

2025

El año
de

Perspectivas
Construir sobre
la fortaleza

Bajada global de las tasas de interés

- Normalización de las tasas de referencia
- Estados Unidos y Japón sobre los mercados emergentes
- Persiste la escasez de vivienda en Estados Unidos
- Mejora de la productividad
- Incremento de las operaciones corporativas

Inversión de capital

- Inteligencia artificial: ¿Auge o crisis?
- Disrupción en el sector sanitario
- Automatización y robótica
- Construcción de infraestructuras eléctricas
- Redefinición de la seguridad

Impacto de las elecciones

- Definición de Trump 2.0
- Caducidad de deducciones fiscales
- Gestión de la volatilidad de las tasas
- Riesgo de medidas antimonopolio
- Oleada antisistema

Resistencia de las carteras

- Revisión del patrimonio
- El valor de los ingresos
- Defensa frente a la inflación
- Reconfiguración de las rentabilidades
- La fiebre del oro

Panorama de inversión

- Alternativos *evergreen*
- Deportes y *streaming*
- La carrera espacial del siglo XXI
- Gestión de pasivos
- Ciudades reimaginadas



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



A medida que se acerca el final del año y miramos hacia el 2025, el panorama económico presenta una combinación de oportunidades y desafíos.

La economía global ha alcanzado un equilibrio constructivo entre un crecimiento sólido y la moderación de la inflación. Al mismo tiempo, varios factores geopolíticos merecen consideración, incluido el incremento de la deuda gubernamental en todo el mundo. En Estados Unidos se han celebrado elecciones; los mercados analizarán qué iniciativas políticas se esperan del nuevo gobierno en los próximos meses. Nuestra conclusión inicial es que podríamos observar un aumento de la volatilidad en los mercados de renta fija y un incremento de las operaciones corporativas.

Reflexionando sobre el año 2024, ha resultado ser un año sensacional para las rentabilidades de los activos de riesgo y, en general, nuestras apuestas se han visto refrendadas. Los clientes están bien posicionados para beneficiarse de los buenos resultados del pasado año, y estamos centrados en ayudarles a construir sobre esa fortaleza.

Nuestro artículo de Perspectivas 2025, elaborado por nuestro Grupo de Estrategia de Inversión Global, subraya hasta qué punto las mejoras en la inteligencia artificial y en innovación, unidas a la relajación de la política monetaria en todo el mundo y al aumento de la inversión de capital, podrán seguir impulsando las economías y los mercados. Creemos que los clientes pueden fortalecer las carteras y responder a la evolución del entorno económico aumentando la diversificación y las fuentes de ingresos.

Nuestro objetivo último es construir carteras resistentes, que no solo estén alineadas con nuestras opiniones básicas sobre los mercados, sino que además puedan resistir en distintos escenarios de riesgo.

Como socios de confianza, nos comprometemos a utilizar nuestras relaciones y nuestra experiencia para lograr los mejores resultados y ayudarle a conseguir sus objetivos.

Es un honor para nosotros estar a su lado.

Atentamente,

David Frame

Consejero delegado,
Banca Privada Estados Unidos

Adam Tejpaul

Consejero delegado,
Banca Privada Internacional

Conclusiones principales

Creemos que 2025 será el año de:

- 01 Bajada global de las tasas de interés**
Creemos que las tasas de referencia se normalizarán y que las economías experimentarán una expansión.
- 02 Aceleración de la inversión de capital**
Creemos que continuará la tendencia de gasto en inteligencia artificial, electricidad, infraestructuras y seguridad.
- 03 Comprender el impacto de las elecciones**
En Estados Unidos, esperamos una reducción de la regulación y un aumento del déficit y de los aranceles.
- 04 Renovar la resistencia de las carteras**
Estamos poniendo el énfasis en los ingresos y los activos reales en las carteras.
- 05 Evolución del panorama de inversión**
Creemos que surgirán oportunidades en activos alternativos *evergreen*, en el sector deportivo y en las ciudades.

Contenido

Parte 01

Bajada global de las tasas de interés

Normalización de las tasas de referencia
Estados Unidos y Japón sobre mercados emergentes
Persiste la escasez de vivienda en Estados Unidos
Mejora de la productividad
Incremento de las operaciones corporativas

Parte 02

Aceleración de la inversión de capital

Inteligencia artificial: ¿Auge o crisis?
Disrupción en el sector sanitario
Automatización y robótica
Construcción de infraestructuras eléctricas
Redefinición de la seguridad

Parte 03

Comprender el impacto de las elecciones

Definición de Trump 2.0
Caducidad de deducciones fiscales
Gestión de la volatilidad de las tasas
Riesgo de medidas antimonopolio
Oleada de movimientos antisistema

Parte 04

Renovar la resistencia de las carteras

Revisión del patrimonio
El valor de los ingresos
Defensa frente a la inflación
Reconfiguración de las rentabilidades
La fiebre del oro

Parte 05

Evolución del panorama de inversión

Alternativos *evergreen*
Deportes y *streaming*
La carrera espacial del siglo XXI
Gestión de pasivos
Ciudades reimaginadas

Parte 06

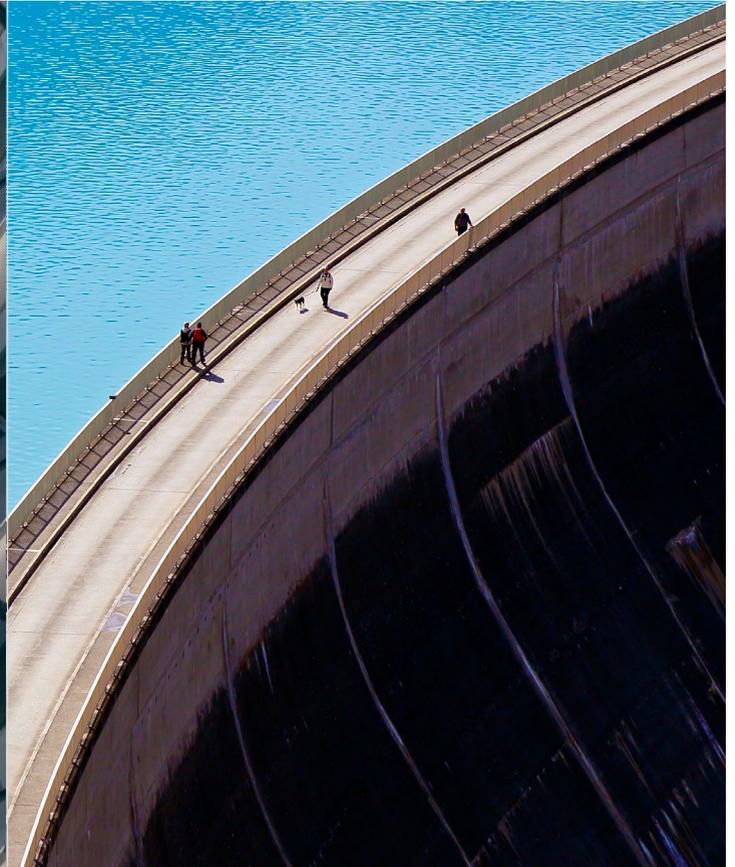
Perspectivas globales

Asia
América Latina
Europa

Introducción

En 2024, se alinearon las estrellas de la macroeconomía para generar unos resultados excepcionales en los mercados. La inflación cayó hasta llegar a tasas aceptables, el crecimiento del PIB fue sólido, se aceleró el crecimiento de los beneficios empresariales y los bancos centrales bajaron las tasas de referencia. A nivel global, las acciones lograron rentabilidades superiores al 20%, mientras que los bonos también subieron. Las carteras globales multi activos pudieron construir sobre sus ganancias de 2023, del 16,5%, con una rentabilidad total del 12,5%.

La buena noticia a la hora de considerar un plan de acción para 2025 es que estamos preparados para construir aprovechando la fortaleza. Las ganancias de mercado del año pasado proporcionan una base sólida y, lo que es igual de importante, la flexibilidad necesaria para sopesar distintos enfoques y nuevas perspectivas.



En nuestro artículo de *Perspectivas 2025*, presentamos una serie de ideas —las 25 mejores para el año 2025— que podrían ayudarle a prepararse para el año que comienza. Creemos que estos cinco temas fundamentales impulsarán los mercados en 2025:

- **Bajada global de las tasas de interés**

La economía global está más equilibrada, lo que permite a los bancos centrales bajar las tasas de interés y así apoyar el crecimiento económico. La bajada de las tasas de referencia podría afectar a muchas variables, desde el mercado de la vivienda estadounidense a la productividad europea. Entre las preguntas que nos planteamos se incluyen las siguientes: ¿Deberían los inversionistas seguir el libro de instrucciones de ciclos pasados de relajación de las tasas de interés y comprar activos procíclicos, como los mercados emergentes? ¿Aumentarán las operaciones corporativas?

- **Aceleración de la inversión de capital**

Los responsables políticos están centrados en impulsar el crecimiento; las compañías, tras un periodo de beneficios altos, tienen dinero para gastar; y existen actualmente tres potentes tendencias que requieren enormes inyecciones de capital: la inteligencia artificial (IA), la electricidad y la energía en general y la seguridad. ¿Están los robots a punto de formar parte de nuestra vida cotidiana? ¿Qué sector está más expuesto a la disrupción por parte de la IA?

- **Comprender el impacto de las elecciones**

Tras las elecciones presidenciales estadounidenses del mes de noviembre, los inversionistas están reflexionando sobre la trayectoria de la deuda soberana y del déficit, y planteándose qué nos dicen los resultados electorales de todo el mundo sobre el poder de los movimientos antisistema. ¿Qué perspectivas tiene la política fiscal? ¿Persistirá el sentimiento contra las concentraciones empresariales?

- **Renovar la resistencia de las carteras**

Para proteger el reciente aumento del patrimonio de los hogares y gestionar el incremento de la volatilidad macroeconómica, nuestros clientes necesitan carteras resistentes. Esto podría significar un mayor enfoque en los ingresos, la búsqueda de rentabilidades menos correlacionadas con las acciones y los bonos o la adopción de estrategias que proporcionen protección bajista sin renunciar a las potenciales rentabilidades. ¿Dónde deben poner la vista a los inversionistas?

- **Evolución del panorama de inversión**

El 2025 se caracterizará por trazar nuevas fronteras en un entorno de inversión en constante evolución. Entre ellas figuran los productos alternativos *evergreen* (fondos de inversión sin fecha fija de vencimiento) y la inversión en el sector deportivo. ¿Quién ganará la carrera espacial del siglo XXI? ¿Cómo está cambiando el paisaje urbano la “nueva normalidad” de conciliación entre vida laboral y familiar?

Nuestro artículo de *Perspectivas 2025* explora la dimensión y las posibles implicaciones de estos temas, y cómo podrían ayudarle a orientar su propia planificación hasta el final de 2024 y durante el año 2025.

Advertencia: No prevemos una reedición de los magníficos resultados del pasado año en los mercados cotizados. Las valoraciones actuales ya reflejan las condiciones económicas que, en nuestra opinión, impulsaron las rentabilidades en 2024. Parece que la economía ha logrado un aterrizaje suave (la obsesión con la recesión, como la llamábamos, se ha ido disipando), y la inflación se ha enfriado. En 2025, el equilibrio entre los factores favorables (continuación de la expansión económica mundial, y caída de las tasas de interés, crecimiento de los beneficios) y los factores adversos (valoraciones elevadas, especialmente en acciones de gran capitalización estadounidenses, diferenciales estrechos en bonos *investment grade* y *high yield*, aumento de la volatilidad macroeconómica y persistencia de los riesgos geopolíticos) sugieren que las rentabilidades de las carteras probablemente superen a las de la liquidez, pero también que volverán al nivel de tendencia a largo plazo.

Recomendamos que los inversionistas consideren la posibilidad de mantener un posicionamiento equilibrado entre posiciones de ataque y de defensa, entre renta variable y renta fija, y entre la obtención de ingresos y la revalorización del capital. El sector de *private equity* podría beneficiarse del aumento de la inversión de capital y la reactivación de las operaciones corporativas, mientras que las infraestructuras, el inmobiliario y otros activos reales podrían proteger las carteras frente a los riesgos geopolíticos y la inflación. Creemos que los inversionistas deberían considerar la posibilidad de mantener capital disponible para aprovechar oportunidades que pudieran surgir.

En las páginas siguientes identificamos algunas de estas posibles oportunidades.

Parte 01

Bajada global de las tasas de interés

Normalización de las tasas de referencia

Estados Unidos y Japón sobre mercados emergentes

Persiste la escasez de vivienda en Estados Unidos

Mejora de la productividad

Incremento de las operaciones corporativas



Creemos que 2025 será el año del ciclo global de bajada de las tasas de interés que motiva nuestras cinco primeras ideas. La caída de las tasas de referencia apoyará un crecimiento al nivel de la tendencia en Estados Unidos y en la Eurozona, pero sin impulsar tanto la demanda que se reactive la inflación. En China, los responsables políticos parecen decididos a asegurar la estabilización del crecimiento, especialmente como respuesta a la probable subida de los aranceles estadounidenses.



01

Normalización de las tasas de referencia

Si en 2024 contestamos a la pregunta de cuándo empezarían a caer las tasas de interés, en 2025 veremos hasta dónde bajarán.

De los 37 bancos centrales de todo el mundo a los que hacemos un seguimiento, 27 están bajando las tasas de referencia, incluidos todos los bancos centrales del G10 excepto Japón. Creemos que los responsables políticos seguirán bajando las tasas poco a poco. En Estados Unidos, los precios de los mercados de renta fija reflejan un posible ciclo de bajada de tasas que finalizará en el primer semestre de 2026, con un tipo de referencia cercano al 3,5%. En Europa, los inversionistas esperan una caída de las tasas de referencia por debajo del 2% a finales de 2025. No vemos motivos para contradecir la opinión del mercado.

A pesar del giro en la política de los bancos centrales, los rendimientos de los bonos a más largo plazo sólo han caído marginalmente en el último año. Sigue existiendo valor en la renta fija, que será significativo si se materializa un crecimiento más débil. Esto podría ser especialmente importante en los mercados europeos, cuyas perspectivas de crecimiento son peores que las de Estados Unidos. Además, los rendimientos actuales proporcionan ingresos. En los mercados de crédito

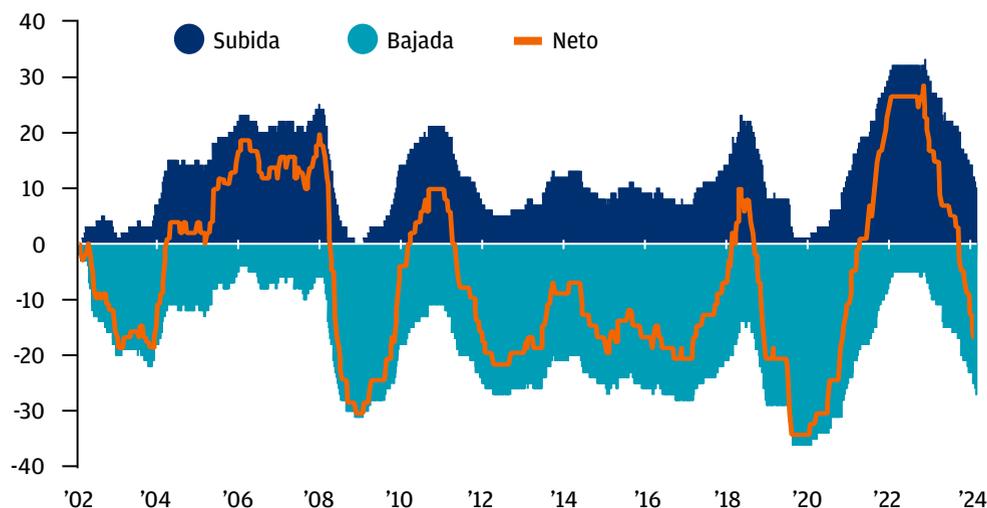
corporativo y de bonos municipales estadounidenses, los rendimientos totales siguen estando bastante por encima del 5% sobre una base fiscal equivalente.

¿Cómo podría afectar la bajada de las tasas de referencia a la economía? En el último ciclo, la subida de las tasas de interés tuvo un efecto sorprendentemente limitado en la economía en general. Las bajadas de tasas también podrían tener un impacto moderado. **El ciclo global de bajada de las tasas de interés probablemente favorezca el crecimiento económico y los activos de riesgo como las acciones y los bonos high yield, pero no creemos que provoque un aumento del endeudamiento que impulse el crecimiento de la inflación por encima de la tendencia.**

El sector de inmobiliario comercial podría estar en un punto de inflexión, y creemos que existen oportunidades de aprovechar el aumento del beneficio neto de explotación en los segmentos de vivienda residencial, inmuebles industriales y los relacionados con el sector eléctrico y los espacios de trabajo especializados (por ejemplo, en ciencias de la vida, sanidad y medios de comunicación).

27 DE LOS 37 BANCOS CENTRALES QUE SEGUIMOS ESTÁN BAJANDO LAS TASAS DE INTERÉS

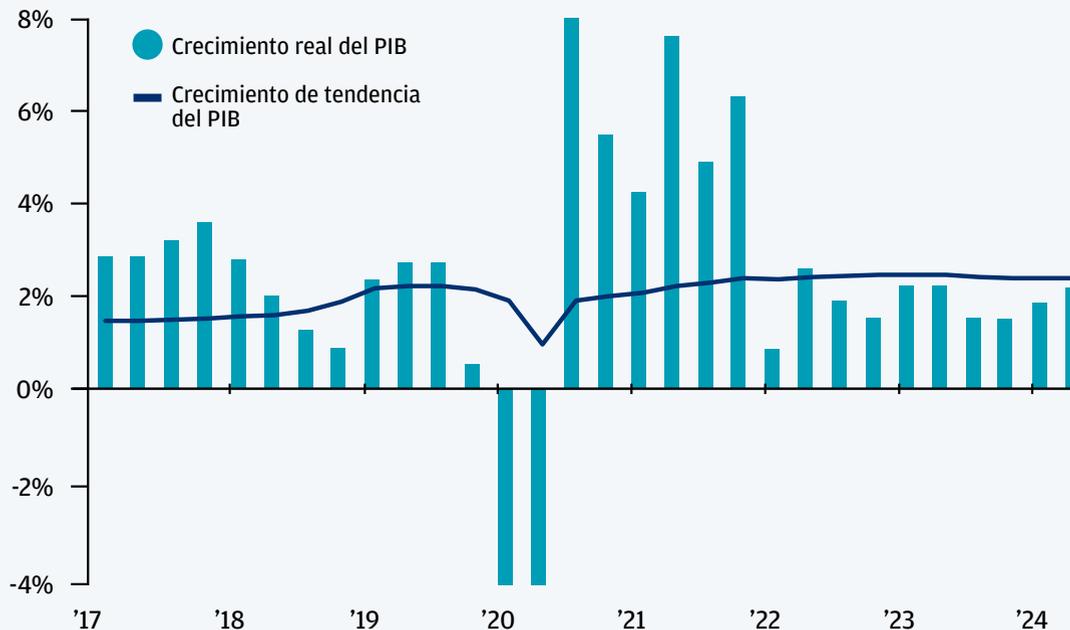
Número de bancos centrales cuyo último movimiento ha sido una subida vs. una bajada



Fuentes: Bancos centrales individuales, FactSet. Datos a 25 de octubre de 2024. Nota: este análisis incluye 37 bancos centrales.

LAS ECONOMÍAS DE LA OCDE ESTÁN CRECIENDO DE NUEVO A RITMO DE TENDENCIA

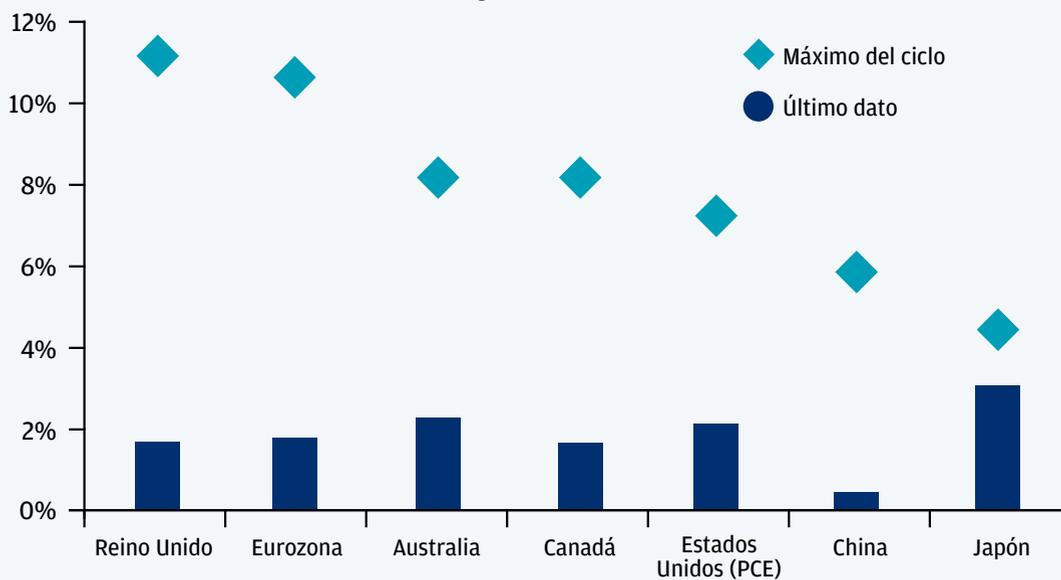
Crecimiento y tendencia del PIB real, tasa trimestral ajustada para reflejar la estacionalidad, %



Fuentes: OCDE, Haver Analytics. Datos a 30 de junio de 2024.

LA INFLACIÓN HA VUELTO AL OBJETIVO

Inflación general interanual, %



Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Oficina de Estadística de Australia, Oficina Nacional de Estadística de China, Haver Analytics. Datos a 30 de septiembre de 2024.

02

Estados Unidos y Japón sobre mercados emergentes

En el actual entorno de bajada de las tasas de interés por parte de los bancos centrales, algunos inversionistas se sentirán tentados de aumentar sus exposiciones a mercados emergentes. En ciclos pasados de bajadas de las tasas, la caída de las tasas de interés favoreció a los activos de los mercados emergentes, por el aumento del crecimiento, el incremento de los flujos de capital y el debilitamiento de las divisas, que impulsa las exportaciones. No obstante, nuestra opinión es más prudente. Esperamos que en 2025 la renta variable de los mercados desarrollados obtenga mejores resultados que la de sus equivalentes en los mercados emergentes, como lo ha hecho en ocho de los últimos 10 años.

Las economías emergentes se enfrentan a toda una serie de desafíos. El más importante es que China sufre una crisis de confianza de los consumidores (tan solo ligeramente aliviada por el paquete de estímulos recientemente anunciado por el gobierno). La deflación de la burbuja inmobiliaria del país ha resultado muy dolorosa para los hogares y las empresas. Una clara señal de su cautela es que las ventas minoristas en China están un 16% por debajo de la tendencia anterior a la pandemia.¹ Además, China se enfrenta a la perspectiva de una nueva guerra comercial con Estados Unidos.

Desde una perspectiva más general, incluso en los casos en los que las compañías de los mercados emergentes obtienen buenos resultados de facturación y beneficios, la dilución del accionista implica que el crecimiento del PIB no se traduce en crecimiento del beneficio por acción o en rentabilidades de mercado. La volatilidad de los beneficios y de las divisas también perjudica el interés compuesto.

Las perspectivas de la renta variable de los mercados desarrollados, especialmente en Estados Unidos y Japón, parecen mucho más atractivas.

Los márgenes de beneficio estadounidenses parecen estables, y están en máximos históricos. Esta década, las compañías del S&P 500 han devuelto casi el 75% de sus beneficios anuales a los accionistas a través de dividendos y recompras netas. En la primera década del milenio, este porcentaje ascendía tan sólo al 50%.² Aunque la concentración del índice en las grandes empresas de tecnología sigue siendo un problema (las 10 primeras compañías representan el 36% de la capitalización bursátil del S&P 500, el porcentaje mayor de la historia), se espera que todos los sectores del S&P 500 logren un crecimiento positivo de los beneficios en 2025. Esto no ha sucedido desde 2018.³

La combinación entre la fortaleza del crecimiento de los beneficios y las valoraciones elevadas en los mercados de renta variable de gran capitalización estadounidenses podría generar rentabilidades favorables.

Mientras tanto, en los últimos años las empresas japonesas han dado grandes pasos para mejorar el gobierno corporativo y adoptar prácticas más favorables al accionista. En 2024, los anuncios de recompras de acciones duplicaron el récord anterior.⁴ Esta tendencia también debería beneficiar a los inversionistas en private equity japonés.

Aunque creemos que la renta variable de los mercados desarrollados obtendrá mejores resultados que la de los mercados emergentes, Taiwán, India, Indonesia y Méjico destacan como regiones que podrían ofrecer rentabilidades sólidas a sus accionistas, tanto en los mercados cotizados como en los privados.

¹ Klein, M. C. (2024). Deeper Inside the Chinese Consumer Spending Data. The Overshoot.

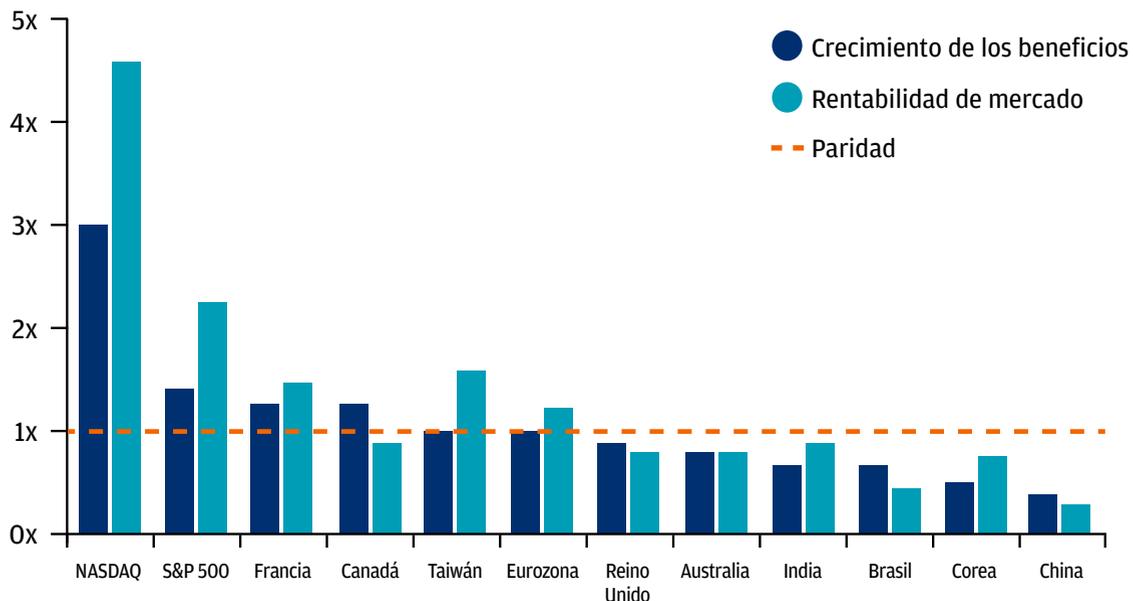
² Goldstein, M. L., & Zhao, L. (2024). Market Valuation: A Deal Breaker? Empirical Research Partners.

³ Kostin, D. J., Chavez, D., Snider, B., Hammond, R., & Ma, J. (2024). Updating our long-term return forecast for U.S. equities to incorporate the current high level of market concentration. Goldman Sachs.

⁴ Goldman Sachs. Datos a 19 de agosto de 2024.

LOS BENEFICIOS Y LOS RENTABILIDADES VAN POR DETRÁS DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN MUCHOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS EMERGENTES

Crecimiento de los beneficios y rentabilidad de mercado, múltiplo del crecimiento del PIB entre 2010 y 2024



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Datos de 2024.
Nota: Se excluye a Japón, debido a la caída del PIB.





03

Persiste la escasez de vivienda en Estados Unidos

La bajada de las tasas hipotecarias podría impulsar al alza las ventas de viviendas, pero no va a conseguir que la vivienda sea más asequible para los nuevos compradores.

La demanda de vivienda supera con creces la oferta disponible. Estimamos que el déficit de nuevas viviendas relativo a la tendencia de la demanda de hogares está entre 2 y 2,5 millones de unidades. La venta de viviendas de segunda mano, que actualmente está un 25% por debajo de la media de 2017-2019, no se va a disparar. **Además, el aumento de los perjuicios provocados por fenómenos meteorológicos extremos, cada vez más frecuentes, junto con unos seguros de inundación y de incendios inadecuados y cada vez menos asequibles, supone un creciente motivo de inquietud para los compradores de vivienda.**

Para que la vivienda volviera a resultar asequible a niveles de 2019, las tasas hipotecarias tendrían que desplomarse, del 7% actual al 3%, o bien los salarios tendrían que subir al ritmo actual durante casi nueve años consecutivos.

Para que la vivienda volviera a ser asequible a los niveles de antes de la crisis financiera global, tendríamos que esperar hasta el final de la década en lugares como San Diego y Denver, y aún más en Las Vegas y en Miami.

Los precios de la vivienda podrían seguir subiendo, aunque a un ritmo menor. La dinámica actual, con una rotación limitada de las viviendas de segunda mano y una demanda secular de vivienda es una buena señal para los márgenes de explotación de las constructoras de inmuebles residenciales, que han aumentado del 21% antes de la pandemia al 26% actual (durante el mismo periodo, los beneficios por acción casi se han triplicado). Los mayores actores en este segmento tienen la oportunidad de incrementar su cuota de mercado. En 2025, esperamos que persista el crecimiento de los beneficios tanto para constructores de inmobiliario residencial de gran capitalización como para inversionistas en inmobiliario propietarios de vivienda unifamiliar.

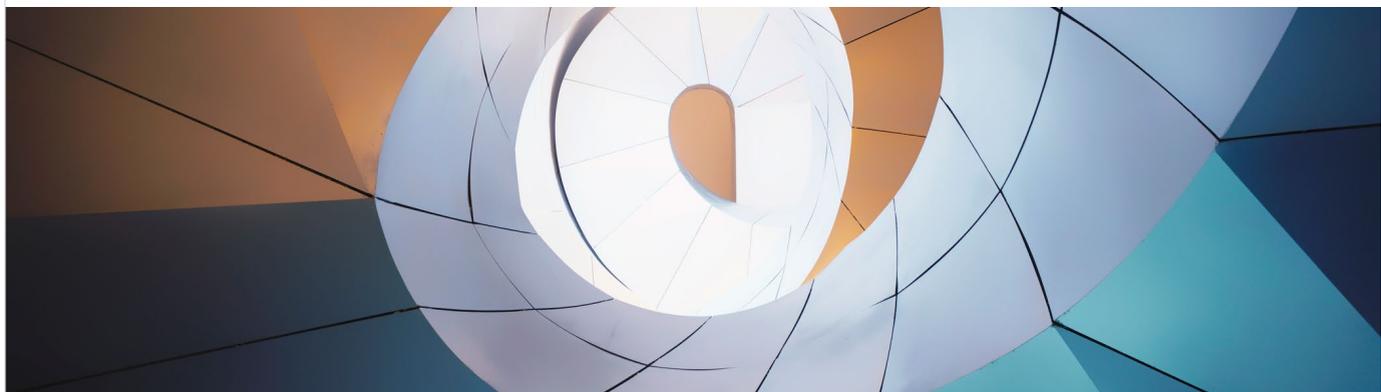
PUEDEN PASAR MUCHOS AÑOS HASTA QUE LA VIVIENDA VUELVA A RESULTAR ASEQUIBLE

Expectativa de vuelta a la vivienda asequible, basado en mediana entre 1991 y 2006

Área metropolitana	Vuelta a vivienda asequible sin cambio en tasas hipotecarias	Vuelta a vivienda asequible con una caída de tasas hipotecarias del 1%
Cleveland	Ya recuperada	Ya recuperada
Detroit	Ya recuperada	Ya recuperada
Minneapolis	4T 2026	3T 2025
Austin	1T 2027	1T 2026
Washington D.C.	2T 2027	1T 2026
Nacional	3T 2027	1T 2026
Charlotte	4T 2027	4T 2026
San Francisco	4T 2027	4T 2026
Boston	2T 2028	1T 2027
Portland	3T 2028	2T 2027
Atlanta	1T 2029	1T 2028
San Diego	1T 2029	1T 2028
Dallas	2T 2029	1T 2028
New York	2T 2029	2T 2028
Phoenix	1T 2030	1T 2029
Seattle	1T 2030	1T 2029
Denver	2T 2030	1T 2029
Tampa	4T 2030	4T 2029
Las Vegas	3T 2031	1T 2030
Los Angeles	4T 2032	4T 2031
Miami	1T 2035	1T 2034

Fuentes: Federal Home Loan Mortgage Corporation, National Association of Home Builders, National Association of Realtors, Haver Analytics. Datos a diciembre de 2023.

Nota: Los datos sobre vivienda asequible a nivel regional se han calculado utilizando el precio mediano de la vivienda en la región, con un pago inicial del 20% con el tipo hipotecario fijo medio a 30 años de Freddie Mac. La renta familiar mediana se divide por el pago hipotecario anualizado para determinar el índice de vivienda asequible. La proyección de ingresos familiares medianos se realiza a la tasa interanual de HP (Hodrick-Prescott Lambda = 500) de crecimiento ajustado de los ingresos. Se presume que la caída de las tasas hipotecarias del 1% se producirá a un 0,25% por trimestre. El análisis presume que los precios de la vivienda permanecerán estables.



04

Mejora de la productividad

Es probable que la relajación de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE) favorezca el crecimiento económico, pero probablemente no logre mejorar la débil productividad de la región. En Europa, la productividad laboral está cerca de cuatro puntos porcentuales por detrás de lo que estimaban las previsiones anteriores a la pandemia. Este diferencial supone una pérdida de producción acumulada de unos 2,2 billones de euros desde 2019. La situación contrasta fuertemente con la de Estados Unidos, que ha superado ligeramente las expectativas de antes de la pandemia.⁵

¿Qué explica la baja productividad de Europa? Podemos apuntar a varias causas: La dependencia de la región de fuentes de energía externas (los precios del gas natural en Europa son casi 30 veces más altos que en Estados Unidos), el menor dinamismo de su sector tecnológico y la menor flexibilidad de sus mercados de trabajo.

Si se materializan las mejoras de la productividad derivadas de la IA, podrían impulsar el crecimiento del PIB sin estimular la inflación (y contrarrestar la presión derivada del envejecimiento poblacional). Esto podría favorecer las rentabilidades de la renta variable, impulsando la facturación y los márgenes. Políticamente, el aumento de la productividad también podría hacer que los déficits fueran más manejables, ya que un mayor crecimiento económico aumentaría los ingresos fiscales.

Los problemas de productividad en Europa no significan que los inversionistas deban ignorar las mejores compañías europeas. Las 50 mayores compañías europeas tan sólo obtienen cerca del 40% de su facturación en Europa, y los “campeones nacionales” dentro de este grupo son actores dominantes a nivel global y los mejores de sus respectivos sectores. Dicho esto, preferimos la renta variable estadounidense a la europea en 2025.

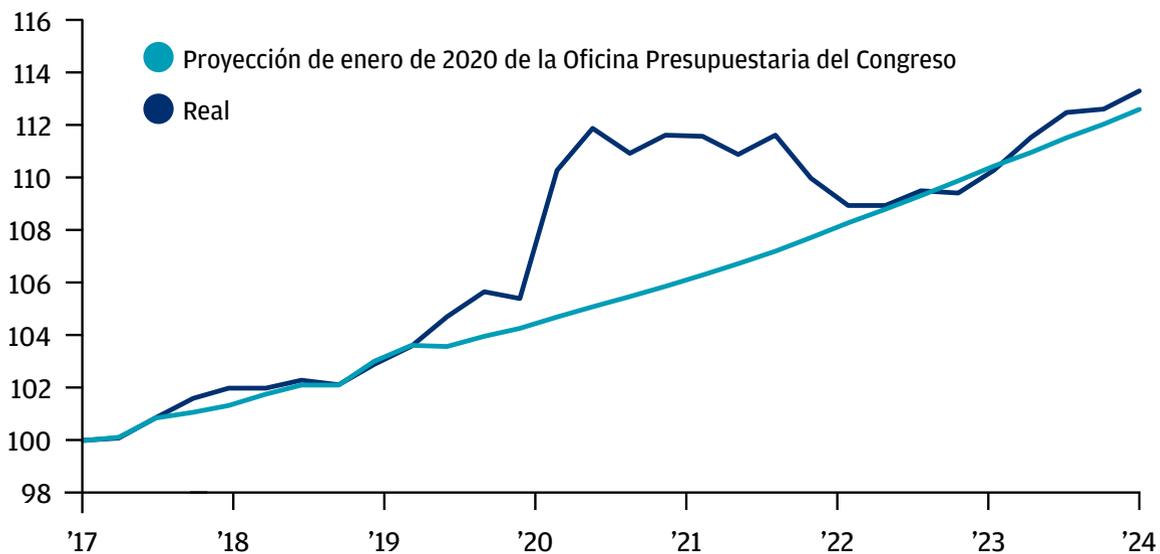
Tal vez el mayor beneficio potencial para la productividad global en la próxima década provenga de la inteligencia artificial, donde las compañías estadounidenses actualmente tienen una importante ventaja en investigación y desarrollo. La inversión privada en inteligencia artificial en Estados Unidos ascendió en total a casi 70.000 millones de dólares estadounidenses en 2023. En contraste, Alemania, Francia y Suecia invirtieron menos de 2.000 millones de dólares estadounidenses cada una.⁶

⁵ Probablemente, el crecimiento relativamente fuerte de la productividad estadounidense no haya venido impulsado por la inteligencia artificial, al menos todavía no. Por el contrario, la fuerte rotación en el mercado de trabajo en 2021 y 2022 podría haber tenido como consecuencia un mejor ajuste óptimo entre las capacidades de los empleados y las tareas asignadas por los empleadores. Parece razonable asumir que la integración de la tecnología de la IA podría generar un impulso acumulado de la productividad del 17% en los próximos 20 años. Más información

⁶ Meeker, M. (2024). AI + Universities. BOND.

UNA AGRADABLE SORPRESA: LA PRODUCTIVIDAD ESTADOUNIDENSE SUPERA LAS EXPECTATIVAS

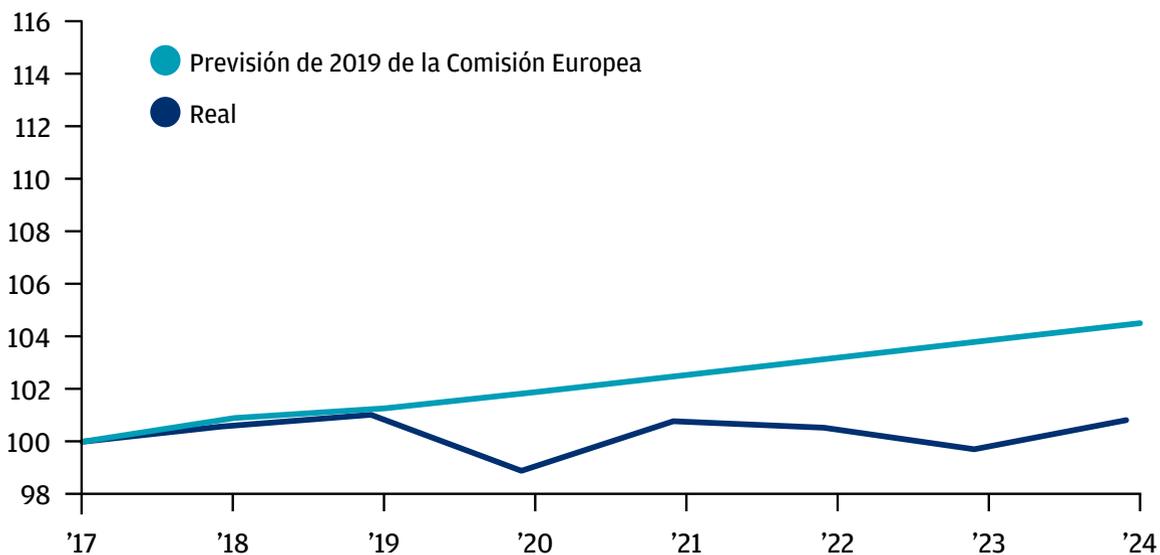
Índice de productividad laboral de Estados Unidos, 100 = 2017



Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso y Oficina de Estadísticas Laborales. Datos a 30 de junio de 2024.

LA PRODUCTIVIDAD DE LA UE NO HA CUMPLIDO LAS BAJAS EXPECTATIVAS

Índice de productividad laboral de la Unión Europea, 100 = 2017



Fuente: Comisión Europea. Datos a 1 de enero de 2024.

05

Incremento de las operaciones corporativas



EMPIEZA A RECUPERARSE LA LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

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



Fuentes: J.P. Morgan, Bank of America, Bloomberg Finance L.P. Datos a 30 de septiembre de 2024.
Nota: Las operaciones de liquidez se definen como OPVs y emisiones de bonos HY y de préstamos bancarios.

La caída de las tasas de interés y un entorno regulatorio menos oneroso podrían ayudar a sostener la incipiente reactivación de las operaciones corporativas, que llevaban congeladas desde 2021. En 2024 las subidas de las tasas de interés, el riesgo de recesión y las tensiones geopolíticas provocaron una comprensible cautela en los equipos directivos, a pesar de la fortaleza de los beneficios empresariales. La actividad de fusiones y adquisiciones se encuentra a su nivel más bajo desde 2013.

La limitada liquidez de los mercados de capitales ha sido tanto causa como síntoma de la escasez del flujo de operaciones corporativas. **En su búsqueda de liquidez, los inversionistas en private equity están recurriendo cada vez más a los mercados secundarios, donde los volúmenes han alcanzado niveles récord.** Por otro lado, también han surgido nuevas “herramientas” de liquidez en el espacio del crédito privado, como la financiación de carteras (los llamados préstamos NAV) y las recapitalizaciones de activos individuales.

Sin embargo, ahora hay un sentimiento más optimista entre los operadores. Las tasas de referencia están bajando, y es posible que en un futuro el marco regulatorio sea más favorable a las operaciones.

Se acumulan las operaciones pendientes, y el aumento del crédito privado debería impulsarlas. Existen oportunidades en toda la estructura de capital. Las operaciones impulsadas por socios de private equity seguirán financiándose mediante préstamos senior garantizados. Las compañías aplicarán soluciones de capital estructuradas y préstamos no garantizados para financiar el crecimiento estratégico, optimizar las estructuras de deuda y ganar flexibilidad en el pago de intereses.

Los probables beneficiarios de esta mejora del panorama para las operaciones corporativas serán los bancos de Wall Street, las firmas de private equity y de crédito y los propietarios de empresas no cotizadas.

Parte 02

Aceleración de la inversión de capital

Inteligencia artificial:
¿Auge o crisis?

Disrupción en el sector
sanitario

Automatización y robótica

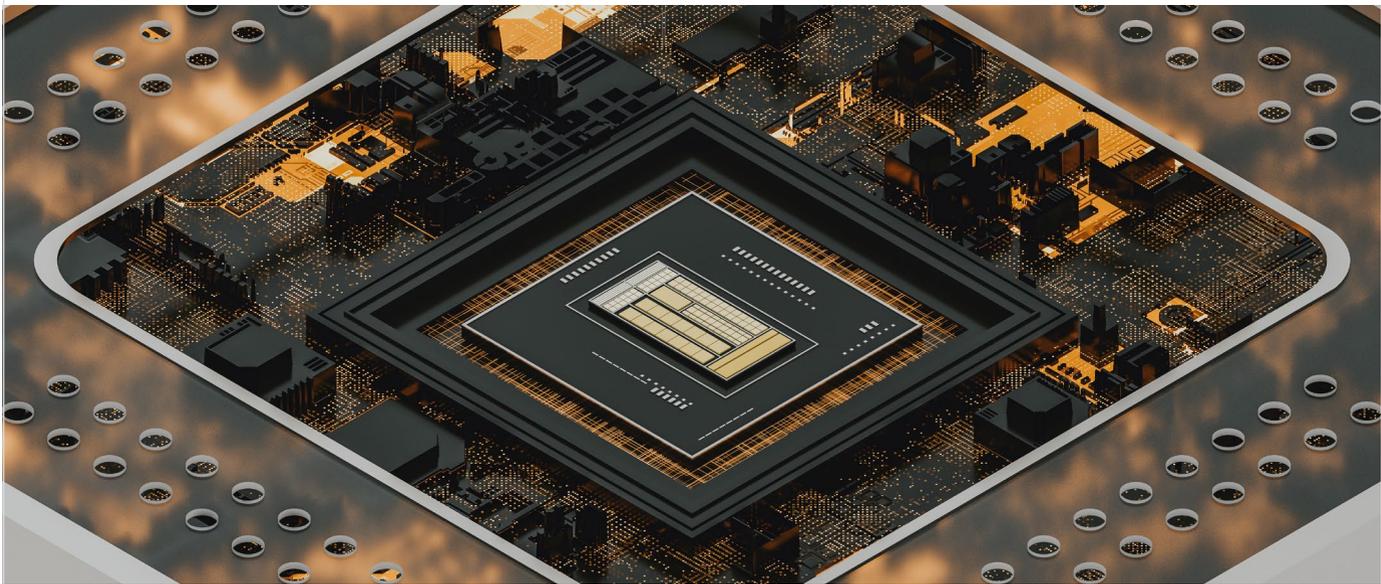
Construcción de
infraestructuras eléctricas

Redefinición de la
seguridad



Las empresas y los gobiernos están preparados para gastar: 2025 será el año de la inversión de capital. Los márgenes son elevados, los beneficios y la confianza de los directivos están al alza y los responsables políticos están centrados en favorecer el crecimiento. Existen actualmente tres tendencias globales que requieren enormes cantidades de inversión: la inteligencia artificial, la electricidad y la energía y la seguridad.





06

Inteligencia artificial: ¿Auge o crisis?

Aunque es cierto que las grandes empresas tecnológicas estadounidenses han abierto el grifo del gasto en inteligencia artificial, también lo es que aún estamos dando los primeros pasos. Creemos que la inversión de capital en IA podría despegar en los próximos años, impulsada por la rápida mejora de los modelos de IA y su adopción por las empresas.⁷ **La IA podría afectar a toda la actividad de servicios de la economía.**

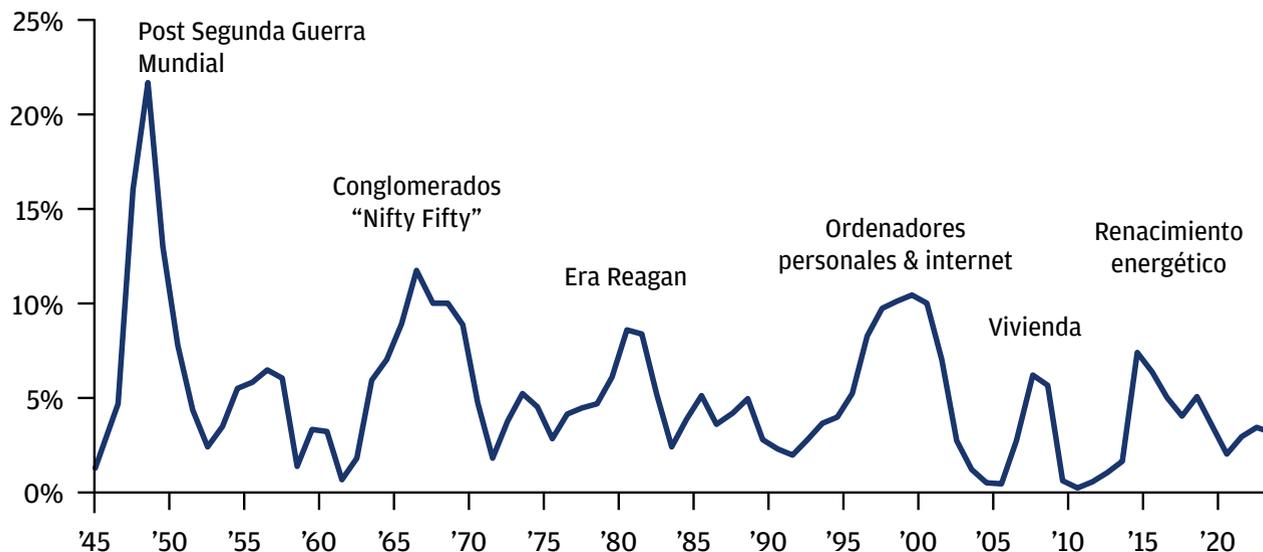
¿Por qué somos tan optimistas? En primer lugar, porque los modelos de IA están mejorando a un ritmo muy rápido. En 2021, los grandes modelos lingüísticos (LLMs, un tipo de IA) podían contestar menos del 10% de las preguntas matemáticas a nivel de competición.

Este porcentaje aumentó al 90% en 2024.⁸ Además, los modelos cada vez son más baratos: el precio por token tanto del modelo de OpenAI de mayor rendimiento GPT-4o mini como el modelo Claude 3.5 Haiku de Anthropic son entre un 90% y un 98% más baratos que sus predecesores.

En segundo lugar, hasta ahora la cifra total de inversión de capital de las empresas ha sido relativamente moderada, a un ritmo anual del 2,5%. Al finalizar el boom de las puntocom a principios del milenio, el capex de las empresas alcanzaba un 10% anual (media móvil a cinco años). En otras palabras, hay mucho margen para que las empresas de todos los sectores aumenten su gasto en IA, a medida que se hagan más evidentes —y convincentes— sus posibilidades de uso.

EL CAPEX DE LAS EMPRESAS TIENE MARGEN PARA UN BOOM

Cambio anualizado a 5 años en capex empresarial, %



Fuentes: Oficina de Análisis Económico, Haver Analytics. Datos a 31 de diciembre de 2023.

En tercer lugar, observamos potencial para que la IA “convierta el trabajo humano en software,” en palabras de Sequoia Capital.⁹ A medida que los modelos mejoren su capacidad de razonamiento, en lugar de la mera generación de respuestas previamente entrenadas, crearán oportunidades de disrupción en el sector servicios. Abogados de IA, ingenieros de software de IA, o incluso –¿nos atrevemos a decirlo?– especialistas en estrategia de inversión de IA podrían convertirse en algo habitual.

Los mercados cotizados y sus socios privados han establecido una importante presencia en la infraestructura digital de la IA.

Además, es probable que las compañías industriales y de suministros públicos que proveen los componentes físicos y la energía necesarias para la IA sigan beneficiándose. Por último, las compañías que mejoren sus estructuras de costes y aumenten su productividad de la forma más eficaz mediante la incorporación de herramientas de IA deberían obtener mejores resultados.

Por supuesto, la adopción de la IA podría flaquear. La regulación podría frenar la innovación, el suministro de energía podría resultar demasiado costoso y los modelos podrían verse privados de los datos que utilizan para entrenarse.

No obstante, nuestro análisis, que pretende dejar de lado expectativas exageradas y basarse en las lecciones que nos da la historia, nos dice que la IA ofrece una oportunidad de inversión importante. Vemos un claro potencial alcista para la economía global y para los mercados de renta variable, tanto el año que viene como más adelante.

En los mercados privados, las valoraciones de compañías de IA pura están infladas, pero seguimos viendo oportunidades de inversión en startups que puedan automatizar tareas y ahorrar costes a las empresas. También podría crearse valor en aplicaciones que puedan ayudar los consumidores a aprovechar esta tecnología. Más de 20 grandes empresas de aplicaciones (como Salesforce, Meta o Uber) se fundaron durante las transiciones de la nube y de la telefonía móvil.¹⁰ La IA podría crear un ecosistema similar.

⁷ Bick, A., Blandin, A., & Deming, D. J. (2024). The Rapid Adoption of Generative AI. Oficina Nacional de Análisis Económico.

⁸ Jensen, G., Narayan, A., Greene, A., & Simon, L. (2024). Is an AI Bubble Ahead of Us or Behind Us? Bridgewater.

⁹ Aunque creemos que las mejoras de la productividad derivadas de la IA coincidirán con un posible incremento de las disrupciones en el mercado de trabajo, en nuestra opinión hay pruebas convincentes para esperar una creación neta de nuevos empleos, y ya estamos viendo cómo las empresas toman medidas para fortalecer las reservas de talento a través de programas de mejora de capacidades y de reciclaje.

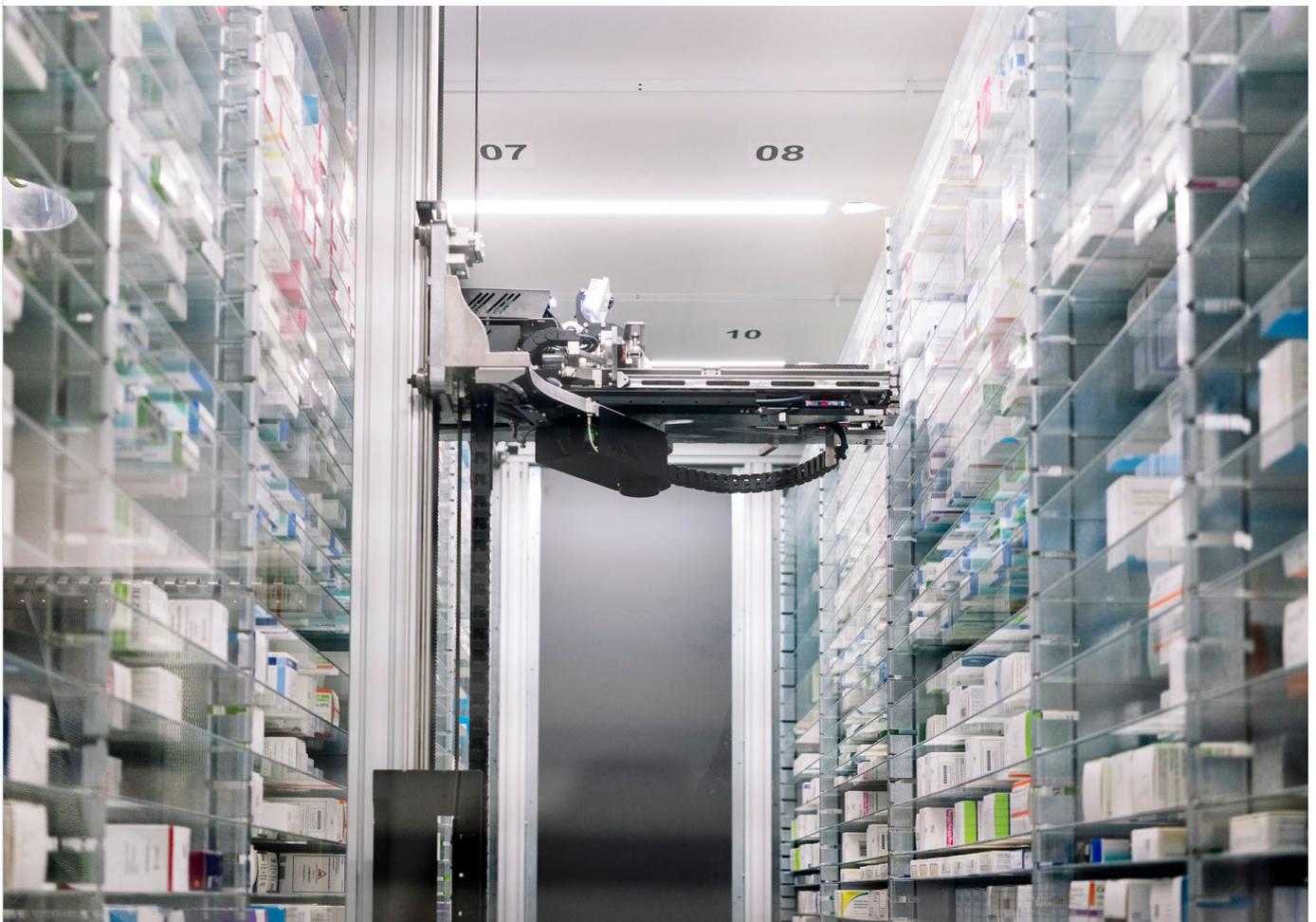
¹⁰ Huang, S., & Grady, P. (2024). Generative AI's Act of: The Agentic Reasoning Era Begins.

07 Disrupción en el sector sanitario

La IA podría tener un impacto rápido en el sector sanitario.

El gráfico siguiente ayuda a comprender por qué. Las industrias que podrían verse más afectadas por la IA tienen una alta proporción de costes laborales en trabajos que podrían facilitarse o verse desplazados por las LLMs. Por ejemplo, la industria de tecnología del sector sanitario tiene costes laborales equivalentes a un 35% de las ventas.

Al mismo tiempo, los economistas estiman que el 65% de las tareas que llevan a cabo los empleados del sector de tecnología sanitaria están expuestas a disrupción por parte de la IA. Por ejemplo, compañías como Veeva Systems, Teladoc y GoodRx, que ofrecen soluciones de software en la cadena de valor del sector sanitario, podrían reducir sus costes laborales y mejorar su facturación incorporando la IA a su negocio.¹¹

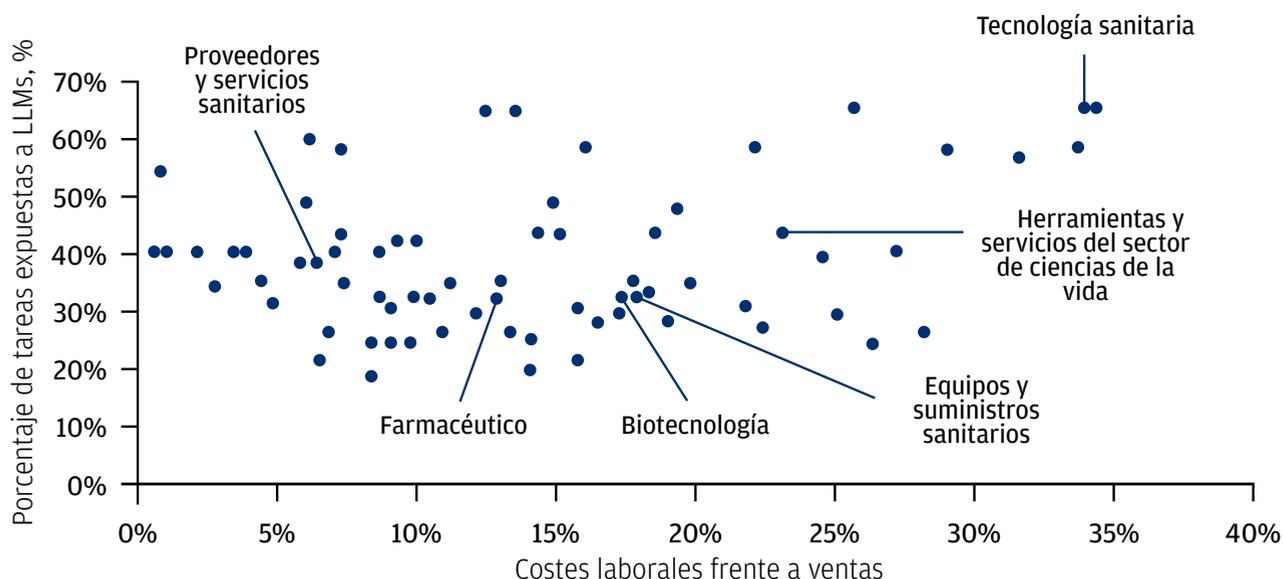


ACELERACIÓN DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL

En los sectores farmacéutico y tecnológico, la IA podría mejorar la calidad y la cantidad de medicamentos que progresan desde los primeros ensayos hasta llegar al mercado. En la actualidad, sólo un 7% de los nuevos medicamentos llegan al mercado. Un incremento de esta tasa de éxito de tan sólo un 5% podría significar 60 nuevos medicamentos en el mercado y 70.000 millones de dólares estadounidenses en incrementos de la facturación en un periodo de 10 años.¹² En el sector de servicios de ciencias de la vida, las compañías podrían utilizar la IA para optimizar el diseño de los ensayos clínicos de medicamentos, desde la identificación de los compuestos a la selección de los participantes.

También creemos que los medicamentos GLP-1 (en los que péptidos similares al glucagón controlan la glucemia y suprimen el apetito) seguirán impulsando el crecimiento de la facturación. **Según nuestras estimaciones, el mercado total podría pasar de 16 millones de personas en Estados Unidos y la Unión Europea a más de 40 millones de personas en 2027.** Más allá de los GLP-1, estamos centrados en identificar compañías en el sector sanitario que puedan utilizar la IA para modernizar sus modelos de negocio con el objetivo de impulsar el crecimiento de los beneficios. En la actualidad, los ejemplos más claros están en el sector de la cirugía robótica y en las tecnologías de diagnóstico por imagen.

¿QUIÉN ES VULNERABLE? LA TECNOLOGÍA SANITARIA PODRÍA VERSE AFECTADA POR LA IA



Fuentes: Empirical Research Partners- Análisis de 72 grupos industriales GICS, acciones de gran y pequeña capitalización. Eloundou, T., Manning, S., Mishkin, P. y Daniel Rock. "GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models." Datos de mayo de 2024.

¹¹ Las filtraciones de datos en el sector sanitario son las más costosas de todos los sectores, con una media de 9,8 millones de dólares por filtración, aproximadamente un 60% más que el sector financiero, que ocupa el segundo lugar, debido a la vulnerabilidad de las tecnologías heredadas y a las estrictas normas de privacidad aplicables. Aunque la IA amplifica esta amenaza, permitiendo a los cibercriminales ejecutar ataques más sofisticados, también ha ayudado a las empresas a reducir los costes de las filtraciones un 30% cuando se utiliza de forma defensiva.

¹² Morgan Stanley. (2022). Why Artificial Intelligence Could Speed Drug Discovery.



08

Automa- tización y robótica

La inversión de capital también acelerará la adopción de la automatización y la robótica, lo que afectará a los sectores industrial y de consumo. En los próximos cinco años, las compañías industriales estadounidenses destinarán entre un 25% y un 30% de su capex a la automatización, frente al 15% y el 20% de los cinco años anteriores.¹³

No es un tema nuevo. Hace más de medio siglo que existen los robots de uso único; hasta ahora, la rentabilidad de la robótica para los inversionistas ha sido modesta. No obstante, creemos que se está generando un impulso que apoyará a las aplicaciones más generales de la robótica. A medida que aumente el acceso a los datos de entrenamiento y disminuya el coste del hardware, podríamos estar más cerca del momento en el que los robots de uso general alcancen la capacidad de razonar. En todo el mundo, las empresas han invertido más de 4.000 millones de dólares en financiar más de 20 robots “humanoides”.¹⁴

Con el tiempo, los robots (humanoides o de otro tipo) podrían pasar a formar parte de nuestra vida cotidiana. Waymo ya proporciona más de 100.000 trayectos de taxi sin conductor a la semana.¹⁵

La sanidad y la defensa son otros dos ámbitos en los que la robótica será cada vez más frecuente. En octubre, Intuitive Surgical entregó 110 de sus sistemas de cirugía robótica semiautomática Da Vinci 5, con inteligencia artificial, superando con creces las 70 entregas del trimestre anterior. A principios de año, las Fuerzas Aéreas de Estados Unidos anunciaron la adjudicación de un contrato con Anduril y General Atomics para desarrollar aviones de combate autónomos y colaborativos. El Departamento de Defensa estadounidense prevé gastar casi 3.000 millones de dólares al año en el programa hasta 2029.

Observamos oportunidades de inversión, tanto en los mercados cotizados como en los privados, en las compañías de semiconductores que proporcionan capacidad informática, las compañías de software que aprovechan esta capacidad, las compañías industriales que se benefician de este aumento de la eficiencia y las compañías de consumo capaces de ofrecer un producto que cambie radicalmente las reglas de juego.

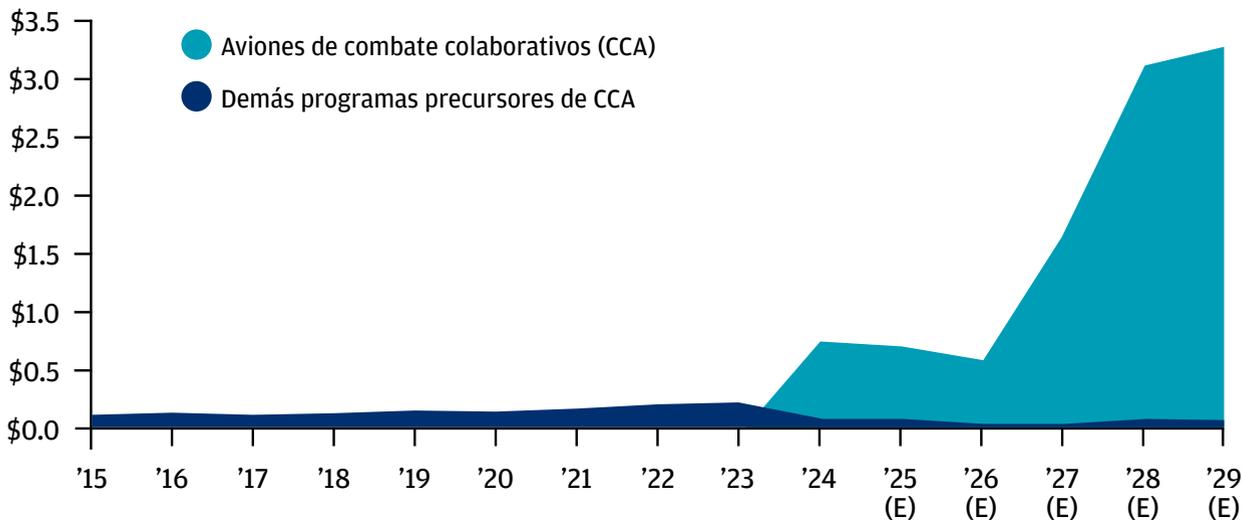
¹³ Ajewole, F., Kelkar, A., Moore, D., Shao, E., & Thirtha, M. (2023). Unlocking the industrial potential of robotics and automation. McKinsey & Company.

¹⁴ Viswanath, S., Khanna, V., Liang, Y., Srinivas, A., & Cherian, Z. (2024). Robotics won't have a ChatGPT Moment. Coatue.

¹⁵ Thompson, B. (2024). Taking Waymo, Uber and Waymo.

SE ESPERA UN REPUNTE DEL GASTO EN AVIONES AUTÓNOMOS

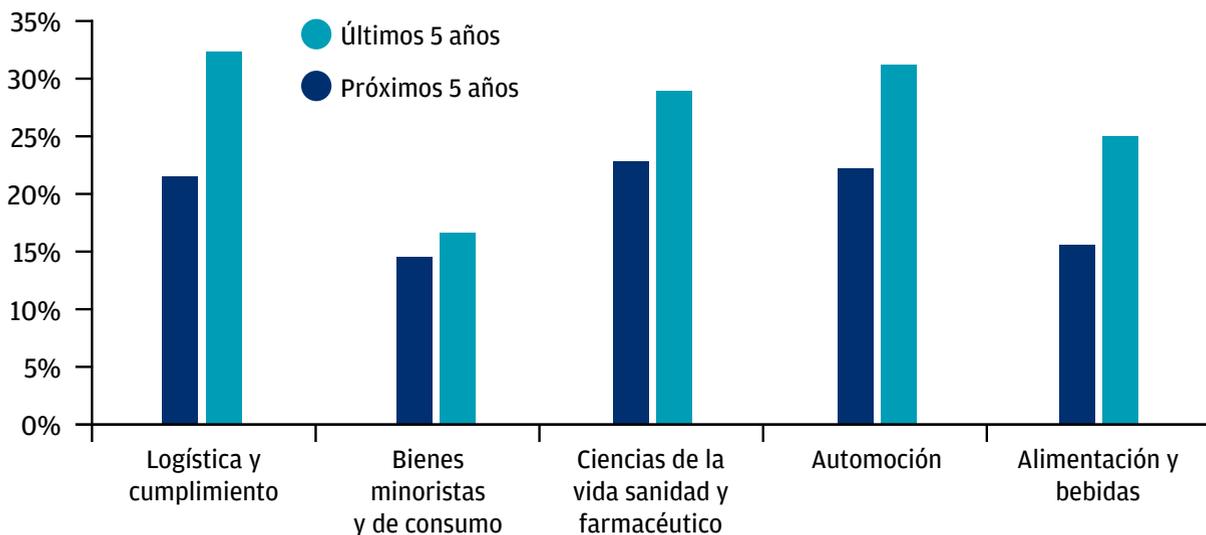
Gasto del Departamento de Defensa en programas de aeronaves autónomas, miles de millones de dólares



Fuente: Análisis del CSIS de peticiones presupuestarias del Departamento de Defensa entre 2015 y 2029. Datos a 6 de agosto de 2024. Nota: la cifra de CCA para 2024 incluye una petición de reprogramación del presupuesto de 150 millones de dólares.

LA AUTOMATIZACIÓN PODRÍA REPRESENTAR UN 25% DEL CAPEX INDUSTRIAL EN LOS PRÓXIMOS 5 AÑOS

Porcentaje medio de inversión en automatización por sector, como % del capex



Fuente: McKinsey & Company. Datos de 2022.

09 Construcción de infraestructuras eléctricas

Tenemos tres motivos para pensar que la inversión de capital en el sector eléctrico está a punto de dispararse: la reindustrialización de la manufactura estadounidense, el mayor uso de la electrificación en las soluciones de energías limpias y el aumento de la demanda de centros de datos. En conjunto, esperamos que la demanda de electricidad en Estados Unidos crezca entre cinco y siete veces más en los próximos tres a cinco años.

El incremento de los centros de datos es un fenómeno global. El número de centros de datos en Estados Unidos, que representan el 40% del mercado global, está creciendo cerca de un 25% anual. En el primer trimestre de 2024, los mercados de centros de datos de Europa, América Latina y Asia Pacífico aumentaron sus inventarios un 20%, un 15% y un 22% interanual, respectivamente.¹⁶

El aumento de la potencia eléctrica destinada a centros de datos requiere más agua para refrigeración y más fabricación de chips, a menudo en zonas que sufren de escasez de agua. Se prevé que los centros de datos aumenten su utilización de agua un 6% anual en todo el mundo.¹⁷ Por otro lado, las instalaciones de fabricación de semiconductores de gran tamaño utilizan la misma cantidad de agua que 300.000 hogares.¹⁸ Vemos oportunidades en infraestructuras hídricas y en soluciones eficientes, que crecerán de forma paralela al uso de electricidad.

Es probable que en el futuro se obtenga cada vez más electricidad de la energía nuclear. Hemos tomado nota de la valida-



ción que han dado los mercados de renta variable al acuerdo entre Constellation Energy y Microsoft para reiniciar la central nuclear de Three Mile Island con el fin de suministrar electricidad para los centros de datos del gigante tecnológico. Esto debería fomentar reinversiones adicionales en energía nuclear. En efecto, la fuerte subida del índice Nuclear Renaissance Index (+75% hasta la fecha) se basa en la especulación de los mercados de que en los próximos años podrán instalarse con éxito reactores modulares de pequeño tamaño.

Aunque las fuentes de energías renovables seguirán creciendo (la Agencia Internacional de Energía opina que, por cada dólar invertido en combustibles fósiles, se invierten 2 dólares en energías limpias), los problemas de latencia y los costes de transmisión y de almacenamiento implican que el gas natural seguirá siendo una fuente de energía fundamental.¹⁹

Los inversionistas que quieran aprovechar la creciente demanda de electricidad pueden centrarse en fondos de infraestructuras, generación eléctrica y compañías de suministro eléctrico.

¹⁶ CBRE. (2024). Global Data Center Trends 2024. CBRE. Thompson, B. (2024). Taking Waymo, Uber and Waymo.

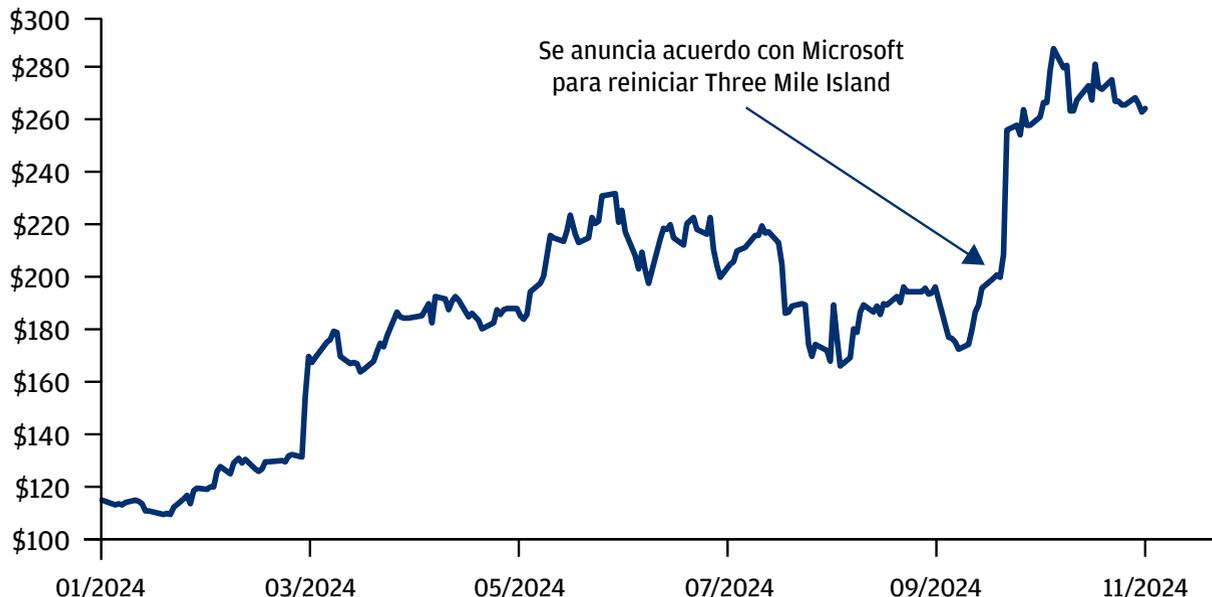
¹⁷ Walsh, A. (2023). Behind the Data: Unveiling the Water Footprint of Artificial Intelligence. Bluefield Research.

¹⁸ Hess, J. C. (2024). Chip Production's Ecological Footprint: Mapping Climate and Environmental Impact. Interface.

¹⁹ Agencia Internacional de la Energía. (2024). Investment in clean energy this year is set to be twice the amount going to fossil fuels.

EL MERCADO HA VALIDADO LA EXPANSIÓN NUCLEAR

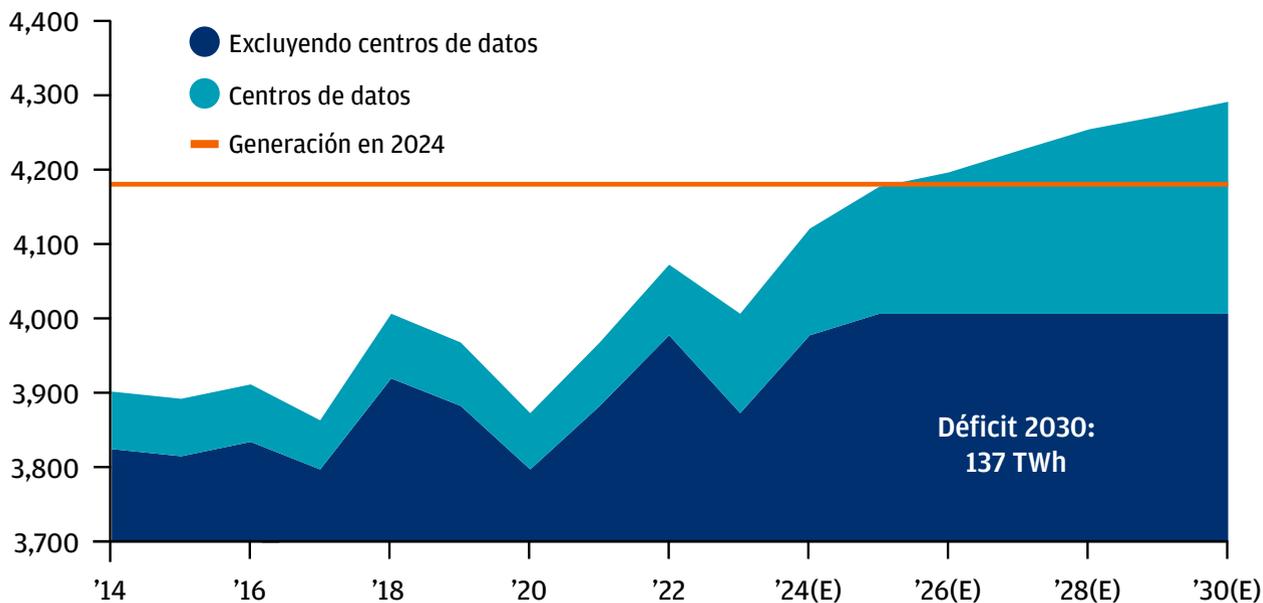
Precio de acción de Constellation Energy, \$



Fuente: FactSet. Datos a 31 de octubre de 2024.

LOS CENTROS DE DATOS PODRÍAN PROVOCAN UN REPUNTE DE LA DEMANDA DE ELECTRICIDAD

Demanda de electricidad en Estados Unidos y capacidad de generación en 2024, TWh



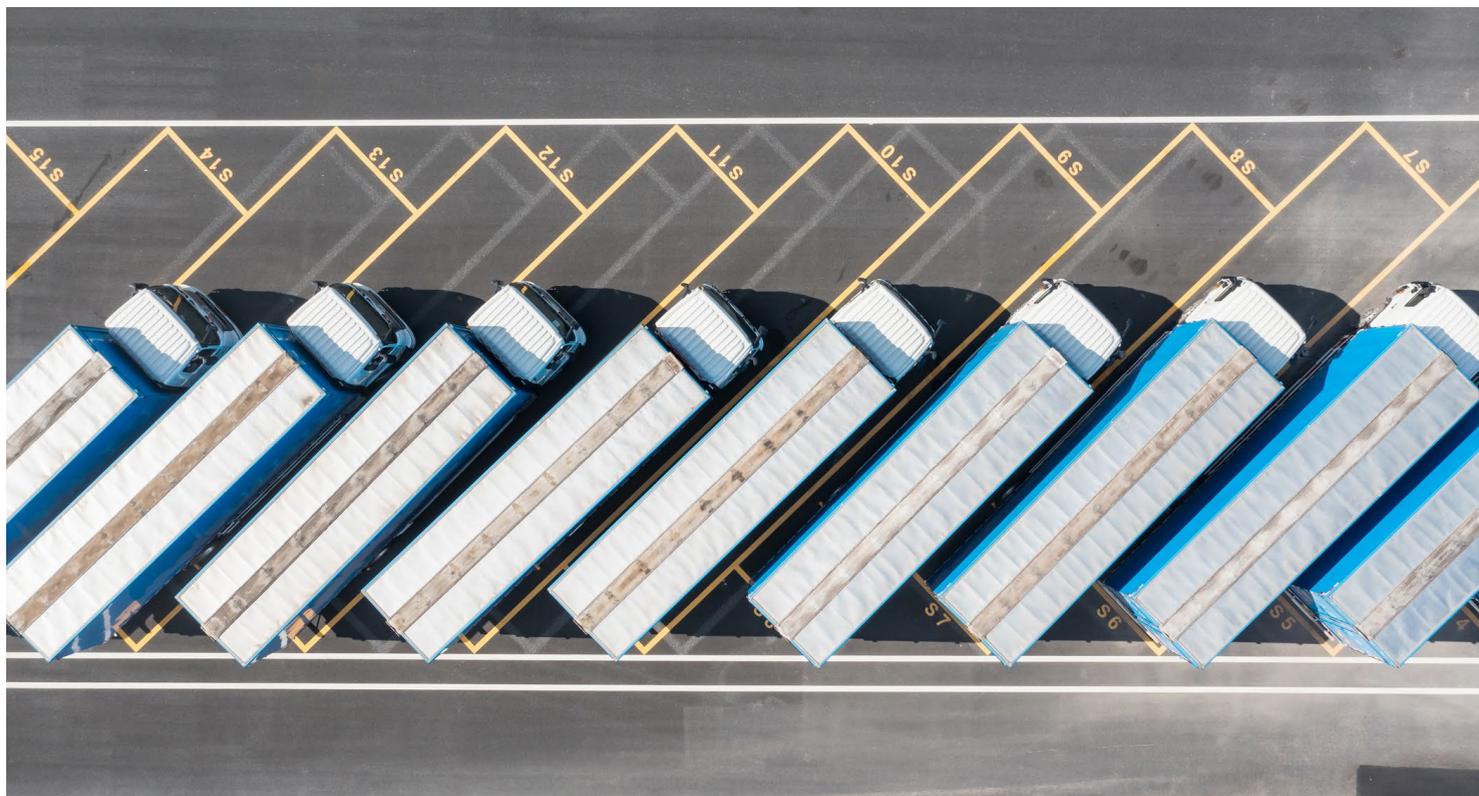
Fuentes: EIA, McKinsey & Company, Public Power, Bernstein. Datos a 31 de diciembre de 2023.

LOS CONFLICTOS ARMADOS ESTÁN A SU NIVEL MÁS ALTO DE LOS ÚLTIMOS 80 AÑOS

Número de conflictos armados en el mundo



Fuentes: UCDP, Davies, Shawn, Therese Patterson, Magnus Öberg, Gleditsch, Nils Petter, Peter Wallensteen, Mikael Eriksson, Margareta Sollenberg y Håvard Strand. Datos a 31 de diciembre de 2023.



10

Redefinición de la seguridad

La reevaluación de la seguridad nacional que actualmente están llevando a cabo los gobiernos probablemente se traduzca en mayores niveles de inversión de capital. La seguridad abarca no sólo la defensa militar tradicional, sino también la ciberseguridad, el suministro de recursos naturales fundamentales, la producción de energía, los transportes y las infraestructuras. Creemos que los mercados aún no son plenamente conscientes de las perspectivas de inversión que generará este cambio secular.

En Estados Unidos, es probable que el gobierno siga incentivando la producción interna de suministros esenciales. Las acciones de un fabricante de chips con sede en Carolina del Norte subieron un 40% tras la noticia de que había obtenido 750 millones de dólares de financiación al amparo de la ley de CHIPS para construir dos nuevas plantas de semiconductores en Estados Unidos.

Además, destacamos el objetivo del Gobierno de Estados Unidos de diversificar su dependencia de unos pocos especialistas en defensa y el sector aeroespacial²⁰ (que actualmente representan el 90% del presupuesto de producción de armas estadounidense),²¹ y ampliar su elenco de proveedores a compañías comerciales ya establecidas y startups con experiencia en áreas como la inteligencia artificial, el aprendizaje automatizado y la tecnología 5G. El mercado del sector de defensa podría generar incrementos de la facturación y de la cuota de mercado para compañías fuera de su espacio tradicional.

Desde el punto álgido de la guerra fría, el presupuesto del Departamento de Defensa se ha reducido a la mitad. De los miembros de la Unión Europea que a su vez son miembros de la OTAN, 16 de 23 van a superar el objetivo del 2% del PIB en 2024. Hace 10 años, la media de gasto en defensa de los miembros se situaba tan solo en el 1,2% del PIB. Parece que el gasto militar global tiene margen para cre-

cer, especialmente en áreas como las armas con funcionalidades de red, que podrían operarse con una combinación de máquina/humano o ser completamente autónomas.

Las inquietudes de Europa en materia de seguridad reflejan su dependencia del exterior para obtener bienes y materias primas esenciales. La Unión Europea importa más del 90% de sus productos y servicios digitales, depende de Asia para el 75%-90% de su fabricación de obleas, y depende de China hasta en un 70% para obtener materias primas esenciales, como el níquel, el cobre y el cobalto.²²

Mientras tanto, las economías BRICS+²³ controlan cinco veces más reservas de gas natural que el G7, y tienen tres veces más personal militar activo y el doble de reservas de petróleo y de producción de uranio.²⁴ El año pasado, Rusia aumentó su presupuesto en defensa un 25%, alcanzando un nuevo récord.²⁵

En general, creemos que el gasto global en seguridad será comparable al gasto anual en computación en la nube y en comercio electrónico durante la década de 2010. La potenciación de los sectores de semiconductores e infraestructuras y el aseguramiento de un suministro eléctrico fiable y asequible no solo constituyen ejes fundamentales de la estrategia de seguridad nacional, sino que también son esenciales para la competencia económica global.

Buscamos oportunidades en los sectores industrial, de suministros, materiales y energía. Todos estos sectores, menos el industrial, se negocian a descuento frente al mercado en general. **Parece que los inversionistas no creen que estas compañías vayan a lograr un crecimiento de los beneficios, que, en nuestra opinión, duplicará al del mercado en los próximos años.**

En los mercados privados, los inversionistas podrían encontrar oportunidades interesantes en compañías de menor tamaño centradas en la innovación en sistemas de defensa y seguridad basados en la tecnología.

²⁰ Definidas como compañías cuyo único cliente es el gobierno, o aquellas cuya única exposición está en el sector aeroespacial.

²¹ Allen, G. C., & Berenson, D. (2024). Why Is the U.S. Defense Industrial Base So Isolated from the U.S. Economy? CSIS.

²² Draghi, M. (2024). El futuro de la competitividad europea. Comisión Europea.

²³ Lista de países BRICS+.

²⁴ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

²⁵ Sauer, P. (2024). Last year, Russia boosted its defense budget by 25% to hit a new record. The Guardian.

Parte 03

Comprender el impacto de las elecciones

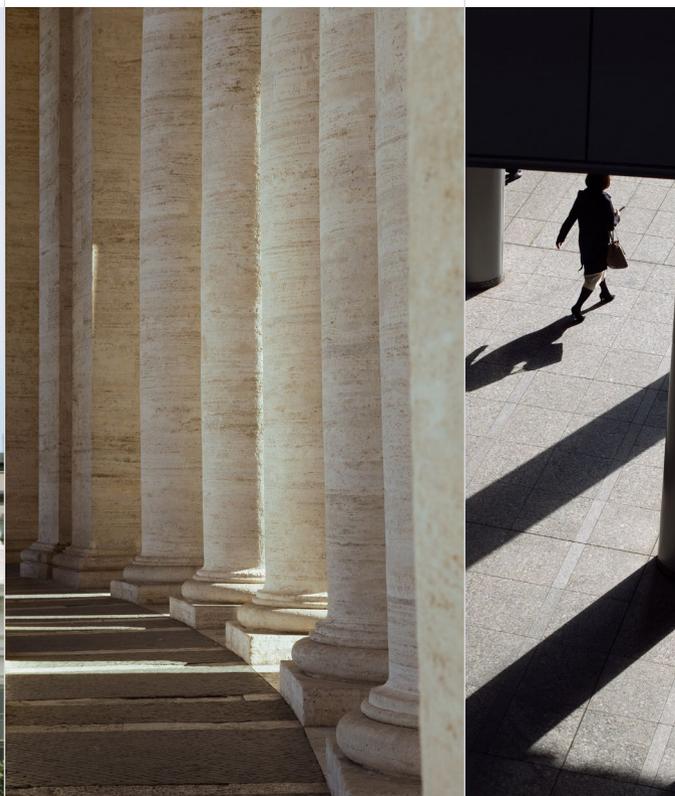
Definición de Trump 2.0

Caducidad de deducciones fiscales

Gestión de la volatilidad de las tasas

Riesgo de medidas antimonopolio

Oleada de movimientos antisistema



En 2025, los inversionistas podrán dejar de preocuparse por el posible el resultado de las elecciones para pasar a valorar sus efectos. Los resultados de las distintas elecciones en todo el mundo influirán en la orientación de la política fiscal, y afectarán a la deuda soberana y a los déficits, a la política comercial, a las iniciativas antimonopolio y a la popularidad de los candidatos antisistema.



11

Definición de Trump 2.0

La decisiva victoria del presidente Trump y del Partido Republicano en las elecciones de 2024 sienta las bases del escenario de Trump 2.0. ¿Qué significará esto para los mercados y para la economía? La desregulación, el aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones, la priorización de los resultados económicos a nivel nacional y la pequeña probabilidad de que bajen las tasas del impuesto de sociedades conforman el argumento alcista. De hecho, la reacción inmediata de los mercados a los resultados de las elecciones demostró que los inversionistas prefieren Estados Unidos sobre el resto del mundo, así como los valores de pequeña capitalización y los bancos regionales.

Sin embargo, las iniciativas para favorecer el crecimiento podrían provocar a su vez un aumento de la inflación y de los déficits presupuestarios. Efectivamente, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense han vuelto a situarse en máximos del año. Las elevadas tasas hipotecarias podrían seguir asfixiando la actividad del mercado de vivienda residencial y agravar la crisis de asequibilidad de la vivienda. La política de aranceles presenta posiblemente el mayor riesgo para el crecimiento mundial. Aunque no creemos probable que se impongan aranceles generalizados sobre todas las importaciones, sí lo es que se impongan aranceles a bienes o socios comerciales concretos. Las represalias de estos socios agravarían su impacto negativo sobre el comercio mundial.

Los resultados de las elecciones hacen que nuestra opinión sobre los activos de mercados emergentes, materias primas industriales y precios de la energía sea algo menos positiva. De hecho, merece la pena recordar la negociación de la *Tax Cuts and Jobs Acts* (TCJA) de 2017 de cara a 2025, y es más probable que las repercusiones económicas de la política fiscal se dejen sentir en 2026.



12

Caducidad de deducciones fiscales

El año que viene el Congreso va a tener que centrarse en la política fiscal. A finales de 2025 caducan muchas de las disposiciones de la ley TCJA de 2017. Si el Congreso no actúa, las tasas fiscales aplicables a las personas físicas volverán a los niveles de 2017, el impuesto mínimo alternativo afectará a muchas más personas con rentas altas, finalizará la deducción del 20% sobre los ingresos de las entidades en régimen de atribución de rentas, las llamadas *pass through entities*, (lo que afectará a muchas sociedades colectivas, corporaciones especiales y sociedades unipersonales), y la exención vital a efectos de los impuestos de sucesiones, donaciones y de transmisiones patrimoniales se reducirá a la mitad (de cerca de 28 millones de dólares estadounidenses a 14 millones de dólares por pareja). Es importante destacar que la bajada el tipo del impuesto de sociedades al 21% por la TCJA fue permanente.

El impacto total de la caducidad de las disposiciones temporales de la TCJA sería una reducción del 1,8% de los ingresos después de impuestos de todos los hogares estadounidenses, y del 3,1% para el 1% superior de las rentas.²⁶ La Tax Foundation estima que cerca del 62% de los contribuyentes verían aumentar su factura fiscal.

Ahora que el Partido Republicano controla ambas cámaras del Congreso, esperamos que se prorroguen durante un tiempo la mayoría, si no todas, las disposiciones temporales que afectan a los particulares.



Dicho esto, dado el estrecho margen de las respectivas mayorías de la Cámara de Representantes y del Senado, esto podría requerir cesiones en aspectos como el límite de deducciones fiscales estatales y locales. Además, el proceso de reconciliación fiscal requiere que el efecto de la legislación sobre el déficit sea neutro en un periodo de 10 años. Esto significa que una bajada adicional de las tasas del impuesto de sociedades podría resultar problemática, incluso con un presidente republicano y un Congreso controlado por este partido. No es probable que el impacto económico y personal de los cambios fiscales se note antes de 2026.

También estamos observando cómo influye la política fiscal en la migración. El análisis llevado a cabo por nuestro presidente de Estrategia de Mercados e Inversión, Michael Cembalest, muestra que, en Estados Unidos, casi todos los 20 principales flujos migratorios interestatales se producen desde estados con alta fiscalidad, como Nueva York, California e Illinois, hacia estados con poca o nula fiscalidad, como Florida, Texas, Arizona y Nevada. De hecho, fuera de Estados Unidos estamos observando un patrón similar. Cada vez hay más familias que se trasladan a lugares como Italia, Suiza, Dubai, Grecia y España. Los factores principales incluyen el atractivo de sus políticas fiscales y la preocupación por las turbulencias geopolíticas y la seguridad.

²⁶ Oshagbemi, C., & Sheiner, L. (2024). Which provisions of the Tax Cuts and Jobs Act expire in 2025? Brookings.

VARIAS DISPOSICIONES IMPORTANTES DE LA TCJA CADUCARÁN A FINALES DE 2025

Tramos de renta

Para la mayoría de los contribuyentes personas físicas, los tramos de renta subirían (el tipo fiscal más alto irá del 37% al 39,6%).

Impuesto Mínimo Alternativo

La TCJA subió la exención del impuesto mínimo alternativo de 54.300 dólares a 70.300 dólares para particulares, y de 84.500 dólares a 109.400 dólares para parejas casadas. También se suspendió la deducibilidad de muchos gastos, como los de algunas comisiones de gestión de inversiones. Su caducidad restauraría la deducibilidad de estos gastos, lo que indirectamente provocaría que muchos más contribuyentes quedasen sujetos por el impuesto mínimo alternativo, que eliminaría estas deducciones.

Deducción de impuestos estatales y locales

Según la TCJA, un contribuyente podrá deducirse únicamente hasta 10.000 dólares (5.000 dólares para contribuyentes casados que presentan declaración individual) por el importe agregado de impuestos estatales y locales que haya pagado. La caducidad de esta disposición eliminaría este límite, aunque, como se ha señalado anteriormente, con la reducción de la exención del impuesto mínimo alternativo, según el cual no son deducibles los pagos de impuestos estatales y locales, muchos contribuyentes no podrían aprovechar esa deducción.

Deducción de intereses hipotecarios

La deducción de intereses por “endeudamiento por adquisición” se limita a los intereses atribuibles al principal de la deuda por un importe de hasta 750.000 dólares (375.000 para personas casadas que presentan declaración individual). Su caducidad restablecería las limitaciones de 1 millón de dólares/500.000 dólares sobre el principal de la deuda. Además, podría darse una mayor libertad para deducir los intereses pagados sobre segundas hipotecas, como HELOCs.

Deducción de ingresos empresariales cualificados

La deducción de los ingresos de las entidades en régimen de atribución de rentas fue creada por la TCJA. Esta disposición permite a los contribuyentes personas físicas deducirse hasta el 20% de estos “ingresos empresariales cualificados” de una sociedad colectiva, corporación especial (“S corporation”) o sociedad unipersonal. En caso de caducidad se eliminaría esta deducción.

Donaciones benéficas

Entre 2018 y 2025, se aumentó el límite anual de la deducción por aportaciones a entidades benéficas públicas al 60% de la renta bruta ajustada. El límite volvería al 50%.

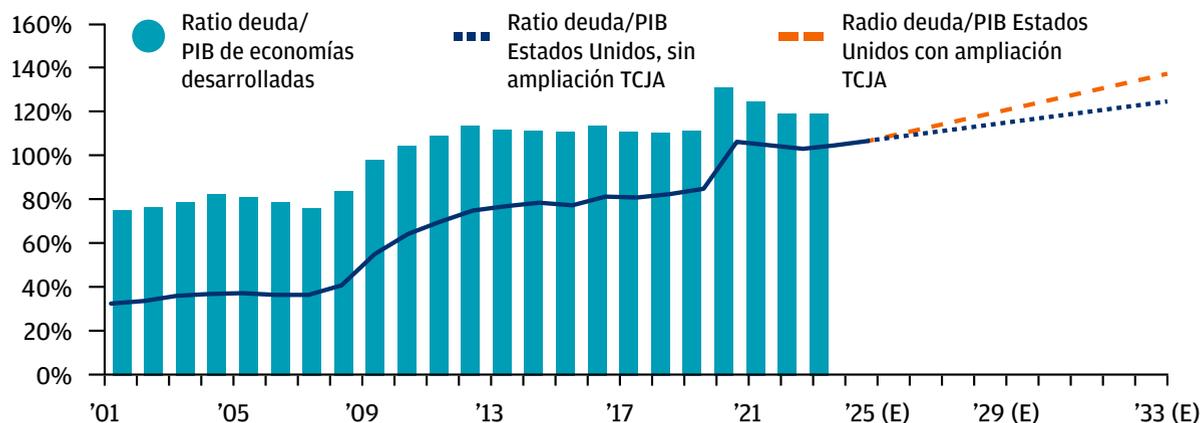
Impuesto de sucesiones y donaciones

La TCJA duplicó el importe de la exención vitalicia del Impuesto de sucesiones y donaciones a 10 millones de dólares, ajustado anualmente en función de la inflación. En 2024, el importe de la exención vitalicia asciende a 13,61 millones de dólares para personas individuales y 27,22 millones de dólares para parejas. Su caducidad podría limitar de forma drástica la capacidad de donar y/ o transmitir *mortis causa*, fijando de nuevo el tope de la exención en algo más de 7 millones de dólares para personas individuales (y unos 14 millones de dólares para parejas casadas), a partir de cuyo importe se aplicaría un impuesto fijo del 40% sobre el exceso.

Fuente: “A Look Ahead at Expiring Tax Provisions,” Tax Foundation. 12 de diciembre de 2023.

ATRACÓN DE ENDEUDAMIENTO: LA DEUDA SOBERANA SIGUE SUBIENDO, ESPECIALMENTE EN ESTADOS UNIDOS

Deuda como % del PIB en las economías desarrolladas



Fuentes: Fondo Monetario Internacional. Datos a 31 de diciembre de 2023. Oficina Presupuestaria del Congreso, Haver Analytics. Datos a 18 de junio de 2024.

13

Gestión de la volatilidad de las tasas

2025 podría ser otro año en el que la gestión activa en renta fija tenga un papel significativo en las carteras de inversión. En 2024, nuestros clientes aumentaron sus posiciones en renta fija por importe de unos 20.000 millones de dólares. Aunque creemos que los rendimientos de partida de la renta fija aportan valor, especialmente en el contexto de un ciclo de bajada de las tasas, recomendamos que los inversionistas consideren la posibilidad de añadir estrategias activas de renta fija para complementar las estrategias pasivas.

En primer lugar, los inversionistas deben considerar las perspectivas de la deuda soberana y de los déficits en muchos mercados desarrollados. A nivel mundial, la deuda soberana se sitúa actualmente en el 110% del PIB en las economías desarrolladas, y la Oficina Presupuestaria del Congreso proyecta que la deuda federal estadounidense titularidad del público alcanzará el 122% del PIB en 2034. **Los mercados podrían ampararse en cualquier tipo de política fiscal expansionista o cualquier aumento del gasto público para exigir rendimientos más altos por mantener deuda soberana de larga duración.**

Aunque se ha estabilizado, la inflación sigue estando más alta que en el ciclo anterior, y un pequeño impulso fiscal podría bastar para desencadenar una aceleración de la presión sobre los precios. La volatilidad implícita del mercado de bonos duplica la que existía antes que comenzara el ciclo global de subida de tasas a finales de 2021.

La inversión pasiva en renta fija puede ser una forma eficiente de comprar y mantener bonos hasta el vencimiento, pero creemos que la gestión activa del riesgo de tipo de interés (duración) y del riesgo de crédito podría ofrecer oportunidades de mejorar las rentabilidades. Las posiciones en fondos de renta fija activos dan acceso a su vez a más subsectores dentro de la renta fija que no están bien representados en los índices (como el crédito titulado y los bonos municipales high yield). De hecho, en los últimos cinco años, el gestor activo de renta fija mediano ha logrado superar su índice de referencia entre 20 y 60 puntos básicos.²⁷

²⁷ SimFund, utilizando categorías de clasificación de Morningstar. (30 de junio de 2024).

COMPRENDER EL IMPACTO DE LAS ELECCIONES

Sea cual sea el enfoque que adopte, dé un paso atrás para ver el panorama general: Las posiciones en bonos son una estrategia esencial para diversificar el riesgo de la renta variable dentro de una cartera. Nuestros clientes siguen teniendo más de 600.000

millones de dólares (el 26% de sus activos bajo supervisión) en valores con vencimientos inferiores a 1 año. Creemos que es mejor mantener bonos que liquidez, y que resulta prudente utilizar estrategias tanto activas como pasivas.

A MEDIDA QUE CRECEN LOS MÁRGENES DE BENEFICIO, CAE LA PROPORCIÓN DE LA FACTURACIÓN QUE CORRESPONDE A LA MANO DE OBRA



Fuentes: Oficina de Análisis Económico, Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analyti#cs. Datos a 30 de junio de 2024.

14

Riesgo de medidas antimonopolio

El incremento de los márgenes de beneficio empresariales en Estados Unidos (que ahora están 2,5 puntos porcentuales por encima de los niveles anteriores a la pandemia) y la caída de la proporción de la facturación empresarial que corresponde al coste de la mano de obra podrían intensificar la resistencia de los gobiernos. Es posible que observemos actuaciones al respecto tanto por parte del Departamento de Justicia estadounidense como de la Comisión Europea.

Parece que tanto los responsables políticos como el electorado son conscientes de que la caída secular de la proporción de la facturación empresarial que corresponde a la mano de obra podría provocar, si no se actúa, una mayor concentración empresarial, una reducción del poder

de negociación de los trabajadores y un giro hacia un sistema fiscal que favorezca al capital y a las empresas en detrimento de las rentas de trabajo. En otras palabras, tanto el electorado como los responsables políticos podrían intentar reducir, o incluso invertir, este declive secular limitando las grandes fusiones y adquisiciones empresariales.

A este respecto, cabe hacer una importante salvedad: La consideración de los datos y la tecnología como activos estratégicos por parte de los gobiernos les ha hecho tolerar que algunas grandes empresas tecnológicas funcionen en la práctica como monopolios. Es posible que esta situación no cambie, aunque aumente la actividad antimonopolística en general.

15

Oleada de movimientos antisistema



Aunque las elecciones estadounidenses hayan dominado la atención de los inversionistas en la segunda mitad de 2024, las repercusiones del súper-ciclo electoral mundial se harán sentir en 2025. En todo el mundo se ha observado una tendencia clara: Por primera vez desde que existen registros en 1905, en las economías desarrolladas todos y cada uno de los partidos políticos gobernantes que se enfrentaron a la reelección en 2024 redujeron su porcentaje de votos.

Las elecciones celebradas el pasado año incluyen las siguientes:

- **Parlamento de la Unión Europea**
Aunque la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, permanecerá en el cargo durante otro mandato, varios partidos antiinmigración y euroescépticos han mejorado su posición.
- **Francia**
El presidente Emmanuel Macron ha logrado in extremis formar una coalición, pero el Frente Nacional de Marine Le Pen sigue amenazando al sistema.
- **Reino Unido**
Los conservadores sufrieron una derrota aplastante.
- **Japón**
El Partido Liberal Demócrata perdió las elecciones.
- **Suecia, Finlandia y Nueva Zelanda**
Gobiernos de centro izquierda perdieron las elecciones.
- **Australia y Bélgica**
Gobiernos de centro derecha perdieron las elecciones.
- **India**
El partido BJP del primer ministro Narendra Modi perdió su mayoría.

En otros lugares del mundo, el presidente de Rusia, Vladimir Putin, se aseguró un nuevo mandato de seis años en unas elecciones sin oposición viable. En México, la presidenta Claudia Sheinbaum obtuvo una rotunda victoria, con la que se aprueba una reforma judicial controvertida y una nueva ley que exige que los salarios suban con la inflación.

Mientras los inversionistas analizan las posibles implicaciones de los cambios de gobierno en todo el mundo, también deben vigilar el riesgo que los políticos antisistema siguen planteando a los mercados. En el futuro, los inversionistas no sólo deberán considerar el riesgo político en términos de izquierda o derecha, sino también en términos de elementos prosistema o antisistema. En nuestra opinión, la amenaza de los partidos antisistema podía provocar un aumento de la volatilidad política y económica. A su vez, esto subraya la necesidad de crear carteras de inversión resistentes.

Parte 04

Renovar la resistencia de las carteras

Revisión del patrimonio

El valor de los ingresos

Defensa frente a la
inflación

Reconfiguración de las
rentabilidades

La fiebre del oro



Para salvaguardar el reciente aumento del patrimonio de los hogares y defenderlo frente al incremento de la volatilidad macroeconómica (debido a la subida de la inflación, la actividad de los responsables políticos y el repliegue de la globalización, por nombrar algunos factores), los inversionistas necesitan carteras resistentes. En nuestra opinión, existen tres enfoques que pueden ayudar a las carteras a resistir turbulencias inesperadas: confiar más en los ingresos; invertir en activos que ayuden a mitigar la amenaza de la inflación; y utilizar estrategias de opciones y derivados para modificar los perfiles de riesgo-beneficio.





16

Revisión del patrimonio

En el último año, el patrimonio neto de los hogares estadounidenses ha aumentado hasta alcanzar un récord de casi 160 billones de dólares.²⁸ Los datos del Banco Central Europeo sugieren que el patrimonio de los hogares de la Eurozona ha subido hasta alcanzar 60 billones de euros, desde los menos de 50 billones de euros de antes de la pandemia. Desde 2019, los *millennials* (nacidos entre 1981 y 1996) casi han doblado su patrimonio, que actualmente es superior al de la generación X (1965-1980) o al de los *baby boomers* (1946-1964) a edades similares.

Se trata claramente de una buena noticia. Pero estas ganancias también ofrecen una oportunidad para llevar a cabo una reevaluación estratégica de la cartera, que podrá realizarse desde una posición de fortaleza. Para algunos, la oportunidad podría ser una necesidad urgente. Consideremos lo siguiente: Si un inversionista realizó una distribución 60/40 en renta variable/renta fija a principios de 2020, sin reequilibrar posiciones, ahora tendría una distribución 80/20. Para muchos otros, puede que no resulte necesario realizar cambios sustanciales.

RENOVAR LA RESISTENCIA DE LAS CARTERAS

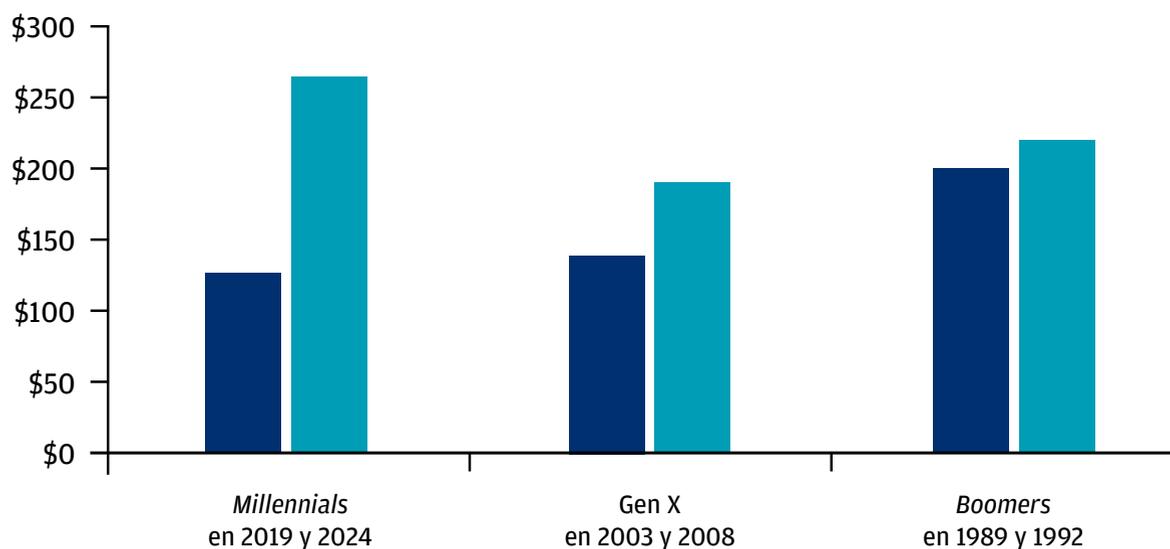
Otra cuestión fundamental para la resistencia de las carteras es la gestión de las posiciones concentradas. **Nuestras investigaciones han concluido que casi la mitad de todas las compañías cotizadas sufren en algún momento una pérdida de valor catastrófica, y casi dos tercios de ellas obtienen resultados peores a los del índice.**²⁹ Por otro lado, una posición concentrada en liquidez también puede ser perjudicial para alcanzar objetivos a largo plazo, o incluso para mantener el poder adquisitivo.

Ahora es un buen momento para que los inversionistas reevalúen sus objetivos y su tolerancia al riesgo, y

consideren la alineación entre sus activos y estos objetivos. Para muchos de ellos podría resultar prudente blindar sus ganancias y reducir su exposición a unos índices que reflejan las valoraciones en su plenitud, y alcanzar sus objetivos de estilo de vida asumiendo menos riesgo. Existen varias formas de hacerlo de forma fiscalmente eficiente, como donar a entidades benéficas las posiciones que han experimentado una mayor revalorización a más largo plazo, o utilizar estrategias como los contratos a plazo variables prepagados (*variable prepaid forwards*) para monetizar y diversificar posiciones concentradas.

LOS MILLENNIALS TIENEN MÁS PATRIMONIO QUE LOS BOOMERS Y LA GENERACIÓN X A SU MISMA EDAD

Patrimonio neto ajustado en función de la inflación por generación a edades similares, miles de dólares



Fuentes: Reserva Federal, Oficina de Estadísticas Laborales, Rubinson Research. Datos a 30 de junio de 2024.

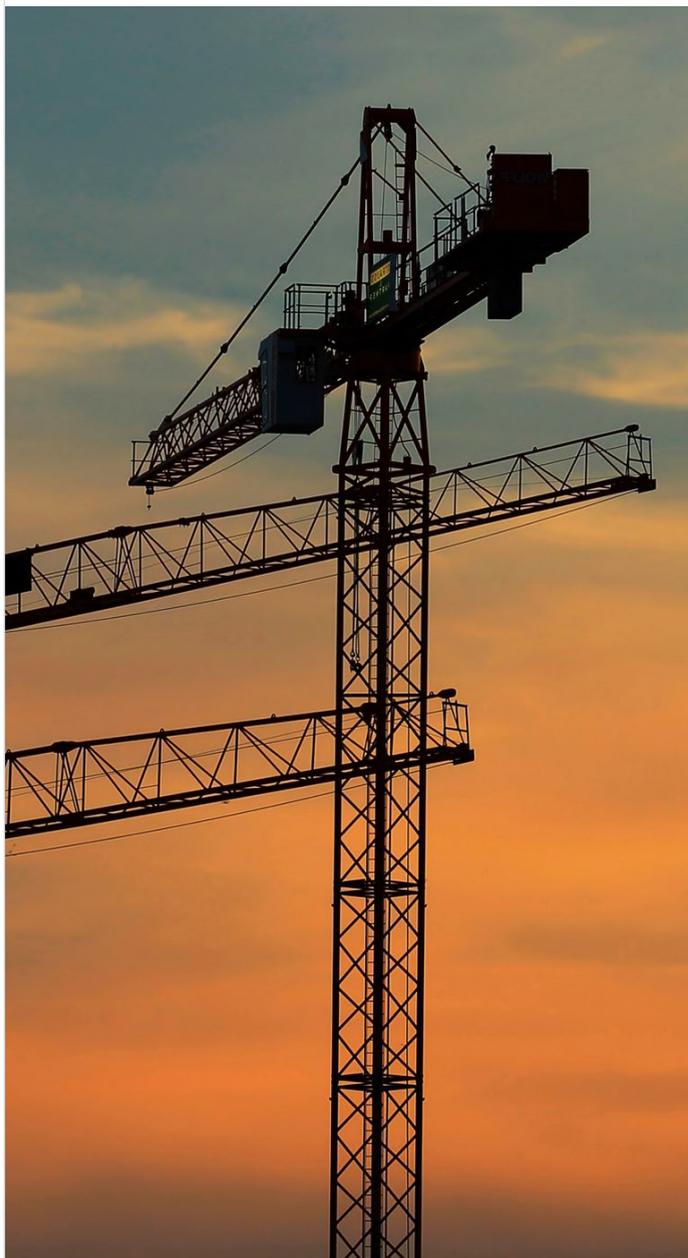
Nota: El patrimonio real por hogar se ha medido en dólares de 2017, ajustado utilizando el IPC. Las barras oscuras miden el patrimonio cuando la generación tenía entre 23 y 38 años. las barras claras reflejan el patrimonio cuando la generación tenía entre 28 y 43 años.

²⁸ Junta de gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (Estados Unidos) nivel, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, 8 de noviembre de 2024.

²⁹ Cembalest, M., Manoukian, J., & Datta, K. (2024). The Agony & The Ecstasy: The risks and rewards of a concentrated stock position, part IV. J.P. Morgan.

17

El valor de los ingresos



Una forma de aumentar la capacidad de resistencia de las carteras es incrementar la proporción de su rentabilidad total que proviene de ingresos. A medida que caen los rendimientos de la liquidez y de las letras del Tesoro, muchos inversionistas están buscando nuevas fuentes de ingresos. Si la historia nos puede servir de guía, entre 600.000 millones y 2,2 billones de dólares estadounidenses en activos de fondos monetarios se trasladarán a otros activos.

La renta fija tradicional (deuda soberana, municipal y corporativa *investment grade*) es el primer lugar donde buscar rendimientos. Los bonos corporativos *investment grade* siguen ofreciendo rendimientos superiores al 5%. Los diferenciales de crédito son estrechos, pero están respaldados por un riesgo bajo de caída de las calificaciones y una elevada calidad crediticia.

Aunque las rentabilidades están sujetas a fluctuaciones de mercado, los inversionistas en bonos high yield podrían encontrar oportunidades para obtener rentabilidades atractivas, que podrían superar el 5%, incluso si se produce una cierta ampliación de los diferenciales. Además, los contribuyentes estadounidenses podrían considerar la posibilidad de invertir en valores preferentes, que pueden proporcionar ingresos fiscalmente eficientes de entre un 6% y un 7%.

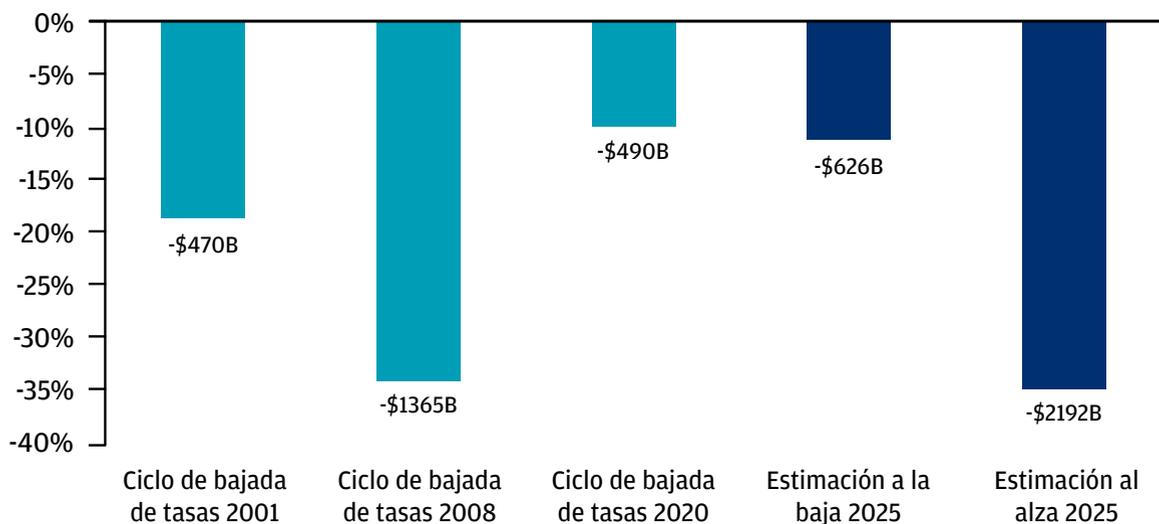
Y no olvidemos los valores de renta variable que pagan dividendos, que actualmente cotizan con un descuento sustancial en relación con el mercado. Además, las acciones de calidad con altos dividendos tienden a presentar tan sólo un 80% de la volatilidad del mercado en general. En otras palabras, podrían ofrecer una experiencia de inversión menos volátil a una valoración potencialmente inferior.

Por último, las inversiones ilíquidas en sectores como préstamos directos, infraestructuras, inmobiliario y financiación garantizada pueden ofrecer oportunidades de asegurar ingresos entre un 5% y un 10%, y a menudo presentan correlaciones bajas tanto con las acciones como con los bonos.

A medida que continúe el ciclo de bajada de las tasas de interés y desciendan las tasas libres de riesgo, las fuentes de ingresos de mayor riesgo podrían pasar a ser más atractivas durante el transcurso de 2025.

POSIBLE REDISTRIBUCIÓN DE HASTA 2 BILLONES DE DÓLARES EN LIQUEIDEZ

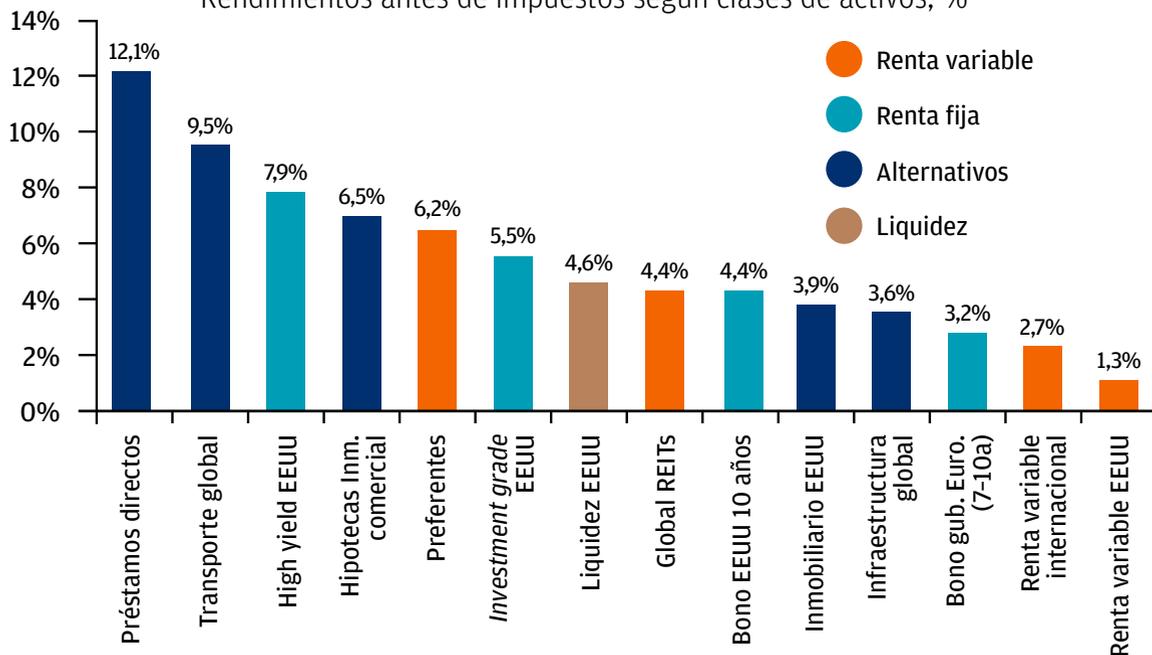
Reducción acumulada de activos en fondos monetarios en anteriores ciclos de bajada de las tasas de interés, %



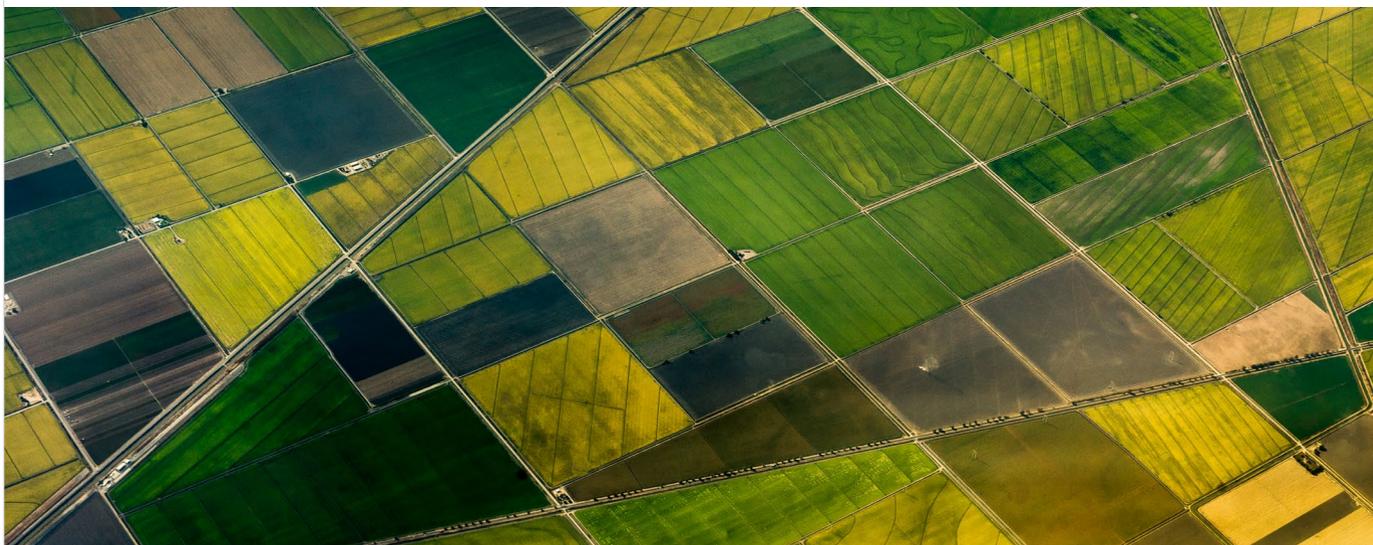
Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos a 30 de septiembre de 2024.

LOS RENDIMIENTOS PASARÁN A TENER MÁS VALOR A MEDIDA QUE BAJEN LAS TASAS DE REFERENCIA

Rendimientos antes de impuestos según clases de activos, %



Fuentes: BAML, Bloomberg Finance L.P., Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Reserva Federal, FTSE, MSCI, NCREIF, FactSet, Wells Fargo, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 31 de agosto de 2024.



18

Defensa frente a la inflación

La renta fija tradicional sigue siendo un elemento esencial de diversificación de las carteras de inversión. No obstante, otra forma de mejorar potencialmente la capacidad de resistencia de las carteras es invertir en activos que puedan mitigar la amenaza de la inflación. En los últimos cuatro años, las carteras con una diversificación tradicional se han enfrentado a un importante desafío, en un entorno en el que la renta variable y la renta fija a menudo se han movido en la misma dirección, es decir, han mantenido una correlación positiva. En 2022, al dispararse la inflación, se desplomaron tanto las acciones como los bonos.

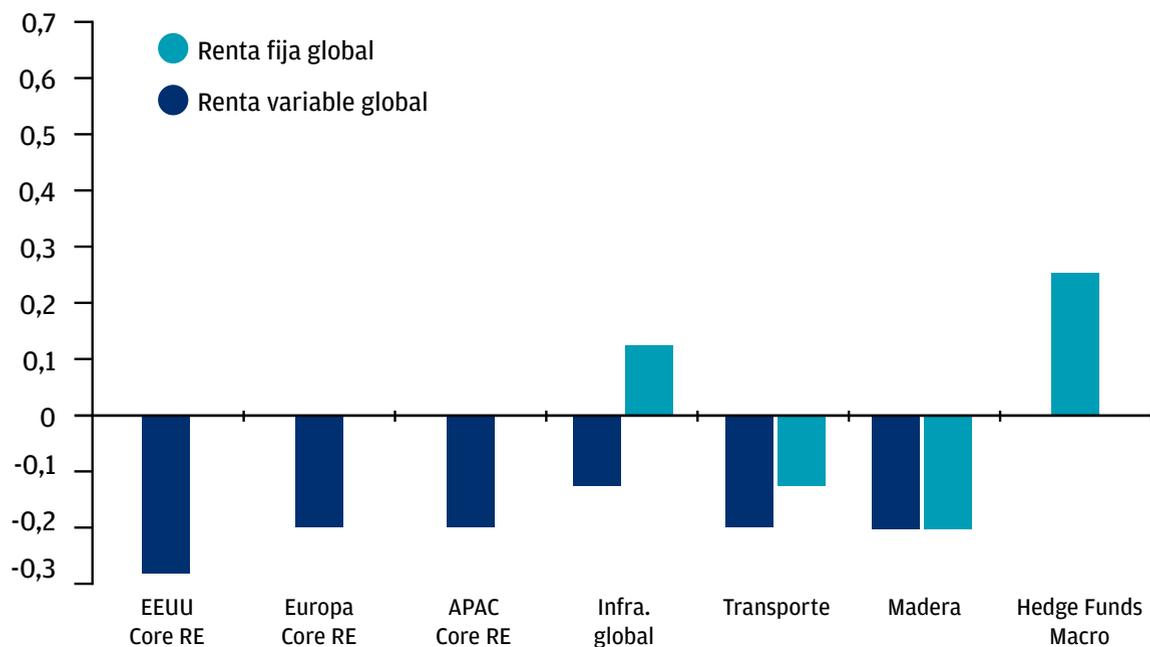
Los inversionistas recordaron entonces que, aunque los bonos pueden ayudar a diversificar la cartera frente a perturbaciones en el crecimiento, no pueden protegerla frente a una fuerte subida de la inflación. **A largo plazo, creemos que se mantendrá la correlación negativa entre acciones y bonos.** Sin embargo, existe, en nuestra opinión, un argumento de peso

para mantener activos que puedan proporcionar diversificación tanto frente a la renta variable como frente a la renta fija.

¿Qué opciones son las más adecuadas? Históricamente, el inmobiliario, las materias primas y las infraestructuras han mostrado correlaciones bajas con las acciones y los bonos. Al mismo tiempo, las estrategias de hedge funds diversificadas demostraron su eficacia en el período posterior a la pandemia. Los hedge funds compuestos han superado notablemente a la renta fija tradicional, por un 20% en base a acumulada desde finales de 2020. De aquí en adelante, creemos que los hedge funds podrían captar más del 80% del recorrido alcista de una cartera tradicional 60/40, experimentando aproximadamente la mitad de la volatilidad. También estamos interesados en los espacios más especializados (como los royalties) que proporcionan flujos de efectivo estables con poca o ninguna correlación con los mercados tradicionales.

VARIOS ACTIVOS DE LOS MERCADOS PRIVADOS OFRECEN CORRELACIONES NEGATIVAS CON LA RENTA VARIABLE Y LA RENTA FIJA

Rentabilidades trimestrales entre el segundo trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2024



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management. Datos 31 de agosto de 2024.

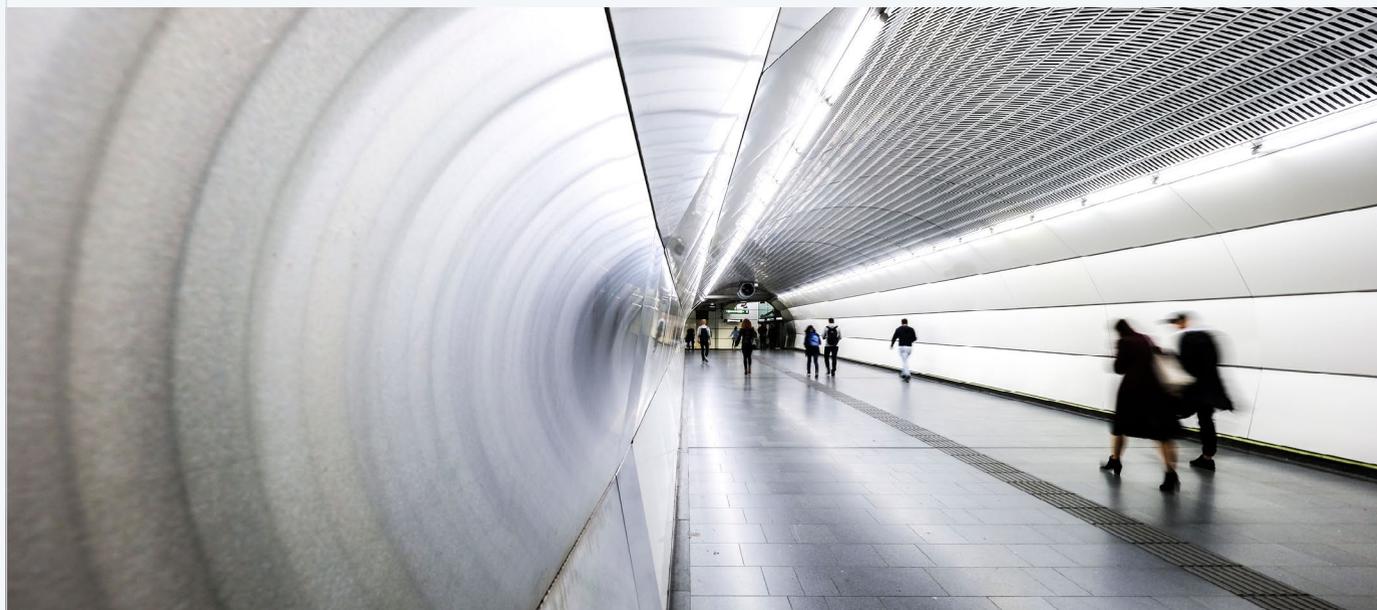
19

Reconfiguración de las rentabilidades

Existe una tercera forma de enfocar la resistencia de las carteras. Considere la posibilidad de utilizar herramientas como las opciones para cambiar el perfil de rentabilidad-riesgo de los activos subyacentes. Esta estrategia puede proporcionar protección bajista, conservando cierto recorrido alcista.

Las opciones tienen el potencial de conservar el capital, proporcionar exposición a nichos del mercado y generar ingresos. De forma similar, los ETFs activos pueden emplear estrategias de opciones que buscan generar ingresos de una clase de activo subyacente o reducir la volatilidad en relación con la exposición directa a renta variable.

Los pagarés estructurados pueden lograr resultados similares con una mayor especificidad individual. Históricamente, hemos observado que los *equity-linked* logran captar las dos terceras partes de la rentabilidad de los mercados de renta variable en general y, al mismo tiempo –y esta es la clave–, obtener rentabilidades positivas en mercados de renta variable bajistas. Históricamente, los *equity-linked* también han logrado superar a la renta variable preferente y a los bonos high yield tanto en mercados alcistas como bajistas. Creemos que en 2025 los inversionistas deberían considerar la posibilidad de adoptar estrategias que reconfiguran las rentabilidades para integrar protección bajista manteniendo la exposición alcista.



20

La fiebre del oro

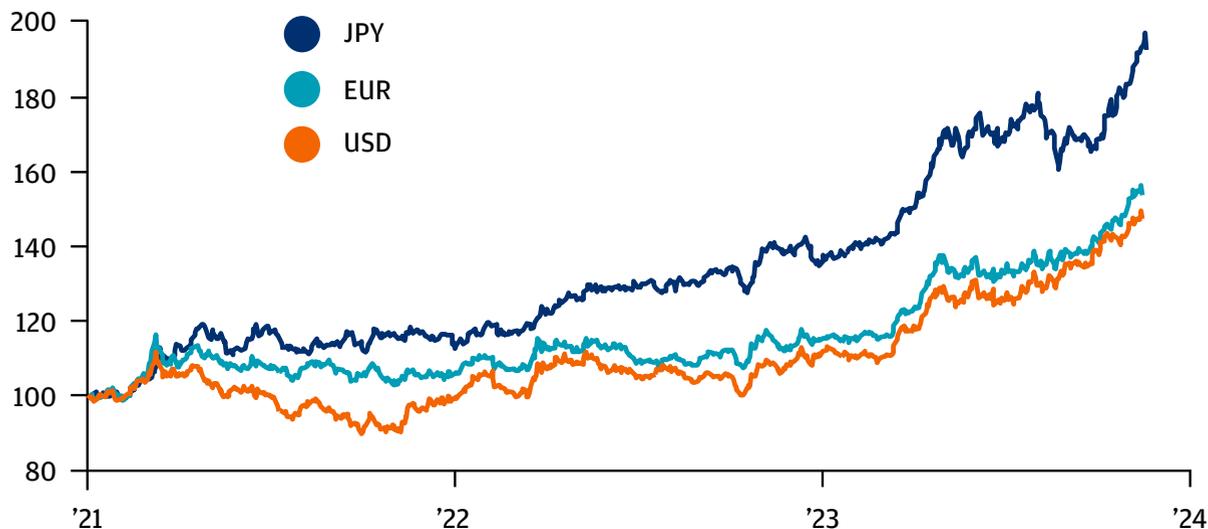
En 2024 el oro alcanzó nuevos máximos históricos, y creemos que hay argumentos para creer que la fiebre del oro continuará en 2025. Esta materia prima puede tener un papel importante en la construcción de carteras resistentes. Esperamos que los precios del oro sigan encontrando respaldo en los bancos centrales, especialmente en los mercados emergentes, que han estado comprando 1.500 toneladas más de oro cada año de la que compraban antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia. El Banco Popular de China aún mantiene tan sólo el 5% de sus reservas en oro, frente al 60% del BCE y el 73% de la Reserva Federal.³⁰ **En 2024 prácticamente no hubo flujos de entrada a ETFs de oro, pero la entrada de nueva demanda de inversionistas minoristas, que se enfrentan a la bajada**

de las tasas de interés libres de riesgo en 2025, podría empujar al alza los precios.

Resulta fundamental señalar que el oro, el activo refugio por excelencia, puede ser una cobertura atractiva tanto frente al riesgo geopolítico como a la incertidumbre que rodea a la deuda soberana y los déficits. En un estudio de unos 50 sucesos geopolíticos desde la Segunda Guerra Mundial, concluimos que el oro es un instrumento de cobertura a corto plazo fiable frente a la volatilidad de los mercados de renta variable.³¹ Por último, creemos que el dólar estadounidense tiene una sobrevaloración estructural. El oro es una forma eficiente de diversificar la exposición a divisa.

EL ORO HA SUBIDO A UN RITMO SUPERIOR QUE LA MAYORÍA DE LAS PRINCIPALES DIVISAS, ESPECIALMENTE EL YEN

Índice del precio del oro, 100 = 2021



Fuente: FactSet. Datos a 31 de octubre de 2024.

³⁰ Attar, H., & Ademolu-Odeneye, I. (2024). The Next Shift in the Gold Market. Bridgewater.

³¹ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

Parte 05

Evolución del panorama de inversión

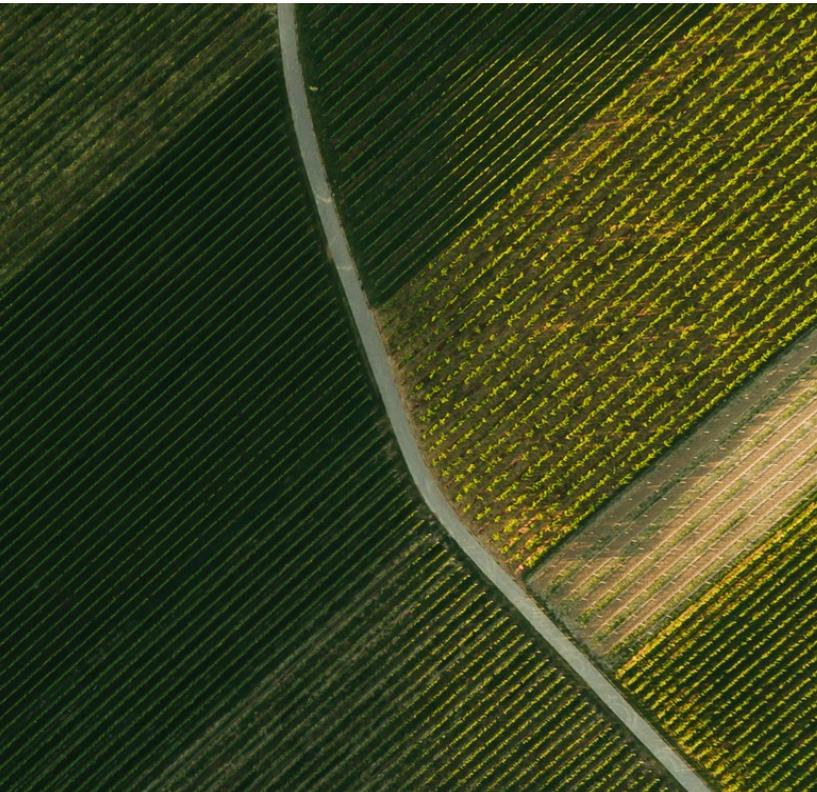
Alternativos *evergreen*

Deportes y *streaming*

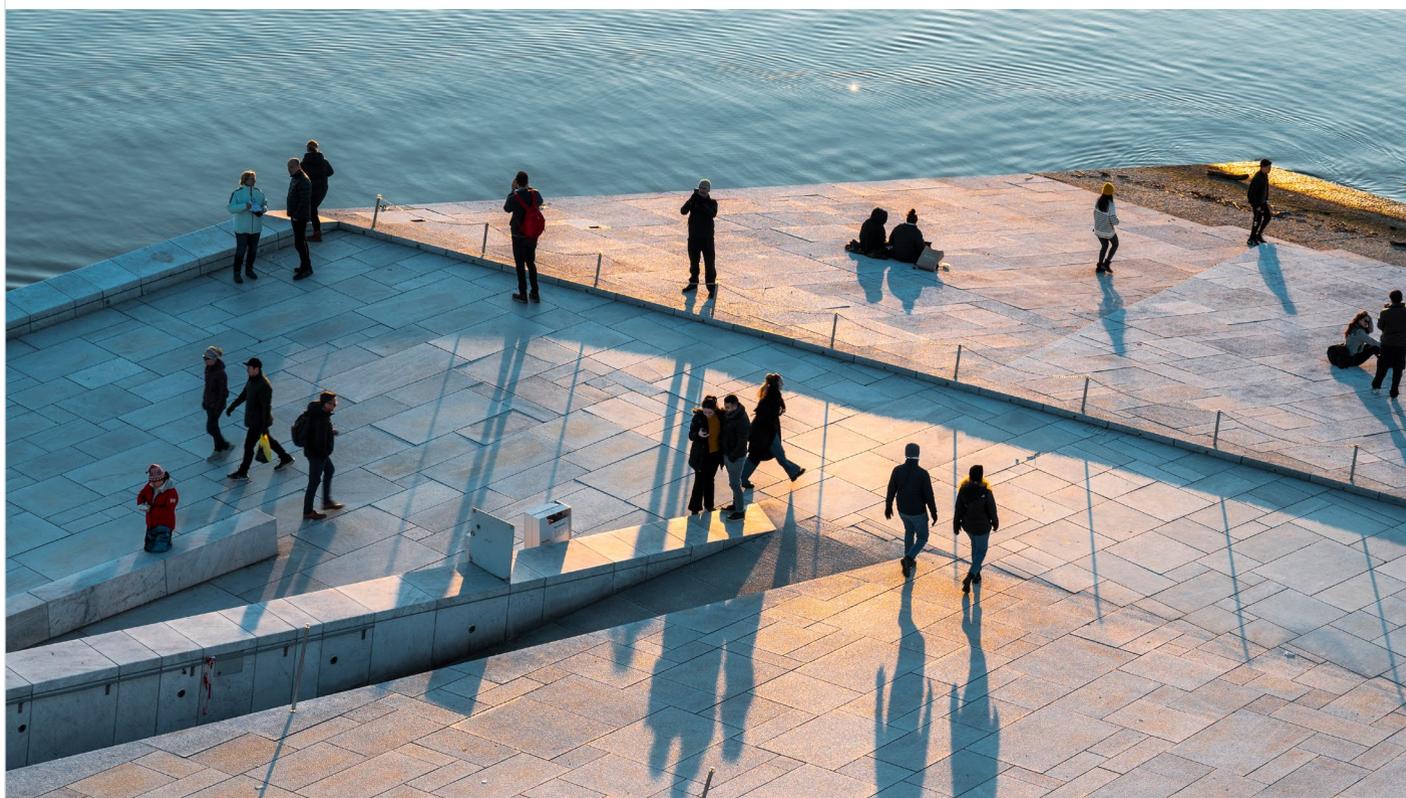
La carrera espacial del siglo XXI

Gestión de pasivos

Ciudades reimaginadas



La innovación en inversiones a veces llega en oleadas; creemos que 2025 será un año de innovación, ya que la industria explora nuevas fronteras. Aunque estas oportunidades pueden no convertirse en una parte central de su cartera, pueden representar pequeñas posiciones, pero una significativa aportación a sus activos.



21

Alternativas *evergreen*



Los fondos alternativos perennes o *Evergreen* representan una nueva frontera y están ganando popularidad. De hecho, el 50% de nuestros compromisos alternativos en 2024 fueron en estructuras de fondos *evergreen*, frente al 33% del año anterior. Mientras que muchos fondos de activos alternativos tienen una fecha de vencimiento fija, los fondos *evergreen* de capital abierto (sin fecha de vencimiento fija) han comenzado a despegar.

Los fondos de crédito privado *evergreen* acumularon activos a principios de la década de 2020, en parte porque las regulaciones limitaron la capacidad de los bancos para otorgar préstamos. En 2025, esperamos que el capital privado *evergreen* experimente una trayectoria de crecimiento similar.

Hoy en día, el private equity *evergreen* está concentrado: alrededor del 75% de los activos actuales bajo gestión están invertidos en las 20 principales estrategias. Pero en 2025 nos asociaremos con varios gestores para desarrollar estrategias que creemos pueden ofrecer una exposición diferenciada al capital privado en vehículos semi-líquidos. De hecho, hay 50 fondos actualmente en proceso de registro en la SEC que se espera que se lancen en los próximos meses.³²

Las alternativas *evergreen* ofrecen algunos beneficios clave: acceso a estrategias de inversión privada con volúmenes mínimos de inversión más bajos; la capacidad de acceder a una cartera de inversión experimentada; y lo más importante, el potencial de acceder a liquidez de manera periódica (por ejemplo, mensual o trimestral).

Los fondos *evergreen* también ofrecen un enfoque más simple en comparación con los fondos cerrados. Invertir completamente en el peso estratégico correcto requiere una decisión única y su capital puede reinvertirse para crecer con el tiempo.

Al mismo tiempo, señalamos algunas advertencias. Las estrategias *evergreen* tienden a tener costes más altos y rendimientos más bajos que los fondos cerrados que “retiran” su capital de los inversionistas. Es importante destacar que el calendario de reembolso de los fondos *evergreen* puede verse afectado por la ocasional falta de liquidez de sus inversiones subyacentes. Eso podría ser un desafío: los inversionistas tienden a querer liquidez principalmente durante períodos de estrés económico y de mercado.

Creemos que las estrategias *evergreen* de capital abierto y las más tradicionales de capital cerrado pueden ser complementarias en una cartera de inversión diversificada. Los inversionistas que priorizan la simplicidad pueden enfatizar las estrategias *evergreen*, mientras que aquellos que se enfocan en el rendimiento absoluto podrían inclinarse más hacia los fondos tradicionales de capital cerrado.

³² Flynn, K., McCulloch, B., Hagen, J., Gaskill, L., & Becker, L. (2024). Actualización del mercado de CEF no cotizados del segundo trimestre de 2024 de XA Investments. XA Investments.



22

Deportes y *streaming*

Tradicionalmente, poseer un equipo deportivo tenía más en común con poseer un Rembrandt o una colección de coches clásicos que con poseer acciones públicas y privadas. Pero a medida que las ligas deportivas relajan sus reglas de propiedad, los posibles inversionistas deportivos pueden encontrar nuevas fronteras para explorar.

El argumento para invertir en deportes es simple. **Primero, los eventos deportivos son una de las pocas experiencias mediáticas que atraen de manera confiable una audiencia significativa.** No es de extrañar que el valor total de las fusiones y adquisiciones (M&A) deportivas y la inversión haya aumentado 8 veces en los últimos cinco años, mientras que todas las M&A e inversiones públicas han disminuido un 40%.³³

En segundo lugar, las barreras de entrada siguen siendo altas para cualquier nueva franquicia deportiva, un beneficio para cualquier propietario de franquicia existente. El número de franquicias en los Estados Unidos está estrictamente regulado por las reglas de sus respectivas ligas, y la jerarquía global de las ligas parece establecida.³⁴

EVOLUCIÓN DEL PANORAMA DE INVERSIÓN

Pero invertir en deportes conlleva desafíos. Los socios históricos más importantes de las ligas, las redes de televisión tradicionales (terrestres), parecen estar en un estado de declive inexorable. No nos sorprendería ver consolidación entre los jugadores de medios tradicionales, mientras que los servicios de *streaming* habilitados por tecnología, pagan primas crecientes para acceder a los derechos deportivos.

En última instancia, el caso alcista para invertir en deportes parece probable que prevalezca. La National Football League (NFL) también está flexibilizando sus reglas de inversión para permitir más capital institucional, y es probable que los cambios importantes en el atletismo universitario requieran soluciones de capital. Esperamos que la actividad de acuerdos así como la inversión en acciones y crédito en deportes y activos relacionados con el deporte, superen a otras industrias.

LA INVERSIÓN EN DEPORTES PUEDE BENEFICIARSE DE REGLAS DE PROPIEDAD RELAJADAS

Temas de inversión planificados por fondos de capital privado

Equipos	Coleccionables
Propiedad mayoritaria en franquicias deportivas*	Tarjetas de intercambio, memorabilia, NFTs
Propiedad minoritaria en franquicias deportivas	Ropa
Jugadores/Talento	Bienes raíces
Servicios relacionados con el rendimiento de los jugadores	Financiamiento de equipos deportivos y estadios
Software de análisis deportivo	Estadios/pistas/campos de golf
Agencias deportivas	Desarrollos inmobiliarios adyacentes a estadios
Suscripción de contratos de jugadores	Franquicias de fitness relacionadas con el deporte
Medios	Operaciones
Derechos de medios y <i>streaming</i>	Gestión de recintos (entradas, concesiones, etc.)
Redes sociales/participación de los fans	Equipamiento para arenas, operaciones de eventos y atletas
Medios de comunicación dirigidos a los aficionados al deporte	Aplicaciones de venta de entradas de terceros
Ligas	Apuestas
Ligas deportivas emergentes	Deportes de fantasía
Academias deportivas juveniles	Aplicaciones/sitios de apuestas
Campamentos de verano	Casas de apuestas deportivas en vivo
Videojuegos	
E-sports (<i>streaming</i> , competiciones)	
Videojuegos deportivos	

Fuentes: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Datos de 2024. *Aunque la propiedad mayoritaria por fondos de capital privado no está actualmente permitida en las cuatro ligas deportivas más grandes de EE. UU., algunas ligas emergentes e internacionales lo permiten. Incluye entrenamiento, desarrollo y rehabilitación física de jugadores; biomecánica, nutrición, estrategia mental, etc.

³³ Cembalest, M. (2024). Una parte de la acción. J.P. Morgan Asset Management. Para más información, consulte nuestro artículo sobre inversión en deportes [aquí](#).
³⁴ National Football League y Premier League, seguidas por la National Basketball Association, luego Major League Baseball y la National Hockey League, la Women's National Basketball Association, la Fórmula 1 y otras ligas de fútbol europeas en algún orden.

23

La carrera espacial del siglo XXI

La economía global ya depende del espacio. Los satélites y otras tecnologías de posicionamiento, navegación y sincronización son fundamentales para los servicios de localización y comunicación que soportan industrias desde la televisión hasta la entrega de alimentos. La innovación de empresas como SpaceX ha reducido 10 veces el coste de lanzar un satélite en los últimos 20 años, y esperamos que las mejoras en los satélites respalden tecnologías de comunicación y observación más efectivas. Esto podría ser crucial para la conectividad global y podría permitir avances en procesos intensivos en datos como la automatización. Otros casos de uso incluyen la obtención de imágenes para rastrear movimientos, lo que podría ayudar a gestionar cadenas de suministros, predecir y responder a desastres naturales y seguir proyectos de construcción.

El espacio también seguirá siendo un foco para la seguridad de los países. **Las solicitudes de presupuesto del Departamento de Defensa de EE. UU. para sistemas basados en el espacio han aumentado desde aproximadamente 9 mil millones de USD en 2019 a más de 25 mil millones de USD en 2025.** Una nave espacial lanzada por India aterrizó en el Polo Sur de la luna. Japón y Estados Unidos están colaborando en tecnologías de posicionamiento más precisas. Perú, Arabia Saudita y Tailandia han priorizado el espacio en sus planes de desarrollo económico.

El turismo espacial podría crecer hasta convertirse en una industria de 5 mil millones de USD por año en los próximos 10 años. La firma de consultoría McKinsey & Co. predice que la economía espacial crecerá a más del doble del ritmo del PIB global durante la próxima década, convirtiéndose en una industria de 2 billones de USD en 2035.³⁵



³⁵ Acket-Goemaere, A., Brukart, R., Klempner, J., Sierra, A., & Stokes, B. (2024). Space: The \$1.8 trillion opportunity for global economic growth. McKinsey & Company.

24

Gestión de pasivos

En los últimos dos años, muchos prestatarios han estado soportando costes basados en tasas de interés a corto plazo superiores al 5%. **A medida que el mercado comienza a anticipar futuras reducciones en las tasas de interés, los prestatarios pueden fijar tasas más bajas independientemente de si las reducciones de tasas se materializan.** En septiembre fue posible fijar los costes en base a SOFR en 2.90%-3.25% para 2-5 años, dado que los mercados reflejaban un ciclo agresivo de recortes de la Reserva Federal. Los clientes pueden ajustar aún más sus costes de endeudamiento utilizando herramientas como swaps de tasas de interés simples y estructurados, caps y collars para gestionar o fijar tasas aún más bajas de los que el mercado ofrece actualmente.

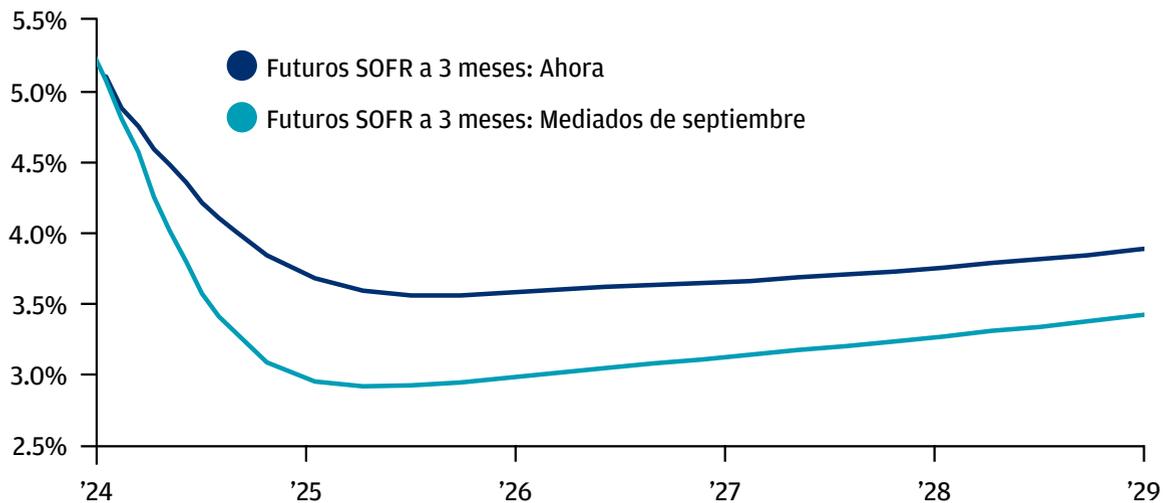
La actividad hipotecaria también refleja una gestión dinámica de las condiciones del mercado, en particular sobre las expectativas de tasas de interés. En septiembre, las solicitudes de hipotecas de J.P. Morgan Private Bank estaban en sus niveles más altos desde junio de 2023, y las solicitudes de refinanciación estaban en su punto más alto desde el verano de 2022.

Alrededor del 70% de nuestras solicitudes de hipotecas fueron para préstamos a tipo variable, la mayor proporción en al menos cinco años. Esto sugiere que los prestatarios están haciendo su mejor esfuerzo para buscar las tasas más bajas posibles y esperan que estos caigan en el futuro.

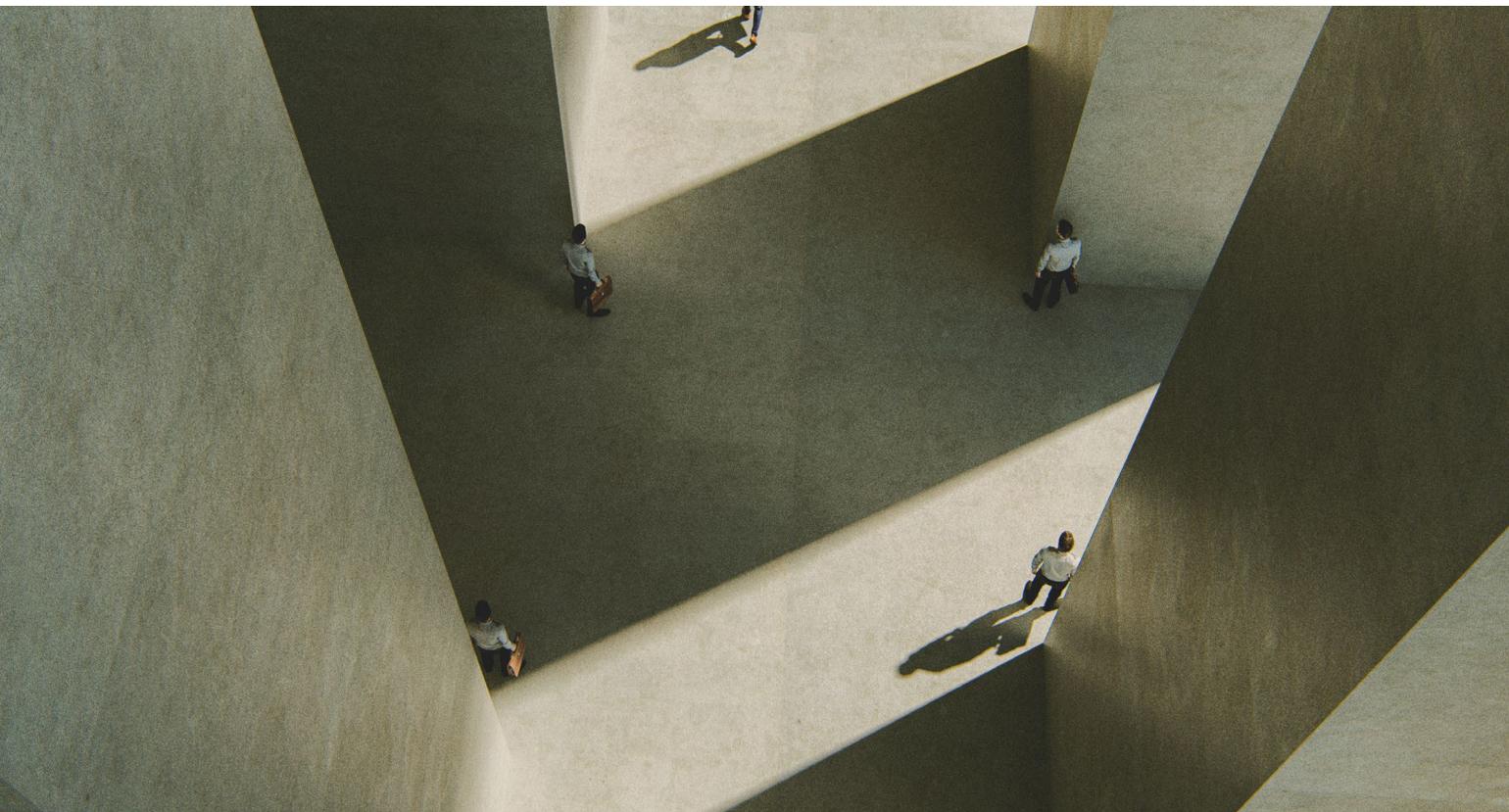
Podríamos ver otras oportunidades como esta en el próximo año. Independientemente de si participa o no en la gestión de pasivos, a medida que los costes de endeudamiento disminuyen, esperamos ver un aumento en la demanda de crédito de líneas sobre el valor neto de la vivienda (HELOCs), líneas de crédito sobre carteras, así como compras y refinanciaciones hipotecarias. Las correcciones en las tasas de interés también son importantes para la planificación patrimonial: las tasas de préstamos intrafamiliares son menos onerosos, al igual que las tasas para los fideicomisos de anualidades retenidas por el otorgante (vehículos en los que la apreciación de activos por encima del tipo del fideicomiso se transfiere al beneficiario libre de impuestos sucesorios).

LAS CAMBIANTES EXPECTATIVAS DE LOS MOVIMIENTOS DE POLÍTICA DE LA FED PUEDEN CREAR OPORTUNIDADES PARA FIJAR TASAS

Expectativa del tipo de interés a 3 meses implícito por los futuros SOFR, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 23 de octubre de 2024.



25 Ciudades reimaginadas



EVOLUCIÓN DEL PANORAMA DE INVERSIÓN

El paisaje físico de las ciudades está cambiando. Es un fenómeno post-pandémico con alcance global.

Incluso antes de COVID, las ciudades estaban cambiando. En los Estados Unidos, los *millennials* se estaban mudando a áreas suburbanas más asequibles. La pandemia y la proliferación de acuerdos para realizar trabajo desde casa reimpulsaron la dinámica. Ahora, el nuevo desarrollo en muchas ciudades de EE. UU. (incluyendo Boston, Indianápolis y el área metropolitana de Dallas/Fort Worth) presenta propiedades multifamiliares de baja altura con jardín; edificios de oficinas en suburbios y áreas urbanas periféricas; y comercio minorista para uso mixto remodelado.

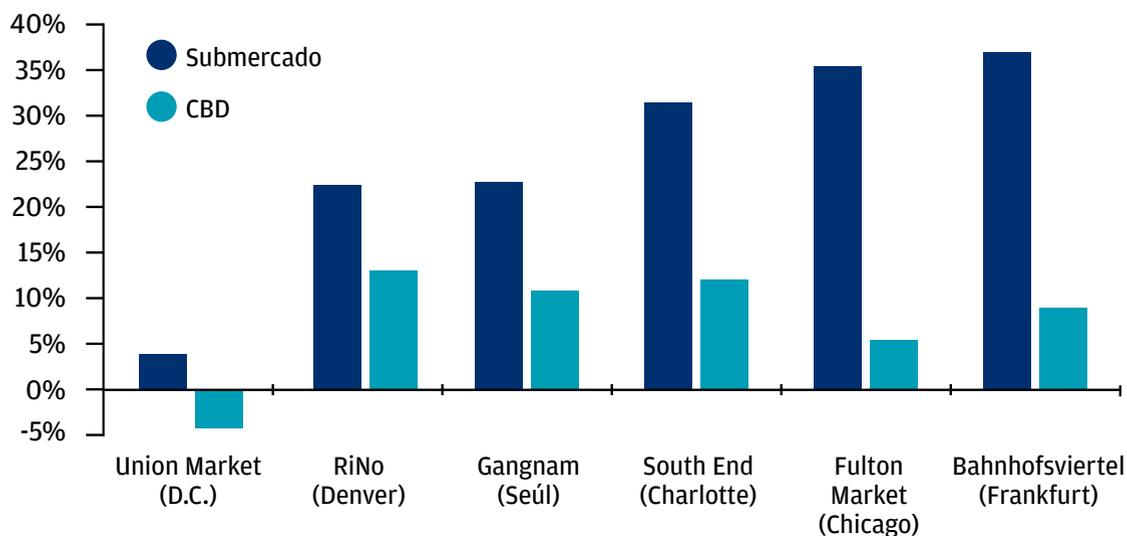
A nivel mundial, el crecimiento de alquileres en los mercados periféricos urbanos y suburbanos como Gangnam (Seúl), Fulton Market (Chicago) y Bahnhofsviertel (Frankfurt) ha superado el crecimiento de alquileres en los distritos centrales de negocios (CBD) en un multiplicador de 2.5x-9x en los últimos cinco años. Esperamos que esta tendencia continúe.

Mientras tanto, los gobiernos de las ciudades y los inversionistas se asociarán cada vez más para convertir edificios de oficinas de clase B y C más antiguos y de menor calidad en usos más productivos (por ejemplo, viviendas o incluso centros de datos). Más del 80% del espacio de oficinas en ciudades como Chicago, Frankfurt y Singapur se construyó antes de 2015.

Dicho esto, la nueva construcción de espacios de oficinas de clase A certificados por LEED (Liderazgo en Energía y Diseño Ambiental) continúa prosperando. Algunos ejemplos incluyen la Salesforce Tower en Sídney y CapitaSpring en Singapur. La nueva sede de J.P. Morgan, que se inaugurará en la ciudad de Nueva York en el verano de 2025, será una de las nuevas torres de oficinas que cambiarán los horizontes de las ciudades de todo el mundo.

FUERA DE LOS DISTRITOS CENTRALES DE NEGOCIOS DE LAS CIUDADES, EL CRECIMIENTO DE ALQUILERES ESTÁ AUMENTANDO

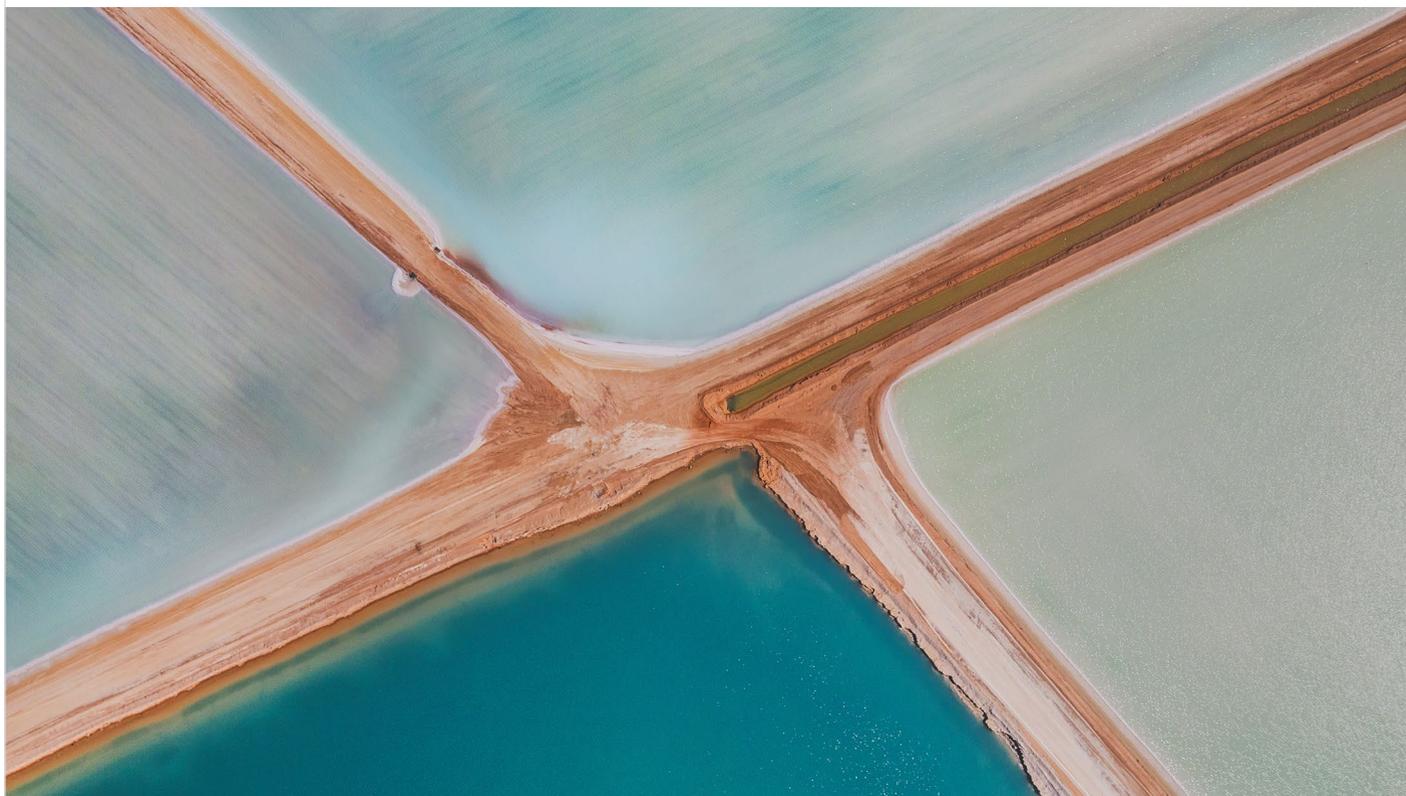
Crecimiento de alquileres a 5 años, %



Fuente: JLL Research. Datos a mayo de 2023.

Conclusión

2024 ha resultado ser un año excepcional para los rendimientos de inversión. Estamos centrados en construir sobre esa fortaleza con usted y su familia en 2025. Ya sea capitalizando la oportunidad en la aceleración de la inversión de capital, asegurando la resistencia de la cartera mediante ingresos y activos reales o comprendiendo los impactos potenciales del reciente ciclo electoral global, su equipo de J.P. Morgan está aquí para ayudarle a usted y a su familia a alcanzar sus objetivos.



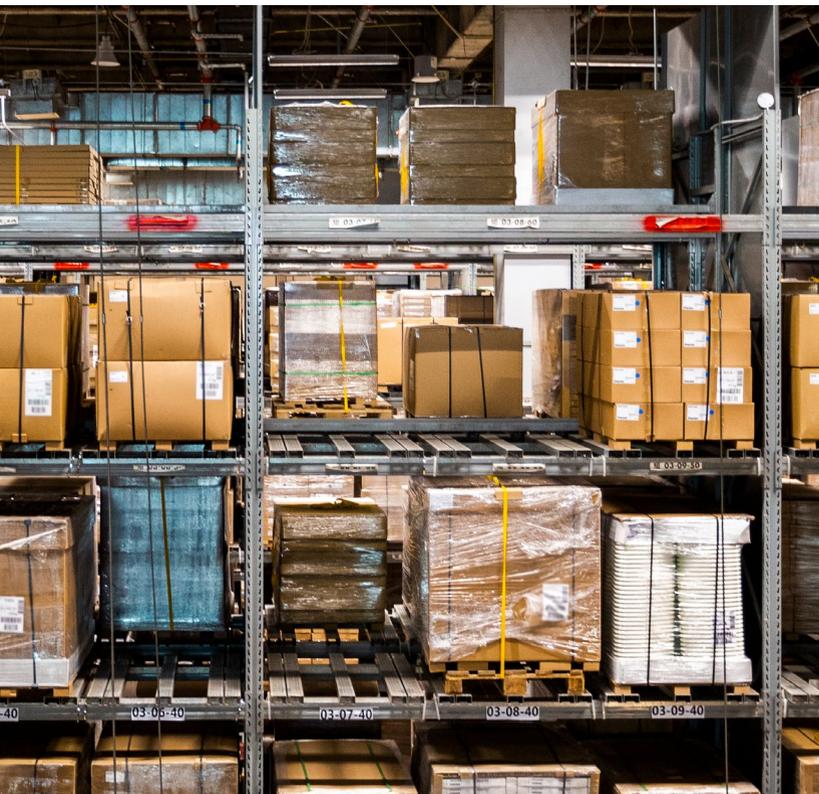
Parte 06

Perspectivas globales

Asia

América Latina

Europa



Asia



Cómo encontrar oportunidades en los mercados emergentes

Los mercados emergentes han decepcionado a los inversionistas durante años. A pesar de las promesas de alto crecimiento y altos rendimientos, en conjunto, las acciones de los mercados emergentes (ME) siguen siendo una de las clases de activo con peor desempeño en los últimos 15 años. Las expectativas de los inversionistas de un fuerte crecimiento económico se cumplieron en gran medida: en promedio, las economías de los ME crecieron un 4,3 % en comparación con un 1,7 % de sus pares de mercados desarrollados (MD). Pero en muchos mercados, la evolución de las acciones no ha seguido el mismo camino.

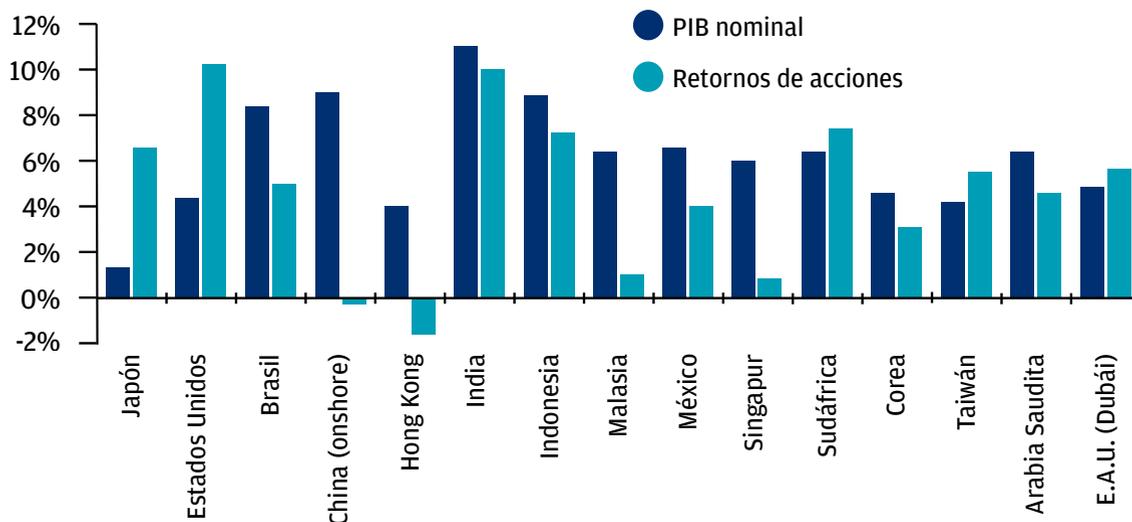
¿Por qué el crecimiento en algunos países ha impulsado las valoraciones de algunas acciones mientras que en otros no? Como discutimos aquí, el nexo crítico es el crecimiento económico y los beneficios corporativos. En última instancia,

para los inversionistas, lo que importa son los beneficios (y el crecimiento de los beneficios), por lo que la pregunta clave es qué factores permiten que el crecimiento económico se traduzca en beneficios corporativos.

Con la Reserva Federal (Fed) reduciendo las tasas y China participando en una nueva ronda de estímulos, las perspectivas para los mercados emergentes están mejorando. **Pero los inversionistas deben estar atentos a las dinámicas de las economías y mercados particulares, y ser bastante selectivos al determinar dónde y cómo invertir en el espectro de los ME.** Tenga en cuenta que esta visión está enfocada en la inversión a largo plazo. Las oportunidades tácticas a corto plazo—en el mercado chino este año, por ejemplo—pueden aparecer y desaparecer basándose en otros factores.

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO NO SIEMPRE SE TRADUCE EN RENTABILIDAD EN LOS MERCADOS EMERGENTES

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



Fuentes: Fuentes nacionales, MSCI, Bloomberg Finance L.P. Datos al 30 de septiembre de 2024.

¿Qué mueve los mercados de renta variable?

¿Qué impulsa la evolución de los mercados de renta variable?

Los inversionistas son recompensados cuando las empresas aumentan sus beneficios por acción o devuelven capital a través de dividendos. En general, el movimiento de los mercados sigue la evolución de los beneficios (ganancias) a largo plazo. Cuando los beneficios crecen, los precios de las acciones tienden a subir. Sin embargo, aquí es donde las acciones de los ME han quedado rezagadas respecto a sus contrapartes de los MD. Aunque el crecimiento económico ha sido fuerte en varios países, muchas empresas nacionales no han visto crecer sus beneficios. Uno de los ejemplos más evidentes es China, donde los beneficios han estado planos durante los últimos 10 años a pesar de un fuerte crecimiento económico (ver gráfico).

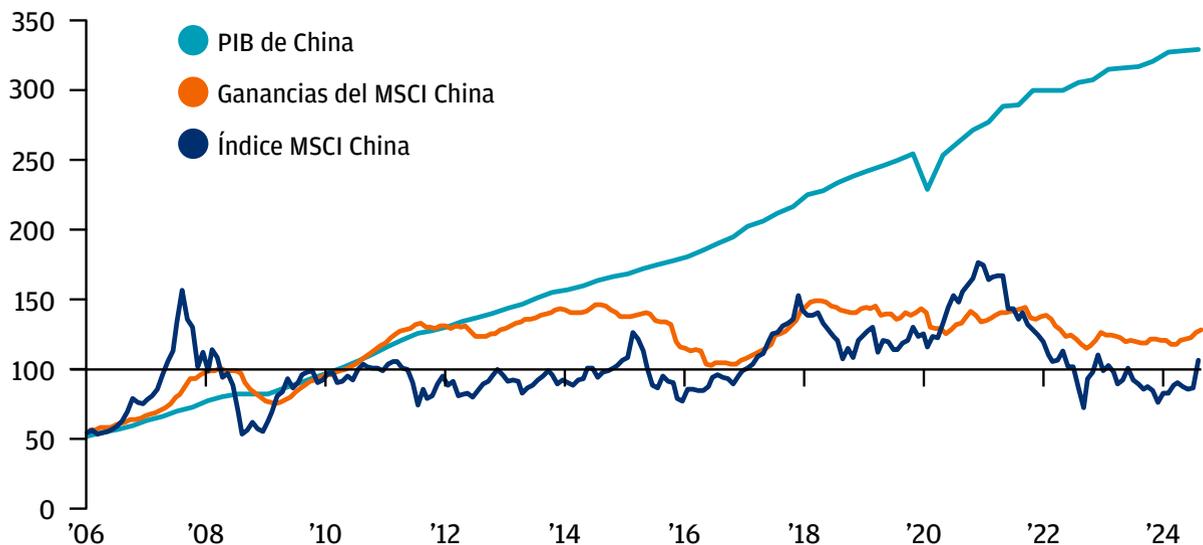
Tres factores explican el crecimiento relativamente débil de los beneficios, en nuestra opinión.

Primero, los modelos económicos varían en cuanto a los roles respectivos de los sectores público y privado. Algunos países son buenos generando producción—construyendo infraestructura o aumentando los volúmenes de exportación—pero sus modelos no son propicios para generar beneficios corporativos. Por ejemplo, una economía podría incluir cuantiosos subsidios gubernamentales que aumentan la competencia no económica y reducen los precios. Una dinámica similar resulta en economías que incluyen muchas empresas estatales (SOEs) que no están tan motivadas por el beneficio.



LAS ACCIONES CHINAS NO HAN MANTENIDO EL RITMO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

PIB nominal de China e índice MSCI China y beneficios, 2010 = 100



Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas de China, MSCI, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Datos al T3 2024.

El segundo factor es la gobernanza corporativa. Incluso las empresas exitosas que generan fuertes ingresos no necesariamente crean beneficios. Y lo que es más importante, podrían no crear beneficios medidos como beneficios por acción (BPA). Las empresas pueden generar ventas significativas, pero gastar esos ingresos, por ejemplo, en inversiones inútiles o en pagar salarios más altos a la dirección.

Con más frecuencia, las empresas son rentables, pero toman decisiones "poco amigables" para los accionistas—emitiendo más acciones, por ejemplo, diluyendo así el valor para los accionistas. **Teniendo en cuenta los beneficios por acción (BPA), si la emisión de acciones aumenta en línea con los beneficios, los beneficios por acción (BPA) nunca crecen.**

El tercer factor es más macro y se relaciona con el papel de las exportaciones en una economía emergente particular, y para los mercados emergentes en general. Aunque el consumo interno ha crecido entre las economías de los ME, las exportaciones siguen siendo el determinante más influyente para los beneficios corporativos. Por lo tanto, no es sorprendente que los mercados emergentes hayan tenido su apogeo a mediados de la década de 2000, cuando el crecimiento del comercio global se disparaba en medio de la hiperglobalización. Con el comercio ampliamente bajo presión debido al creciente proteccionismo y al cambio de las cadenas de suministro, encontrar economías que aún puedan aumentar las exportaciones en este entorno se convierte en un factor importante.

Un marco de tres factores para invertir en ME



¿Cómo pueden los inversionistas encontrar oportunidades en el entorno actual? Creemos que el diagrama de Venn ofrece un marco útil.

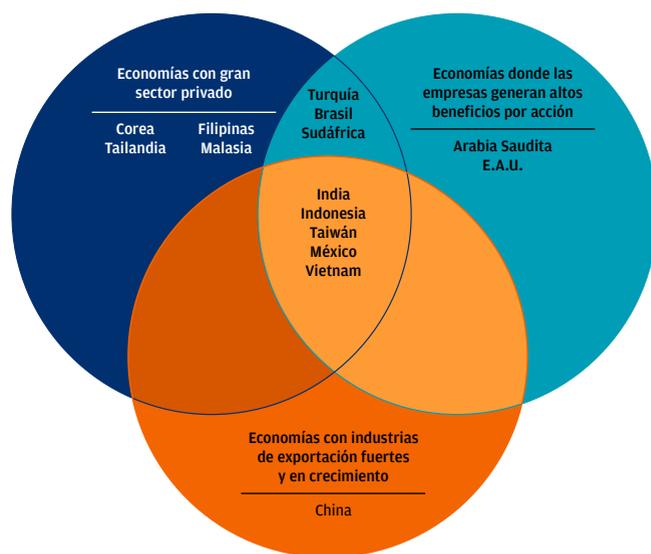
Observe las economías que se encuentran en el centro del diagrama de Venn: una combinación de sectores privados prósperos con mínima interferencia gubernamental, empresas que valoran a los accionistas y aumentan los beneficios, y exportaciones en crecimiento. Ciertamente, pocas economías cumplen con estos criterios. Y es precisamente por eso que los inversionistas deben ser especialmente selectivos al invertir en mercados emergentes.

Al observar el primer factor, la estructura económica, el sector privado se ha convertido en el principal motor de crecimiento en muchas economías, con una mayor competitividad que impulsa un mejor desempeño corporativo. Ejemplos incluyen mercados con una pequeña participación de SOEs, como India, Indonesia, Taiwán, Corea, Sudáfrica y Turquía.

Cuando consideramos el segundo factor, la gobernanza corporativa—y más específicamente si las empresas crean valor para los accionistas—India, Brasil, Indonesia, Taiwán y los Emiratos Árabes Unidos generan rendimientos ya sea a través del crecimiento de los beneficios o de los dividendos, y lo que es más importante, tienden a no diluir el valor para los accionistas.

SER SELECTIVO ES IMPORTANTE AL INVERTIR EN MERCADOS EMERGENTES

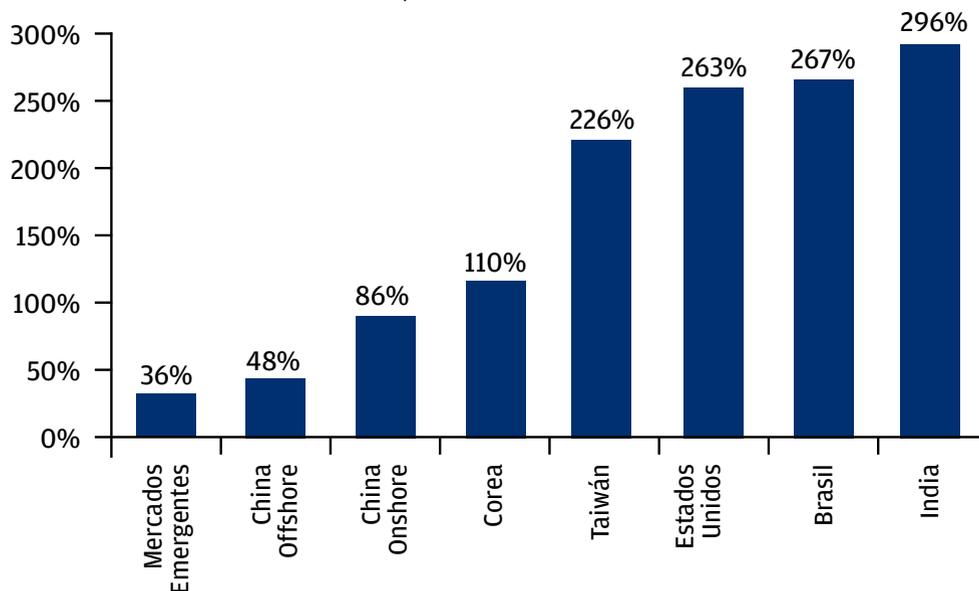
Un marco para invertir en mercados emergentes



Fuente: J.P. Morgan Wealth Management.

CIERTAS ÁREAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES HAN VISTO CRECER LOS BENEFICIOS A UN RITMO IMPRESIONANTE

Crecimiento de los beneficios por región, moneda local, septiembre 2009-septiembre 2024, %



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 30 de septiembre de 2024.

Nota: Los mercados emergentes están denotados por MSCI Emerging Markets, China Offshore por MSCI China, China Onshore por CSI 300, Corea por KOSPI, Taiwán por Taieq, Estados Unidos por S&P 500, Brasil por Bovespa e India por el índice SENSEX.

En estos países, las empresas generalmente se enfocan en mejorar los beneficios y devolver ese valor a los accionistas; no por casualidad, sus empresas tienden a aumentar los beneficios por acción a buen ritmo.

Pasando al tercer factor, el papel de las exportaciones, China es el claro destacado. Un rendimiento excepcional de las exportaciones en los últimos años ha elevado la cuota de mercado global de China al 15 % de todas las exportaciones globales. Desde la perspectiva de un inversionista, el aumento de las exportaciones chinas está relacionado con el papel del gobierno chino en la promoción de las exportaciones. Una economía con grandes subsidios gubernamentales y esfuerzos de estímulo dirigidos a aumentar la oferta puede no ser un contexto propicio para los márgenes de beneficio y el crecimiento de los beneficios.

También notamos que el poder exportador de China desafía a muchos otros mercados emergentes. El creciente superávit

comercial de China y el crecimiento de las exportaciones tanto en productos de baja como de alta tecnología están ejerciendo presión sobre otros fabricantes globales. Informes recientes que muestran que Corea tiene un déficit comercial con China en “kimchi” (plato tradicional coreano) destacan la magnitud del desafío para los mercados emergentes fuera de China. No obstante, economías como Vietnam, India, Taiwán, Polonia y Turquía han logrado ganar cuota de mercado en exportaciones.

Entonces, ¿dónde deberían los inversionistas buscar esa combinación esquivada de alto crecimiento y altos rendimientos de acciones? En nuestro marco de tres factores, India, Indonesia, Taiwán y México se destacan como los terrenos de caza más prometedores para los inversionistas en renta variable. El índice de ME puede decepcionar. Pero los inversionistas que eligen bien sus lugares y sus acciones tienen el potencial de obtener rendimientos atractivos.



América Latina

Política y política monetaria: Una advertencia

Cuando la Fed lanzó su tan esperado primer recorte de tasas hace unos meses, un ciclo global de reducción de tasas cobró impulso.

¿Cómo podría desarrollarse este ciclo? Para responder a esa pregunta, podemos observar la política monetaria de América Latina como una especie de estudio de caso. En algunos aspectos, es una historia reconfortante. El crecimiento económico en gran parte de América Latina sigue siendo fuerte y la inflación está contenida. Pero en otros aspectos, es una advertencia. La política y las políticas son clave aquí.

Cómo interactúan la política monetaria y la política fiscal será especialmente relevante a medida que muchos países se muevan hacia un "activismo fiscal", con un aumento del gasto e inversión gubernamental. Mientras los inversionistas consideran el impacto de este ciclo de reducción de tasas en las economías y los mercados, la historia latinoamericana puede ofrecer lecciones útiles.

Hiperinflación y las lecciones de la historia

América Latina luchó notoriamente contra la hiperinflación desde los años 70 hasta mediados de los 90, cuando los bancos centrales desempeñaron un papel crucial para controlarla. La privatización de industrias estatales, la liberalización del comercio y la imposición de medidas de austeridad también fueron importantes. Pero el establecimiento de políticas monetarias claras y predecibles, independientes del poder ejecutivo, resultó decisivo.

Chile lideró el camino al otorgar autonomía a su banco central en 1989. Muchos otros países siguieron su ejemplo durante los años 90. Brasil, la mayor economía de la región, hizo independiente a su banco central en 2021.

Por el contrario, los países que han socavado la independencia de sus bancos centrales, como Argentina y Venezuela, continúan luchando para mantener la inflación bajo control.

LAS REFORMAS LEGALES INTRODUCIERON UNA MAYOR AUTONOMÍA PARA LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS

Independencia de los bancos centrales en América Latina antes y después de las reformas legales, países seleccionados

País	Año de Reforma	Prerreforma	Postreforma	País	Año de Reforma	Prerreforma	Postreforma
Argentina	1992	0,4	0,8	México	1993	0,39	0,64
Bolivia	1995	0,3	0,8	Nicaragua	1992	0,45	0,7
Brasil	2021	0,25	*	Paraguay	1995	0,38	0,62
Chile	1989	0,1	0,82	Perú	1992	0,43	0,8
Colombia	1992	0,27	0,69	Uruguay	1995	0,18	0,71
Costa Rica	1995	0,44	0,73	Venezuela	1992	0,43	0,73
República Dominicana	2002	0,37	0,65	Estados Unidos	**		0,48
Honduras	1997	0,36	0,67	Unión Europea	**		0,86

Fuente: Banco Mundial. Datos de 2017.

Nota: El índice de independencia de los bancos centrales se basa en las disposiciones legales de las leyes de los bancos centrales y la legislación relacionada. El valor general del índice fluctúa en una escala continua de cero a uno, con valores más altos que indican una mayor independencia legal de los bancos centrales.

Los países donde una legislación posterior ha revertido estas reformas en cierta medida están marcados con un asterisco.

*El banco central de Brasil se volvió efectivamente independiente en 2021, pero no hay una puntuación actualizada.

**En los Estados Unidos y la Unión Europea, no ha habido reformas específicas para cambiar la puntuación.

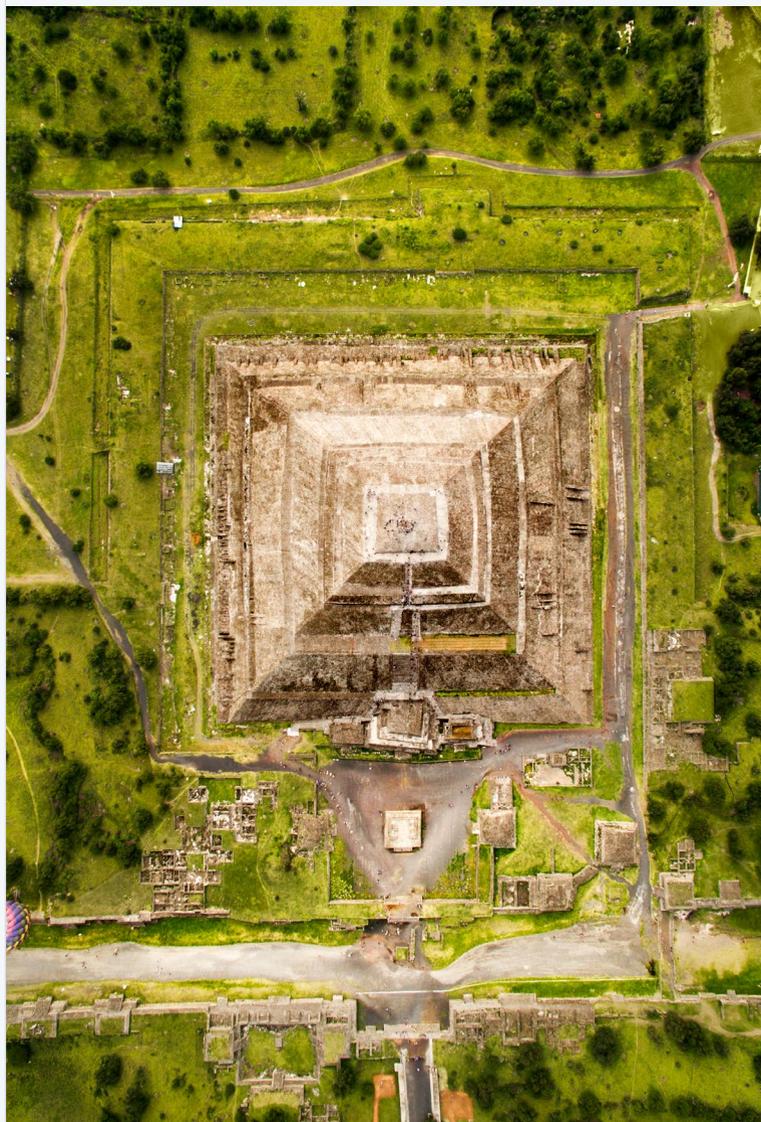
Política después de la crisis financiera global y el COVID

Los últimos 15 años fueron una época de desafíos para la política monetaria, pero de un tipo diferente. La crisis financiera global (GFC) trastocó las nociones tradicionales de lo que los bancos centrales podían y no podían hacer. Para estabilizar el sistema financiero, la Fed y otros bancos centrales tomaron medidas sin precedentes, incluidos tasas de interés cero y flexibilización cuantitativa (compra de valores gubernamentales y otros activos financieros para el balance del banco central).

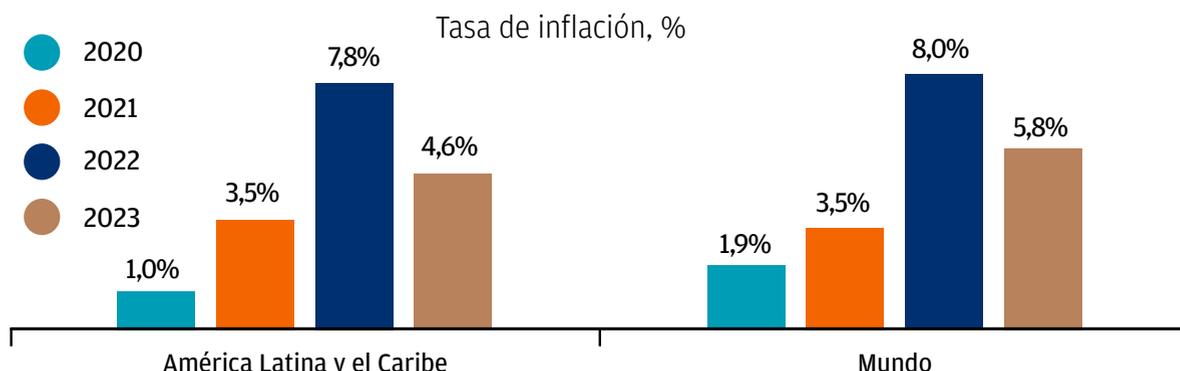
Este "activismo monetario" proporcionó estabilidad, pero en retrospectiva, está claro que también impulsó los precios de los activos de riesgo. Esencialmente, con tasas de efectivo cercanas a cero, los inversionistas en busca de rentabilidades tuvieron que buscar, y como resultado, aumentar la exposición a activos con mayor riesgo.

Durante este período, los bancos centrales en América Latina redujeron las tasas de referencia en más de 500 puntos básicos desde el tercer trimestre de 2008 hasta el cuarto trimestre de 2009. También redujeron los requisitos de reserva y tomaron otras medidas para aumentar la liquidez, incluida la provisión de liquidez en USD en los mercados de divisas para aliviar la volatilidad a corto plazo en las monedas locales.

El shock del COVID provocó un renovado activismo monetario de muchos bancos centrales de economías desarrolladas. Los bancos centrales latinoamericanos, por su parte, se mantuvieron con una política monetaria más tradicional. Frente a la amenaza de una inflación implacable, aumentaron las tasas más rápida y enérgicamente que otros grandes bancos centrales.

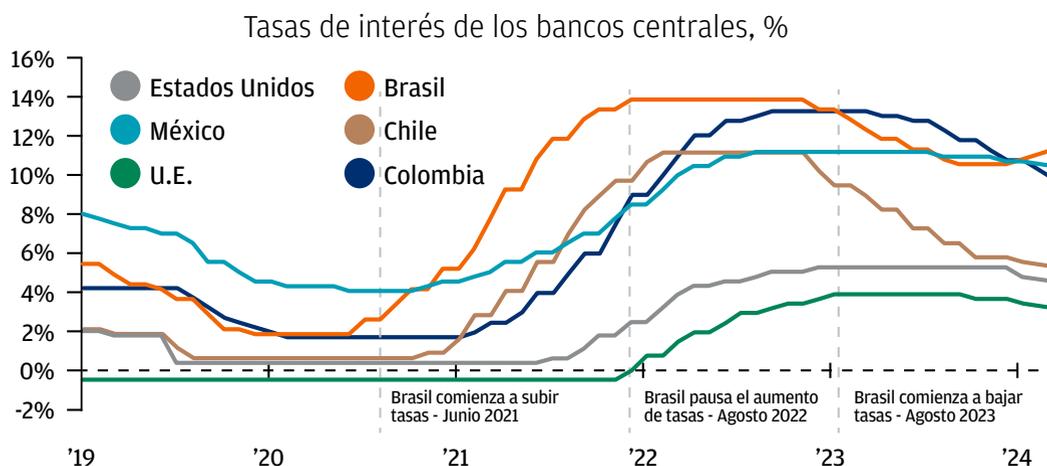


LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS CONTROLARON LA INFLACIÓN POST-COVID MÁS RÁPIDAMENTE QUE MUCHOS DE SUS PARES GLOBALES



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Datos al 31 de diciembre de 2023.

DURANTE EL COVID, LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS AUMENTARON LAS TASAS MÁS RÁPIDAMENTE QUE OTROS GRANDES BANCOS CENTRALES



Fuente: Bloomberg Finance L.P. Datos al 7 de noviembre de 2024.

Dos caminos para controlar la inflación

Como resultado, los bancos centrales latinoamericanos controlaron la inflación post-COVID más rápidamente que muchos de sus pares globales.

Para cuando la Fed comenzó a subir las tasas en marzo de 2022, los principales bancos centrales de América Latina ya habían aumentado las tasas en un promedio de 525 puntos básicos. Cuando la Fed pausó sus aumentos en septiembre de 2023, tanto Brasil como Chile ya estaban relajando.

El significativo diferencial de tasas reales frente a los Estados Unidos permitió que las principales monedas latinoamericanas se apreciaran considerablemente.

Esto fue particularmente cierto para el peso mexicano (MXN), que también se benefició de fundamentos macroeconómicos favorables (crecimiento sólido, inflación contenida, déficits fiscales y de cuenta corriente manejables).



Presión política, inestabilidad económica

Por cualquier medida, la política monetaria de América Latina fue un éxito. Sin embargo, aprendemos (y no por primera vez) que la estabilidad de precios y una política monetaria prudente no pueden garantizar la estabilidad económica. Esto es especialmente cierto a medida que las economías se abren más a los flujos de capital extranjero y la política impulsa la política fiscal. La retórica política puede socavar fácilmente la credibilidad de los bancos centrales. La expansión fiscal impulsada por consideraciones electorales a menudo socava una política monetaria que de otro modo sería efectiva.

Algunos ejemplos:

En Brasil, los ataques directos del presidente Luiz Inácio Lula da Silva al banco central, junto con la baja credibilidad del gobierno respecto a los objetivos fiscales, han llevado a mayores expectativas de inflación. Como resultado, incluso cuando la inflación es relativamente modesta al 4,4%, el banco central de Brasil (COPOM) ha reiniciado el ciclo de endurecimiento. Ha aumentado las tasas en 75 puntos básicos, con otros 50 puntos básicos de aumentos esperados para fin de año, ya que el banco central busca controlar las expectativas de inflación.

En otros lugares de la región, la política ha presionado tanto la estabilidad de precios como el crecimiento económico. Colombia enfrenta uno de los déficits fiscales más altos de la región, y la agenda de reformas del presidente Gustavo Petro agrava el problema al socavar las inversiones privadas y la certeza de la inversión. En México, el ex presidente Andrés Manuel López Obrador aprovechó la abrumadora victoria electoral del partido Morena para impulsar una agenda de reformas radicales, planteando preguntas sobre el compromiso del gobierno para atraer inversiones privadas en medio de la reubicación global de las cadenas de suministro. Ahora la responsabilidad recae en la presidenta Claudia Sheinbaum para controlar un déficit fiscal desenfrenado y reconstruir la credibilidad socavada del estado de derecho de México.

Desde sus mínimos post-COVID, las monedas de Brasil, Colombia y México se han depreciado de media un 16%, y los diferenciales soberanos se han ampliado en un promedio de 31 puntos básicos. Al mismo tiempo, los mercados de renta variable han ganado, de media, "solo" un 31% en términos de moneda local (frente a un aumento del 67% del mercado americano).

Como ilustran estos ejemplos, el riesgo político tiene el potencial de poner en peligro la estabilidad económica. En nuestra opinión, **los inversionistas en los mercados latinoamericanos pueden querer aprovechar las fuertes tendencias a largo plazo como el "nearshoring", pero ajustar el tamaño de las inversiones para mitigar el riesgo de volatilidad.**

Conclusión

A medida que la Fed y otros bancos centrales continúan sus ciclos de flexibilización, la experiencia latinoamericana sirve como una advertencia. La política monetaria tradicional—especialmente los aumentos tempranos de tasas—demostró ser efectiva para controlar la inflación post-COVID. Pero más recientemente, las presiones políticas han amenazado ese legado. Esta es una lección para los responsables políticos en todas partes.



Europa



No todos los beneficios de la IA son estadounidenses: Desbloqueando el potencial de crecimiento de Europa

No todos los beneficios de la IA son estadounidenses: Desbloqueando el potencial de crecimiento de Europa. El ciclo industrial global ha estado en declive durante más de dos años. Es similar al COVID prolongado: las interrupciones de la cadena de suministro de la era pandémica han sido difíciles de superar. Las empresas europeas enfrentan desafíos en varios frentes, incluidos los mercados laborales, la competencia y la productividad. Pocos sectores han luchado más que el manufacturero europeo.

Pero al mirar más de cerca, las perspectivas son más alentadoras. Creemos que 2025 será el año de la inversión de capital por parte de gobiernos y empresas, ya que los responsables políticos se centran en apoyar el crecimiento económico y los CEO ven oportunidades para desplegar su capital de manera rentable. Este es un tema clave en nuestro pronóstico. Así que, incluso cuando el sector manufacturero tradicional ha estado desacelerándose, las empresas industriales europeas innovadoras y rentables están bien posicionadas para beneficiarse del aumento de la inversión de capital en cuatro áreas clave:

- **La cadena de valor de la IA**
- **Infraestructura**
- **Aeroespacial**
- **Defensa**

Creemos que los clientes pueden encontrar oportunidades convincentes invirtiendo en estos temas a través de empresas europeas. En una cartera bien diversificada, las participaciones también podrían complementar las acciones tecnológicas con sede en EE.UU., que se han convertido en grandes sobreponderaciones en muchos portafolios de clientes, junto con una mayor exposición al dólar estadounidense. Creemos que el USD está estructuralmente sobrevalorado, lo que refuerza el argumento a favor de poseer activos no estadounidenses.

Además, las empresas europeas pueden beneficiarse de las medidas de estímulo y apoyo que China implementó recientemente. Si China continúa con este enfoque en los próximos meses y trimestres, podría aumentar los ingresos para las empresas europeas que son socios comerciales clave. De hecho, después de los Estados Unidos, China es el segundo socio comercial más grande de Europa.

Superando un difícil contexto macroeconómico

El Índice de Gestores de Compras (PMI) del sector manufacturero europeo ha estado consistentemente por debajo del umbral clave de 50 desde mediados de 2022. Los PMI en Alemania, la potencia industrial tradicional de Europa y aproximadamente el 25% de la economía de la Eurozona, han estado rondando los bajos 40, una muestra anémica en comparación con su pasado reciente.³⁶



Reconocemos el reciente desafiante contexto macroeconómico. Desde la crisis financiera global, la Eurozona ha quedado rezagada respecto a los Estados Unidos en múltiples aspectos.

Para las industrias europeas intensivas en energía, los desafíos en la obtención de energía y la regulación gubernamental onerosa complican aún más el panorama.

Los responsables políticos europeos reconocen la necesidad de una economía más competitiva. El informe recientemente publicado por el ex presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, esencialmente un plan para ayudar a la Eurozona a "reavivar el crecimiento", ofrece algunas iniciativas reflexivas. Esperamos que algunas puedan ser adoptadas con el tiempo.

Traduciendo palabras en acciones, la Comisión Europea se ha comprometido a invertir 20 mil millones de euros al año en IA para 2030 para garantizar que Europa siga siendo competitiva en este importante ámbito.³⁷ Creemos que este es un paso en la dirección correcta.

Aunque el crecimiento del PIB en Europa es débil, especialmente en el sector industrial, creemos que los impulsores estructurales—fuerzas que impulsan un crecimiento duradero y no cíclico—pueden "superar" los desafíos macroeconómicos. Los sectores, especialmente las industrias europeas, que apoyan los impulsores estructurales en IA, aeroespacial, infraestructura y defensa probablemente crecerán mucho más rápido que la economía del área del euro en general.

³⁶ Fuentes: HCOB, Bloomberg Finance L.P. Datos de octubre de 2024.

³⁷ Fuente: Comisión Europea. Datos al 31 de diciembre de 2023.

La cadena de valor de la IA

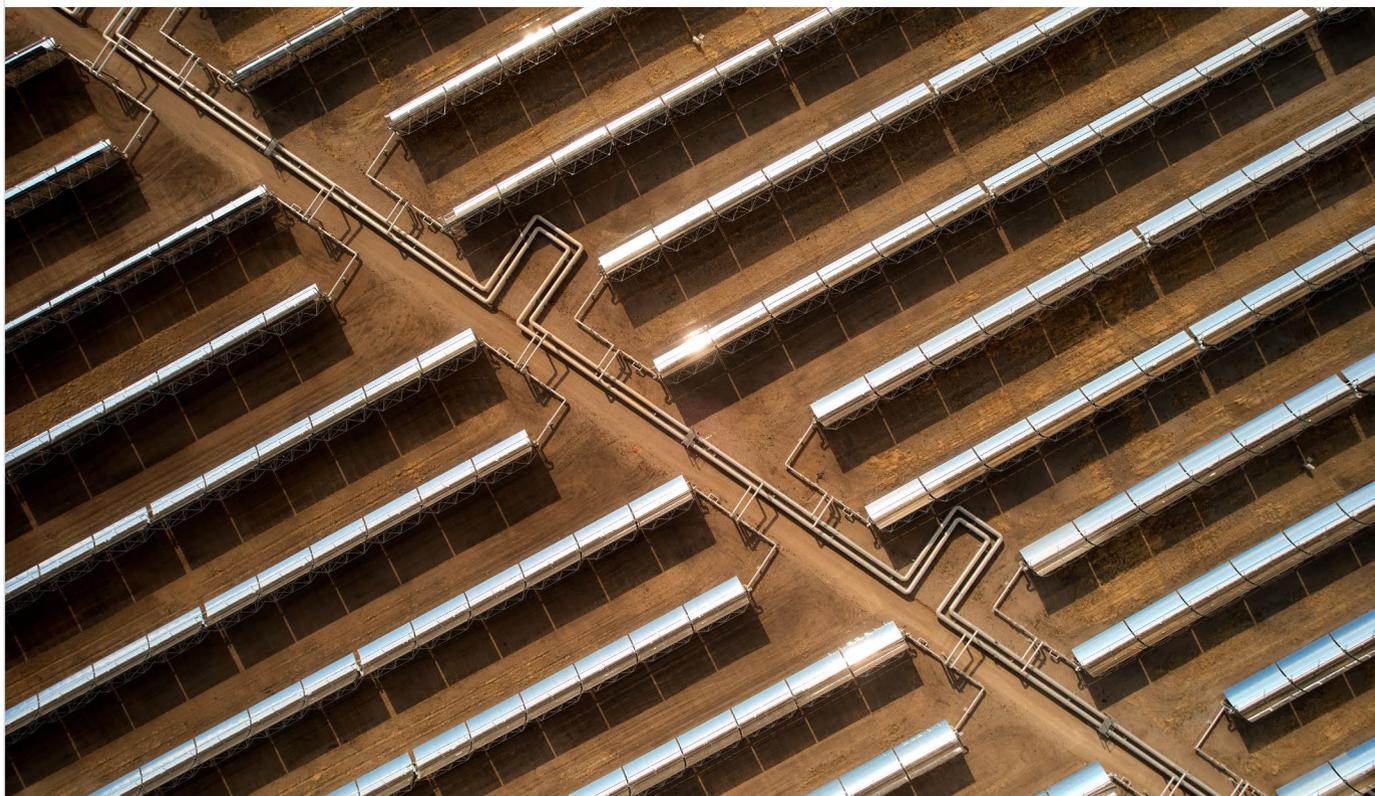
Creemos que el mundo avanzará con una adopción cada vez mayor de la IA. En el ecosistema de la IA, que incluye fabricantes de semiconductores y creadores de grandes modelos de lenguaje, las empresas europeas suministran insumos críticos.

En otras palabras, estas empresas son parte de la cadena de valor de la IA. Están proporcionando electrificación (los centros de datos de IA tienen una demanda casi insaciable de energía), tecnologías de energía renovable, maquinaria de precisión y experiencia en ingeniería.

Considere: para el final de la década, la transición energética global podría requerir un gasto de capital adicional de 1 a 2 billones de USD anuales.

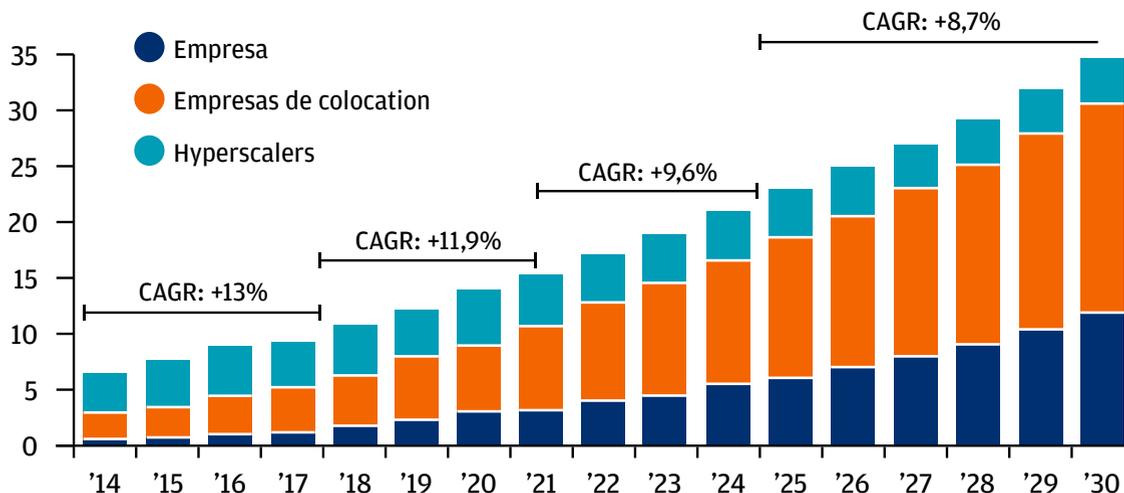
La IA podría impulsar un aumento de diez veces en el consumo de energía en los próximos tres años. Satisfacer esa demanda creciente requerirá innovación continua, y las empresas energéticas europeas ya están trabajando para proporcionarla.

En el sector inmobiliario, las empresas europeas están utilizando la IA para mejorar la eficiencia energética y la sostenibilidad en los edificios a través de sistemas de gestión de energía "inteligente". Se espera que el mercado global de edificios inteligentes crezca de 80,25 mil millones de USD en 2022 a 205,3 mil millones de USD para 2031.



LOS CENTROS DE DATOS DE IA TIENEN UNA DEMANDA CASI INSACIABLE DE ENERGÍA

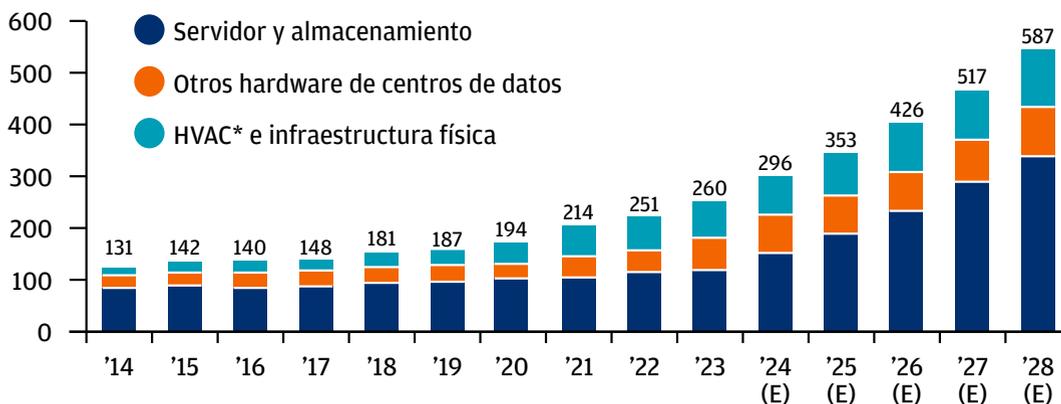
Consumo de energía de los centros de datos por proveedor, gigavatios



Fuentes: J.P. Morgan Wealth Management, Bloomberg Finance L.P. Datos al T2 2024.

SE ESPERA QUE EL GASTO EN CENTROS DE DATOS SE DUPLIQUE EN LOS PRÓXIMOS CINCO AÑOS

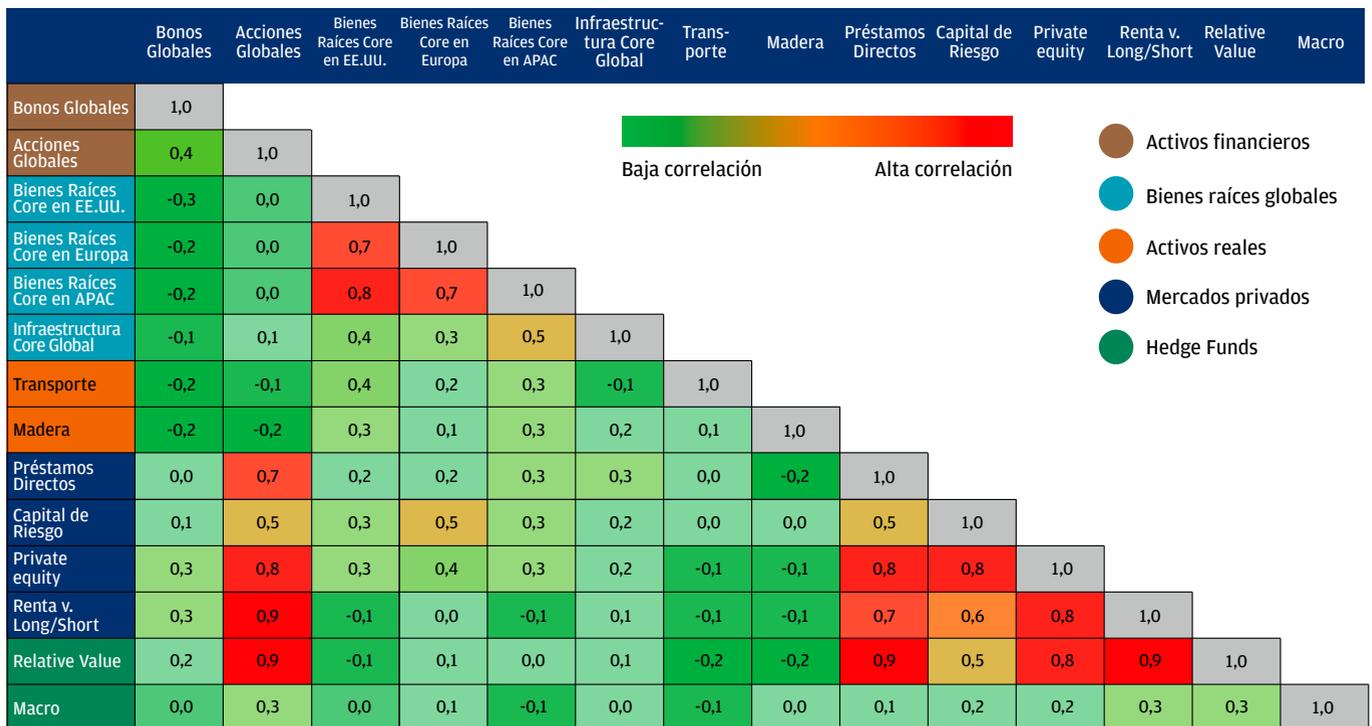
Gasto de capital global en centros de datos, mil millones de USD



Fuentes: Dell'Oro, estimación de J.P. Morgan. * HVAC significa calefacción, ventilación y aire acondicionado. Datos de marzo de 2024.

LA INFRAESTRUCTURA PRIVADA Y LOS ACTIVOS REALES HAN OFRECIDO HISTÓRICAMENTE RENDIMIENTOS NO CORRELACIONADOS

Correlaciones de mercados públicos y privados, rendimientos trimestrales (T2 2008-T1 2024), %



Fuentes: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF.
 Nota: Verde = baja correlación.



Infraestructura

Cada vez más, los gobiernos y las empresas se centran en invertir y modernizar la infraestructura, incluidas las instalaciones de transmisión y distribución de electricidad, los sistemas energéticos y los servicios públicos. En el sector del transporte, la IA y la electrificación pueden optimizar las operaciones portuarias, reducir la congestión y mejorar la logística. Las empresas europeas son actores en múltiples frentes, con un papel especialmente importante en la transición energética.

Aeroespacial

Las empresas europeas también son nombres líderes en un sector aeroespacial que pronto podría ser transformado por la electrificación y la IA. Por ejemplo, el mantenimiento predictivo impulsado por IA puede reducir el tiempo de inactividad y los costos operativos. La IA puede mejorar la seguridad al analizar grandes cantidades de datos para predecir y ayudar a prevenir fallos potenciales.

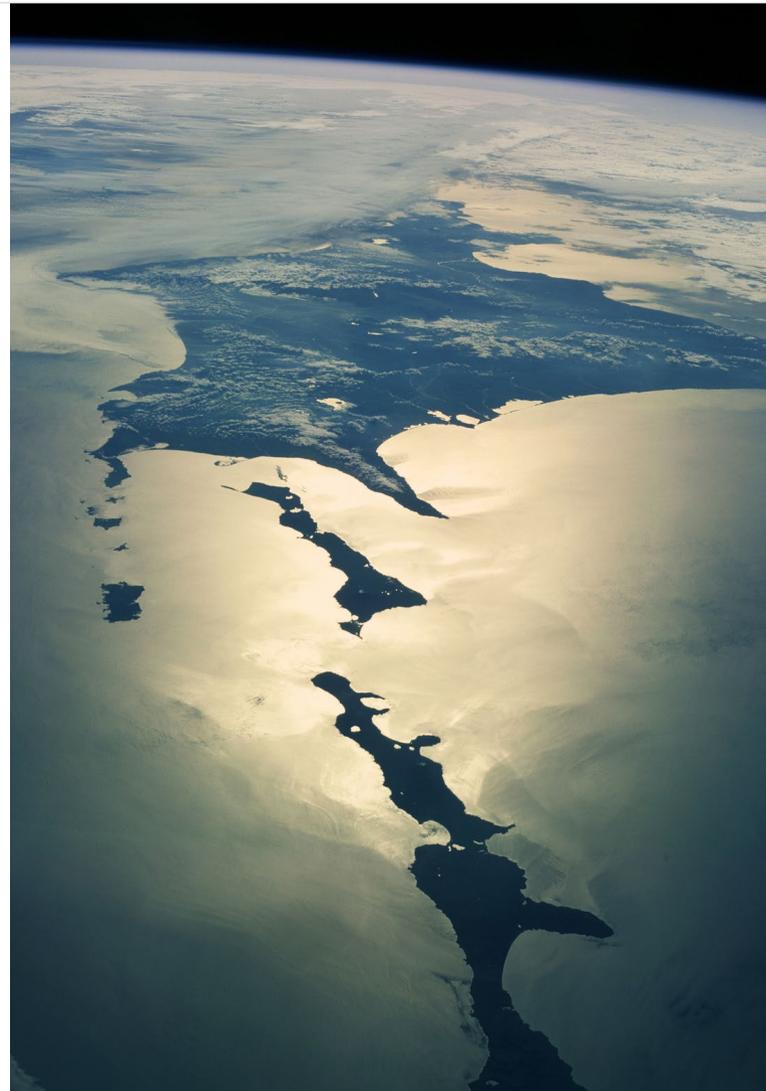
Muchas flotas envejecidas tienen una necesidad sustancial de mantenimiento y reemplazo continuo. Un fuerte mercado de posventa parece probable que continúe, junto con una demanda de aviones más nuevos, más avanzados y más eficientes en energía.

Defensa

En medio de crecientes riesgos geopolíticos, los miembros de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) están gastando más en defensa. De hecho, de los miembros de la UE de la OTAN, 16 de los 23 están actualmente en camino de superar el umbral del 2 % del PIB en 2024, hasta un total acumulado de 360 mil millones de euros. Hace diez años, el miembro promedio estaba solo en el 1,2 % del PIB. Esperamos que la tendencia alcista continúe, con gastos sustanciales para empresas de defensa, aeroespacial, tecnología y logística, entre otras.

La industria aeroespacial y la IA son esenciales para estos planes, y es probable que los socios industriales europeos participen en estas inversiones. Las principales áreas de inversión incluyen la modernización de equipos, la ciberseguridad y la infraestructura.

En la defensa nacional—como en cualquier industria global—la asignación de recursos a proveedores diversos puede distribuir el riesgo y aumentar la resiliencia. Invertir en empresas alineadas con el tema de la defensa parece prometedor.



Estrategia de cartera



¿Cómo podrían encajar estos cuatro temas en su cartera?

El creciente gasto de capital relacionado con la IA y el avance tecnológico en la economía global es una fuerza estructural, no cíclica, en nuestra opinión. **Invertir en la cadena de valor de la IA a través de empresas europeas ofrece el potencial de crecimiento y diversificación geográfica.**

Reconocemos el "excepcionalismo estadounidense" que ha contribuido al rendimiento superior del sector tecnológico de EE.UU. También creemos que es sensato complementar esas posiciones con exposición internacional a temas relacionados con la IA.

Tenemos confianza en que la inversión de capital en los sectores aeroespacial y defensa continuará en los próximos años. Estas serán empresas críticas para las economías en un mundo incierto, proporcionando oportunidades de crecimiento a largo plazo para los portafolios de los clientes.

Finalmente, la inversión en estrategias de infraestructura privada ofrece atributos convincentes, incluida la baja volatilidad, la consistencia de los flujos de efectivo y correlaciones bajas o negativas con clases de activos más amplias.

Conclusión

Las empresas europeas continuarán suministrando recursos críticos a la cadena de valor de la IA, los sectores de infraestructura, aeroespacial y defensa. Especialmente para los clientes que se encuentran con posiciones desproporcionadas en acciones tecnológicas estadounidenses, vemos el potencial de un enfoque global bien diversificado para invertir en estas cuatro áreas clave de crecimiento. La "vieja economía" de Europa ha tenido sus desafíos últimamente, pero la economía del mañana ya está tomando forma.



Nuestra misión

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



PERSPECTIVAS 2025



PATROCINADORES EJECUTIVOS

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy & Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GRUPO DE ESTRATEGIA DE INVERSIÓN GLOBAL



Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Jay Serpe

Head of Alternative Investments Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y TÉRMINOS

Nota: Los índices son solo para fines ilustrativos, no son productos de inversión y no se puede invertir directamente en estos. Los índices son una herramienta predictiva o comparativa inherentemente débil.

Todos los índices están denominados en dólares estadounidenses, a menos que se indique lo contrario.

BAML Hybrid Preferred Securities: Son instrumentos financieros emitidos por Bank of America Merrill Lynch que combinan características tanto de deuda como de capital. Ofrecen típicamente dividendos fijos o variables y tienen un mayor derecho sobre los activos que las acciones ordinarias, pero pueden carecer de derechos de voto.

Índice Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y): Mide el rendimiento de los bonos gubernamentales denominados en euros emitidos por países de la zona euro con vencimientos entre 7 y 10 años. Sirve como referencia para inversiones en bonos gubernamentales a medio plazo en la zona euro.

Índice Bloomberg Global Aggregate: Un índice de referencia integral para los mercados de deuda globales de grado de inversión a tasa fija, que abarca los índices U.S. Aggregate, Pan-European Aggregate y Asian-Pacific Aggregate. Incluye una variedad diversa de subíndices estándar y personalizados categorizados por liquidez, sector, calidad y vencimiento.

Índice Bloomberg U.S. Aggregate Bond: Un índice de referencia para el mercado de bonos con grado de inversión en EE. UU., denominados en dólares. Incluye emisiones de bonos imponibles con calificación BBB o superior, con un año o más hasta el vencimiento y un valor nominal en circulación de 100 millones de dólares o más. El índice abarca bonos del Tesoro, valores relacionados con el gobierno y corporativos, MBS (valores respaldados por hipotecas de agencia a tipo fijo), ABS y tanto CMBS de agencia como no de agencia.

Índice Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield:

Un índice que sigue el rendimiento de bonos corporativos de alto rendimiento, a tipo fijo, denominados en USD. Incluye valores con calificación Ba1/BB+/BB+ o inferior por Moody's, Fitch y S&P, excluyendo bonos de emisores clasificados como mercados emergentes por Bloomberg.

Índice Bovespa: El Índice Ibovespa de la Bolsa de Valores de São Paulo (o Bovespa) es un índice de rendimiento total bruto ponderado por la capitalización de mercado y está compuesto por las acciones más líquidas negociadas en la Bolsa de Valores de São Paulo.

Gastos de Capital (CapEx): Se refiere a los fondos que una empresa asigna para adquirir o mejorar activos físicos como propiedades, edificios industriales o equipos. Estos gastos se utilizan a menudo para iniciar nuevos proyectos o inversiones, aumentando el valor a largo plazo de la empresa.

Índice Cliffwater Direct Lending: Un índice que mide el rendimiento de los fondos de préstamos directos, que proporcionan préstamos a empresas de mercado medio. Ofrece información sobre las características de riesgo y retorno de esta clase de activos, reflejando las tendencias y el rendimiento del mercado de deuda privada.

Préstamos Hipotecarios Comerciales (CML)–Senior: Un promedio ponderado por capitalización de mercado de todas las hipotecas incluidas en el Índice de Hipotecas Comerciales Gilberto-Levy, reflejando datos al final del primer trimestre de 2024.

Índice de Precios al Consumidor: Mide el cambio promedio a lo largo del tiempo en los precios pagados por los consumidores urbanos por una cesta completa de bienes y servicios. Este índice cubre todos los grupos de gasto y se utiliza para evaluar la inflación y guiar la política económica en un país o región.

Índice CSI 300: El Índice CSI 300 es un índice ponderado por capitalización de mercado que consiste en 300 acciones de tipo A cotizadas en las bolsas de Shanghai o Shenzhen. El índice tiene un nivel base de 1000 al 31/12/2004.

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

Índice EURO STOXX 50: El Índice EURO STOXX 50, el principal índice de blue-chip de Europa para la zona euro, ofrece una representación de blue-chip de los líderes de supersectores en la región. El índice cubre 50 acciones de 11 países de la zona euro. Las instituciones financieras utilizan el índice como subyacente para una amplia gama de productos de inversión como fondos cotizados en bolsa (ETFs), futuros, opciones y productos estructurados.

Índice de Productividad Laboral de la Unión Europea:

Mide la eficiencia del trabajo en la UE evaluando la compensación real por empleado. Este índice evalúa cuánto contribuyen los insumos laborales a la producción económica, proporcionando información sobre el rendimiento económico y la competitividad de la región.

Índice FTSE EPRA NAREIT Global REITs: Un índice que sigue el rendimiento de los fideicomisos de inversión inmobiliaria (REITs) cotizados en bolsa a nivel mundial, proporcionando una visión integral del mercado inmobiliario global a través de varios sectores y regiones.

Índices HFRI (Hedge Fund Research, Inc.): Un conjunto de índices que siguen el rendimiento de diversas estrategias de fondos de cobertura. Estos índices proporcionan puntos de referencia para el rendimiento de los fondos de cobertura en diferentes estilos, como cobertura de acciones, eventos, macro y valor relativo, ofreciendo información sobre las tendencias y rendimientos generales de la industria de fondos de cobertura.

Producto Interno Bruto: El producto interno bruto (PIB) mide el valor de mercado final de todos los bienes y servicios producidos dentro de un país. Es el indicador más utilizado de la actividad económica. El enfoque del PIB por industria (o PIB basado en la producción) es la suma del valor agregado bruto (producción menos consumo intermedio) de todos los sectores industriales y de servicios de la economía (a precios básicos), más todos los impuestos menos las subvenciones sobre productos. Este concepto se ajusta por inflación.

Índice KOSPI: El Índice KOSPI es un índice ponderado por capitalización de todas las acciones ordinarias en el tablero principal de la Bolsa de Corea. El índice fue desarrollado con un valor base de 100 al 4 de enero de 1980. Nota: Las acciones preferentes están excluidas en el cálculo del Índice KOSPI desde el 14 de junio de 2002.

Índice MSCI All-Country World: Un índice ponderado por capitalización de mercado que mide el rendimiento del mercado de acciones en mercados desarrollados y emergentes a nivel mundial, ofreciendo una visión integral de las tendencias internacionales de acciones.

Índice MSCI Australia: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado australiano. Con 57 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización de mercado en Australia.

Índice MSCI Brasil: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización en Brasil, cubriendo aproximadamente el 85% del mercado de acciones brasileño.

Índice MSCI Canadá: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado canadiense. Con 85 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización de mercado en Canadá.

Índice MSCI China: Este índice ofrece una cobertura integral de acciones de gran y mediana capitalización a través de varias clases de acciones chinas, incluidas acciones A, H, B, Red chips, P chips y cotizaciones extranjeras como ADRs. Representa aproximadamente el 85% del mercado de acciones chino.

Índice MSCI Mercados Emergentes: El Índice MSCI EM (Mercados Emergentes) es un índice de acciones ponderado por capitalización bursátil que representa las grandes y medianas empresas en países de mercados emergentes. El índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización de mercado en cada país.

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

Índice MSCI Europa: Un índice ajustado por el flotante libre, ponderado por capitalización de mercado, diseñado para medir el rendimiento de las acciones en mercados europeos desarrollados.

Índice MSCI Francia: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado francés. Con 60 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% del mercado de acciones francés.

Índice MSCI Global Private Infrastructure Asset: Un índice que sigue el rendimiento de las inversiones en infraestructura privada a nivel mundial. Proporciona un punto de referencia para evaluar los rendimientos y riesgos asociados con los activos de infraestructura, incluidos sectores como transporte, servicios públicos y energía.

Índice MSCI Global Property Fund: Mide el rendimiento de los fondos de inversión inmobiliaria cotizados en bolsa a nivel mundial. Incluye una gama diversa de fondos inmobiliarios que invierten en varias clases de activos inmobiliarios, como propiedades comerciales, residenciales, industriales y minoristas. El índice ofrece a los inversionistas una visión integral del mercado global de fondos inmobiliarios, ofreciendo información sobre el rendimiento y las tendencias de las inversiones inmobiliarias en diferentes regiones y sectores.

Índice MSCI India: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización en India, cubriendo aproximadamente el 85% del mercado de acciones indio.

Índice MSCI Corea: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización en Corea del Sur, cubriendo aproximadamente el 85% del mercado de acciones coreano.

Índice MSCI Taiwán: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización en Taiwán, cubriendo aproximadamente el 85% de la capitalización de mercado en Taiwán.

Índice MSCI Reino Unido: Mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado del Reino Unido. Con 77 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización de mercado en el Reino Unido.

MSCI USA: Un índice que mide el rendimiento de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado de acciones de EE. UU. Ofrece una visión integral de las tendencias y dinámicas del mercado de acciones de EE. UU.

MSCI World: El Índice MSCI World es un índice de acciones ponderado por capitalización bursátil. Fue desarrollado con un valor base de 100 al 31 de diciembre de 1969. MXWO incluye mercados desarrollados del mundo y no incluye mercados emergentes.

NASDAQ (EE. UU.): El NASDAQ es una importante bolsa de valores de EE. UU. conocida por su plataforma de negociación electrónica y su enfoque en empresas tecnológicas y orientadas al crecimiento. Alberga el Índice NASDAQ-100, que incluye 100 de las mayores empresas no financieras cotizadas en la bolsa, convirtiéndolo en un indicador clave del rendimiento del sector tecnológico.

Índice NCREIF Property—ODCE: El Índice NCREIF Open-End Diversified Core Equity (ODCE) es un punto de referencia que sigue el rendimiento de los fondos inmobiliarios core abiertos. Se centra en propiedades diversificadas y generadoras de ingresos en los Estados Unidos, proporcionando información sobre el rendimiento del mercado inmobiliario core.

Índice NCREIF Timberland Property: El Índice NCREIF Timberland es una medida de rentabilidad compuesta de series temporales trimestrales del rendimiento de inversión de un gran conjunto de propiedades forestales individuales en EE. UU. adquiridas en el mercado privado solo con fines de inversión.

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

Índice de Gastos de Consumo Personal (PCE): Una medida integral de los precios pagados por bienes y servicios por los residentes de EE. UU. o en su nombre. Captura efectivamente la inflación o deflación a través de un amplio espectro de gastos de consumo y refleja cambios en el comportamiento del consumidor.

Índice de Gerentes de Compras: Las encuestas PMI rastrean el sentimiento entre los gerentes de compras en empresas de manufactura, construcción y/o servicios. Un índice de sentimiento general se calcula generalmente a partir de los resultados de consultas sobre producción, pedidos, inventarios, empleo, precios, etc.

Índice Sensex: El Índice S&P BSE Sensex es un índice de mercado de acciones ponderado por capitalización que sigue el rendimiento de 30 empresas bien establecidas y financieramente sólidas cotizadas en la Bolsa de Bombay (BSE) en India. Es uno de los índices de acciones más antiguos y seguidos en India, sirviendo como barómetro para el mercado de acciones indio y la economía. El Sensex tiene una fecha y valor base de 100 en 1978-1979. El índice cambió a la metodología de libre circulación desde el 01/09/03.

S&P 500®: Ampliamente considerado como el principal indicador del mercado de acciones de EE. UU., este índice incluye 500 empresas líderes en las principales industrias, centrándose en el segmento de gran capitalización. Representa aproximadamente el 80% de la capitalización de mercado total, convirtiéndolo en un indicador clave del rendimiento general del mercado.

Índice TAIEX: El Índice de la Bolsa de Valores de Taiwán (TWSE), o TAIEX, es un índice ponderado por capitalización de todas las acciones ordinarias cotizadas en la Bolsa de Valores de Taiwán. El índice tiene un valor base de 100 basado en su nivel de 1966. El índice también es conocido como el Índice TSEC.

Rendimiento del Tesoro a 10 años de EE. UU.: El tipo de interés pagado por el gobierno de EE. UU. en su bono del Tesoro a 10 años. Sirve como un punto de referencia clave para otras tasas de interés y refleja el sentimiento de los inversionistas sobre las condiciones económicas futuras y la inflación.

Índice de Productividad Laboral de EE. UU.: Mide la eficiencia del trabajo en el sector empresarial no agrícola de EE.UU. calculando la producción real por hora trabajada. Este índice refleja cuán efectivamente los insumos laborales se convierten en producción económica, sirviendo como un indicador clave de productividad y rendimiento económico.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

RIESGOS CLAVE

Las perspectivas y el rendimiento pasado no garantizan resultados futuros. No es posible invertir directamente en un índice. Por favor, consulte la sección “Definición de Índices y Términos” para obtener información importante. Todas las empresas mencionadas se muestran solo con fines ilustrativos y no están destinadas como recomendación o respaldo por parte de J.P. Morgan en este contexto.

Todos los datos de mercado y económicos son a octubre de 2024 y provienen de Bloomberg Finance L.P. y FactSet, a menos que se indique lo contrario.

Este material es solo para fines informativos y puede informarle sobre ciertos productos y servicios ofrecidos por los negocios de banca privada, parte de JPMorgan Chase & Co. (“JPM”). Los productos y servicios descritos, así como las tarifas, cargos y 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 ubicaciones. Si usted es una persona con discapacidad y necesita apoyo adicional para acceder a este material, por favor contacte a su equipo de J.P. Morgan o envíe un correo electrónico a accessibility.support@jpmorgan.com para obtener asistencia. **Por favor, lea toda la Información Importante.**

Solo para fines ilustrativos. Las estimaciones, previsiones y comparaciones son a las fechas indicadas en el material.

Bonos de Alto Rendimiento—Los bonos de alto rendimiento (con calificaciones de BB+/Ba1 o inferiores) conllevan un mayor riesgo ya que están calificados por debajo del grado de inversión, o podrían no estar calificados, lo que implica un mayor riesgo de incumplimiento del emisor. Además, el riesgo de degradación de la calificación es mayor para los bonos de alto rendimiento en comparación con los bonos de grado de inversión.

Invertir en activos alternativos implica mayores riesgos que las inversiones tradicionales y es adecuado solo para inversionistas sofisticados. Las inversiones alternativas implican mayores riesgos que las inversiones tradicionales y no deben considerarse un programa de inversión completo. Generalmente no son eficientes

desde el punto de vista fiscal, y un inversionista debe consultar con su asesor fiscal antes de invertir. Las inversiones alternativas tienen tarifas más altas que las inversiones tradicionales y también pueden estar altamente apalancadas y utilizar técnicas de inversión especulativas, lo que puede magnificar el potencial de pérdida o ganancia de la inversión. El valor de la inversión puede disminuir, así como aumentar, y los inversionistas pueden recuperar menos de lo que invirtieron.

Los productos estructurados involucran derivados. No invierta en ellos a menos que comprenda completamente y esté dispuesto a asumir los riesgos asociados. Los riesgos más comunes incluyen, pero no se limitan a, el riesgo de desarrollos de mercado adversos o imprevistos, el riesgo de calidad crediticia del emisor, el riesgo de falta de precios estándar uniformes, el riesgo de eventos adversos que involucren cualquier obligación de referencia subyacente, el riesgo de alta volatilidad, el riesgo de iliquidez/poco o ningún mercado secundario, y conflictos de interés. Antes de invertir en un producto estructurado, los inversionistas deben revisar el documento de oferta, el prospecto o el suplemento del prospecto adjunto para comprender los términos reales y los riesgos clave asociados con cada producto estructurado individual. Cualquier pago en un producto estructurado está sujeto al riesgo crediticio del emisor y/o garante. Los inversionistas pueden perder toda su inversión, es decir, incurrir en una pérdida ilimitada. Los riesgos enumerados anteriormente no son completos. Para obtener una lista más completa de los riesgos involucrados con este producto en particular, por favor hable con su representante de J.P. Morgan. Si tiene alguna duda sobre los riesgos involucrados en el producto, puede aclararlo con el intermediario o buscar asesoramiento profesional independiente.

El rendimiento pasado no garantiza 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 las tasas de cambio y las diferencias en las políticas contables y fiscales fuera de los EE. UU. pueden aumentar o disminuir los rendimientos. Algunos mercados extranjeros pueden no ser tan política y económicamente estables como los Estados Unidos y otras naciones. Las

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

inversiones en mercados emergentes pueden ser más volátiles.

Las inversiones en materias primas pueden tener una mayor volatilidad que las inversiones en valores tradicionales. El valor de las materias primas puede verse afectado por cambios en los movimientos generales del mercado, la volatilidad de los índices de materias primas, cambios en las tasas de interés o factores que afectan a una industria o materia prima en particular, como sequías, inundaciones, clima, enfermedades del ganado, embargos, aranceles y desarrollos económicos, políticos y regulatorios internacionales. Invertir en materias primas crea una oportunidad para un mayor rendimiento, pero al mismo tiempo, crea la posibilidad de una mayor pérdida.

No todas las estrategias de opciones son adecuadas para todos los inversionistas. Ciertas estrategias pueden exponer a los inversionistas a riesgos y pérdidas potenciales significativos. Se insta a los inversionistas a considerar cuidadosamente si las opciones o los productos o estrategias relacionadas con opciones son adecuadas para sus necesidades.

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 alterativas 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

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

estructurado, una cuenta de gestión separada o un hedge fund que emita o gestione JPMorgan Chase Bank, N.A. o una filial, como J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) cuando una entidad de J.P. Morgan obtenga servicios, incluidas la ejecución y la compensación de operaciones, de una filial; (3) cuando J.P. Morgan reciba un pago como resultado de la compra de un producto de inversión por cuenta de un cliente; o (4) cuando J.P. Morgan reciba un pago por la prestación de servicios (incluidos servicios a accionistas, mantenimiento de registros o custodia) con respecto a productos de inversión adquiridos para la cartera de un cliente. Otros conflictos surgirán por las relaciones que J.P. Morgan mantenga con otros clientes o cuando J.P. Morgan actúe por cuenta propia.

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

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

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

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

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

y la Autoridad de Regulación Prudencial. En **España**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, con domicilio social en Paseo de la Castellana 31, 28046 Madrid (España), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España también está supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); inscrita en el Banco de España como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 1567. En **Italia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Milan Branch**, con domicilio social en Via Cordusio, n.3, 20123 Milán (Italia), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Milan Branch también está supervisada por el Banco de Italia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); inscrita en el Banco de Italia como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 8076; número de registro de la Cámara de Comercio de Milán: REA MI - 2536325. En los **Países Bajos**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch**, con domicilio social en World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Ámsterdam (Países Bajos), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch también está autorizada y supervisada por De Nederlandsche Bank (DNB) y la Autoriteit Financiële Markten (AFM) en los Países Bajos. Inscrita en la Kamer van Koophandel como sucursal de J.P. Morgan SE con el número de registro 72610220. En **Dinamarca**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland**, con domicilio social en Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V (Dinamarca), autorizada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) y supervisada conjuntamente por la BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y el Banco Central Europeo (BCE); J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial de J.P. Morgan SE, Tyskland también está sujeta a la supervisión de la Finanstilsynet (la autoridad danesa de supervisión financiera) e inscrita en la Finanstilsynet como sucursal de J.P. Morgan SE con el código 29010. En **Suecia**, este documento lo distribuye **J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial**, con domicilio social

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

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

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). El contenido de este documento no lo ha revisado ninguna autoridad reguladora de Hong Kong, Singapur ni de ninguna otra jurisdicción. Le recomendamos que actúe con precaución en lo que respecta a este documento. Si tiene alguna duda sobre algo de lo que se indica en este documento, le recomendamos que solicite asesoramiento profesional independiente. En el caso de los documentos que constituyen publicidad de productos con arreglo a la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act) y la Ley de asesores financieros (Financial Advisers Act), se hace constar que dicha publicidad no la ha revisado la Autoridad Monetaria de Singapur. JPMorgan Chase Bank, N.A. es una sociedad bancaria nacional constituida con arreglo a las leyes de Estados Unidos y, como persona jurídica, la responsabilidad de sus accionistas es limitada.

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

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

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

JPMS es una sociedad extranjera inscrita (exterior) (ARBN 109293610) constituida en Delaware, Estados Unidos. Con arreglo a los requisitos de licencia que regulan los servicios financieros en Australia, llevar a cabo un negocio de servicios financieros en Australia exige que el proveedor de servicios financieros, como J.P. Morgan Securities LLC (JPMS), posea una licencia australiana de servicios financieros (AFSL), a menos que se aplique una exención. **JPMS está exenta del requisito de poseer una AFSL conforme a la Ley de sociedades (Corporations Act) de 2001 (Cth) (la “Ley”) en relación con los servicios financieros que le presta y se encuentra regulada por la SEC, la FINRA y la CFTC según las leyes de Estados Unidos, que difieren de las leyes australianas.** El documento proporcionado por JPMS

DEFINICIONES DE ÍNDICES Y INFORMACIÓN IMPORTANTE

en Australia se dirige solamente a “clientes mayoristas”. La información incluida en este documento no tiene como fin, ni deberá, distribuirse o transmitirse, directa o indirectamente, a cualquier otra clase de personas de Australia. A los efectos de este párrafo, el término “cliente mayorista” tiene el significado que se le otorga en el artículo 761G de la Ley. Le rogamos nos informe de inmediato si no es un cliente mayorista en la actualidad o si deja de ser un cliente mayorista en cualquier momento en el futuro.

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

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

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

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Todos los derechos reservados

