:** tipo de acción que normalmente paga dividendos fijos y tiene prioridad sobre las acciones ordinarias en caso de liquidación de la empresa. Las acciones preferentes generalmente no otorgan derechos de voto, pero ofrecen a los inversionistas rentas más predecibles y una mayor participación en los activos que las acciones ordinarias.

**S&P 500®:** considerado en general el principal indicador del mercado de valores estadounidense, este índice incluye 500 empresas líderes de los sectores principales, centrado en el segmento de gran capitalización. Representa aproximadamente el 80% de la capitalización total del mercado, por lo que es un indicador clave del rendimiento general del mercado.

### SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial

**Telecommunication:** red de mensajería global que utilizan bancos e instituciones financieras con el fin de transmitir de forma segura información e instrucciones para pagos y demás transacciones. SWIFT no transfiere dinero directamente, sino que permite una comunicación rápida y normalizada entre entidades financieras de todo el mundo.

### Rendimiento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10

**años:** tipo de interés que paga el gobierno estadounidense por sus bonos del Tesoro a 10 años. Sirve como referencia clave para otras tasas de interés y refleja la percepción de los inversionistas acerca de las condiciones económicas y la inflación futuras.

**Índice de productividad laboral de Estados Unidos:** mide la eficiencia de la mano de obra en el sector empresarial no agrícola de Estados Unidos, calculando la producción real por hora trabajada. Este índice refleja la eficacia con que los insumos laborales se convierten en producción económica, por lo que sirve de indicador clave de la productividad y el desempeño económico.

### ***JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions (Supuestos sobre los mercados de capitales a largo plazo de JPMAM)***

Considerando las complejas compensaciones entre riesgos y rendimientos involucradas, aconsejamos a nuestros clientes que confíen en el criterio y en enfoques de optimización cuantitativa al establecer asignaciones estratégicas. Tenga en cuenta que toda la información mostrada se basa en un análisis cualitativo. No se aconseja confiar exclusivamente en lo anterior. Esta información no pretende ser una recomendación para invertir en ninguna clase de activo ni estrategia en particular ni una promesa de rendimiento futuro. Tenga en cuenta que estas hipótesis sobre clases de activos y estrategias son solo pasivas: no consideran el impacto de la gestión activa. Las referencias a rentabilidades futuras no son promesas ni siquiera estimaciones de rentabilidades reales que la cartera de un cliente puede alcanzar. Las hipótesis, opiniones y estimaciones se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. No deben considerarse como recomendaciones de compra o venta de títulos. Las previsiones de tendencias de los mercados financieros, que se basan en las condiciones de mercado actuales, constituyen nuestro juicio y pueden cambiar sin previo aviso. Creemos que la información aquí provista es fiable, pero no garantizamos su exactitud ni su integridad. Este documento se ha elaborado con fines meramente informativos y no tiene como fin ofrecer asesoramiento contable, jurídico ni fiscal, ni debe tomarse como tal. Los resultados de las hipótesis se proporcionan con fines meramente ilustrativos y de debate y están sujetos a limitaciones significativas. Las estimaciones de rendimiento "previsto" o "alfa" están sujetas a incertidumbre y error. Por ejemplo, los cambios en los datos históricos a partir de los cuales se realizan las estimaciones tendrán diferentes implicaciones para los rendimientos de las clases de activos. Los rendimientos previstos para cada clase de activo están condicionados a un escenario económico; los rendimientos reales en caso de que el escenario se materialice podrían ser mayores o menores, como lo han sido en el pasado, por lo que un inversor no debe esperar lograr rendimientos similares a los resultados que se muestran aquí. Las referencias a rendimientos futuros de las estrategias de asignación de activos o de las clases de activos no son promesas de rendimientos reales que una cartera de un cliente puede lograr. Debido a las limitaciones inherentes de todos los modelos, los inversionistas potenciales no deberían confiar exclusivamente en el modelo al tomar una decisión. El modelo no puede tener en cuenta el impacto que los factores económicos, de mercado y de otro tipo puedan tener en la implementación y la gestión continua de una cartera de inversiones real.

A diferencia de los resultados reales de la cartera, los resultados del modelo no reflejan las operaciones reales, las restricciones de liquidez, las comisiones, los gastos, los impuestos y otros factores que podrían afectar a 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 el gestor puede no tener control alguno o tener un control limitado. Las opiniones aquí contenidas no deben tomarse como asesoramiento o como una recomendación para comprar o vender inversiones en cualquier jurisdicción, ni suponen un compromiso de J.P. Morgan Asset Management o cualquiera de sus sociedades dependientes para participar en ninguna de las transacciones mencionadas en este documento. Todas las previsiones, cifras, opiniones o técnicas y estrategias de inversión descritas se presentan solo a efectos informativos, se basan en ciertas suposiciones y condiciones de mercado actuales y están sujetas a cambios sin previo aviso. Toda la información aquí presentada se considera exacta en el momento de la elaboración. Este material no contiene información suficiente para apoyar una decisión de inversión, por lo que usted no debería depender del mismo en la evaluación de los méritos de invertir en ningún título o producto. Además, los usuarios deben hacer una evaluación independiente de las implicaciones legales, regulatorias, fiscales, crediticias y contables y determinar, junto con sus propios profesionales financieros, si cualquier inversión mencionada en este documento se considera apropiada para sus objetivos personales. Los inversionistas deben asegurarse de que obtienen toda la información pertinente disponible antes de realizar cualquier inversión. Cabe observar que la inversión entraña riesgos, el valor de las inversiones y los ingresos que generan pueden fluctuar según las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y es posible que los inversionistas no recuperen todo el capital invertido. Ni la rentabilidad ni el rendimiento pasados son un indicador fiable de resultados actuales y futuros.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE

#### Riesgos principales

**Bonos 'high yield':** Los bonos 'high yield' (con calificaciones iguales o inferiores a BB+/Ba1) conllevan un mayor riesgo, ya que están calificados por debajo del 'investment grade' o podrían no tener calificación, lo que implica un mayor riesgo de incumplimiento por parte del emisor. Además, el riesgo de rebajas en la calificación es mayor para los bonos 'high yield' en comparación con los bonos 'investment grade'. La inversión en activos alternativos implica mayores riesgos que las inversiones tradicionales y solo es adecuada para inversionistas sofisticados.

Las inversiones alternativas implican mayores riesgos que las inversiones tradicionales y no deben considerarse como un programa de inversión completo. Por lo general, no son eficientes desde el punto de vista fiscal y los inversionistas deben consultar con su asesor fiscal antes de invertir. Las inversiones alternativas tienen comisiones más altas que las inversiones tradicionales y también pueden estar muy apalancadas y emplear técnicas de inversión especulativas, las cuales pueden magnificar el potencial de pérdida o beneficio de la inversión. El valor de la inversión puede caer al igual que aumentar cabe la posibilidad de que los inversionistas reciban un importe inferior a la inversión inicial. Los productos estructurados utilizan derivados. No invierta en ellos a menos que comprenda completamente los riesgos asociados y esté dispuesto a asumirlos. Los riesgos más comunes son, entre otros, el riesgo de una evolución adversa o imprevista del mercado, el riesgo de calidad crediticia del emisor, el riesgo de falta de unos precios normalizados uniformes, el riesgo de una evolución adversa que implique obligaciones de referencias subyacentes, el riesgo de alta volatilidad, el riesgo de falta de liquidez o que apenas exista o no exista un mercado secundario, así como el riesgo de conflictos de intereses. Antes de invertir en un producto estructurado, los inversionistas deben revisar el documento de oferta adjunto, el folleto o el suplemento al folleto para conocer los términos reales y los riesgos clave asociados con cada producto estructurado. Todo pago relativo a un producto estructurado está sujeto al riesgo de crédito del emisor y/o el avalista. Los inversionistas pueden perder toda su inversión, es decir, incurrir en una pérdida ilimitada. Los riesgos que se enumeran anteriormente no constituyen una lista completa. Para obtener una lista más completa de los riesgos relacionados con este producto en particular, diríjase a su equipo de J.P. Morgan. Si tiene alguna duda sobre los riesgos que implica el producto, puede resolverlas con el intermediario o procurarse asesoramiento profesional independiente.

La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros. No es posible invertir directamente en un índice.

Las inversiones en mercados emergentes pueden no ser adecuadas para todos los inversionistas. Los mercados emergentes implican un mayor grado de riesgo y una mayor volatilidad. Los cambios en los tipos de cambio y las diferencias en las políticas contables y tributarias fuera de Estados Unidos pueden traducirse en un aumento o una disminución del rendimiento. Puede que algunos mercados extranjeros no gocen de la misma estabilidad política y económica que Estados Unidos u otros países. Las inversiones en los mercados emergentes pueden ser más volátiles.

Las inversiones en materias primas pueden conllevar mayor volatilidad que las inversiones en valores tradicionales. El valor de las materias primas puede verse afectado por cambios en la evolución general del mercado, la volatilidad del índice de materias primas, cambios en las tasas de interés o factores que afecten a una industria o materia prima en particular, como sequías, inundaciones, el clima, enfermedades del ganado, embargos, aranceles y acontecimientos económicos, políticos y regulatorios internacionales. Invertir en materias primas crea una oportunidad para aumentar la rentabilidad, pero, al mismo tiempo, crea la posibilidad de sufrir pérdidas mayores. No todas las estrategias con opciones son adecuadas para todos los inversionistas. Determinadas estrategias pueden exponer a los inversionistas a riesgos y pérdidas potenciales significativos. Se insta a los inversionistas a que valoren detenidamente si las opciones o los productos o estrategias relacionados con opciones son adecuados para sus necesidades.

CON FINES MERAMENTE INFORMATIVOS—J.P. Morgan Securities LLC no respalda, transmite ni vende ningún tipo de moneda virtual, ni asesora al respecto ni lleva a cabo transacciones con dicho tipo de monedas. NOTA: J.P. Morgan Securities LLC no intermedia, extrae, transmite, custodia, almacena, vende, intercambia, controla, administra ni emite ningún tipo de moneda virtual, lo que incluye cualquier tipo de unidad digital utilizada como medio de intercambio o como forma de valor almacenado digitalmente.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE

Las perspectivas y la rentabilidad histórica no son garantía de resultados futuros. No es posible invertir directamente en un índice. Para obtener información importante, consulte “Definición de índices y términos”. Todas las empresas a las que se hace referencia se indican con fines meramente ilustrativos y no deben interpretarse como recomendación o respaldo de J.P. Morgan en este contexto. Todos los datos económicos y de mercado corresponden a octubre de 2025 y provienen de Bloomberg Finance L.P. y FactSet, a menos que se indique otra cosa.

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 las tasas de interés asociadas, 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 inversionistas 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.

## DEFINICIONES E INFORMACIÓN IMPORTANTE

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

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

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

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

### PERSONAS JURÍDICAS, MARCAS E INFORMACIÓN REGULATORIA

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

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

En **Alemania**, este documento lo emite **J.P. Morgan SE**, con domicilio social en Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Fráncfort (Alemania), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada

conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE). En **Luxemburgo**, este documento lo emite **J.P. Morgan SE - Luxembourg Branch**, con domicilio social en European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg (Luxemburgo), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Luxembourg Branch también está supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF); inscrita en el Registro mercantil de Luxemburgo con el número B255938. En el **Reino Unido**, este documento lo emite **J.P. Morgan SE - London Branch**, con domicilio social en 25 Bank Street, Canary Wharf, Londres E14 5JP, autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - London Branch también está supervisada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. En **España**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, con domicilio social en Paseo de la Castellana 31, 28046 Madrid (España), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España también está supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); inscrita en el Banco de España como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 1567. En **Italia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Milan Branch**, con domicilio social en Via Cordusio, n.3, 20123 Milán (Italia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Milan Branch también está supervisada por el Banco de Italia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); inscrita en el Banco de Italia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 8076; número de registro de la Cámara de Comercio de Milán: REA MI - 2536325. En los **Países Bajos**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch**, con domicilio social en World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Ámsterdam (Países Bajos), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch también está autorizada y supervisada por De Nederlandsche Bank (DNB) y la Autoriteit Financiële Markten (AFM) en los Países Bajos. Inscrita en la Kamer van Koophandel como sucursal de J.P. Morgan SE con el número de registro 72610220. En **Dinamarca**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland**, con domicilio social en Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V (Dinamarca), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

## DEFINICIONES E INFORMACIÓN IMPORTANTE

(BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland también está sujeta a la supervisión de la Finanstilsynet (la autoridad danesa de supervisión financiera) e inscrita en la Finanstilsynet como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 29010. En **Suecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial**, con domicilio social en Hamngatan 15, 11147 Estocolmo (Suecia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial también está sujeta a la supervisión de Finansinspektionen (la autoridad sueca de supervisión financiera); inscrita en Finansinspektionen como sucursal de J.P. Morgan SE. En **Bélgica**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Brussels Branch**, con domicilio social en 35 Boulevard du Régent, 1000 Bruselas (Bélgica), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE Brussels Branch también se encuentra supeditada a la supervisión del Banco Nacional de Bélgica (NBB) y la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros (FSMA) en Bélgica; inscrita ante el NBB con el número de registro 0715.622.844. En **Grecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Athens Branch**, con domicilio social en 3 Haritos Street, 10675 Atenas (Grecia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central Alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Athens Branch también está supeditada a la supervisión del Banco de Grecia; inscrita ante el Banco de Grecia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 124; número de registro en la Cámara de Comercio de Atenas 158683760001; número de IVA 99676577. En **Francia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Paris Branch**, con domicilio social en 14, Place Vendôme 75001 París (Francia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el banco central alemán (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE) con el código 842 422 972; J.P. Morgan SE - Paris Branch también está supervisada por las autoridades bancarias francesas Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) y Autorité des Marchés Financiers (AMF). En **Suiza**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan (Suisse) SA**, regulada en Suiza por la Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero de Suiza (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, con domicilio social en rue du Rhône, 35, 1204, Ginebra (Suiza), autorizada y supervisada por la Autoridad Supervisora del Mercado Financiero de Suiza (FINMA), como banco y agente de valores en Suiza.

Esta comunicación constituye publicidad a efectos de la Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II), y la Ley de Servicios Financieros de Suiza (FinsA). Los inversionistas 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 envíemos 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.

## DEFINICIONES E INFORMACIÓN IMPORTANTE

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.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados

J.P.Morgan PRIVATE BANK