

2025 6 temas clave

Comentarios sobre el mercado

RESUMEN

A medida que los inversores miran hacia 2025, se espera que una serie de temas clave —desde una segunda Administración de Trump hasta una rentabilidad corporativa estadounidense récord, pasando por la adopción generalizada de avances científicos pioneros— configuren las condiciones macroeconómicas y del mercado. Bajo una segunda Administración de Trump, los inversores vaticinan que Estados Unidos experimentará varios cambios políticos de calado en torno al comercio, los aranceles y la inmigración, por nombrar algunos. Estos cambios no solo tendrán importantes ramificaciones en el entorno macroeconómico y de mercado local, sino también en el resto del mundo.

Una característica fundamental de la fortaleza del mercado de renta variable estadounidense ha sido la reciente dinámica de los márgenes de beneficios. Los márgenes se hallan cerca de máximos históricos y no hay señales de una corrección considerable en el horizonte. ¿Podría estar experimentando el sector empresarial estadounidense un cambio estructural en su margen de beneficios? El tiempo lo dirá, pero a veces hasta lo bueno puede llegar a hartar y ser negativo para los mercados. Uno de los riesgos que hay que seguir de cerca estriba en que la economía y los mercados se calienten tanto que se produzca una situación «sin aterrizaje» en Estados Unidos. Si ese escenario se consolidara, existe la posibilidad de que la inflación reapareciera como un riesgo macroeconómico notable, con grandes implicaciones para las perspectivas políticas de la Reserva Federal estadounidense. Aunque un resultado sin aterrizaje significaría que EE. UU. ha pasado a una trayectoria de mayor crecimiento, también implicaría que los tipos de mercado podrían permanecer en cotas más altas durante más tiempo. Mientras tanto, parece que los retos a los que se enfrenta China revisten una naturaleza

Se prevén muchos cambios importantes en 2025, ya sea por el impacto de las políticas comerciales, la actual crisis de productividad de EE. UU., la creciente divergencia de las políticas monetarias o los avances científicos transformadores. ▲

muy diferente. Los obstáculos estructurales de China siguen siendo considerables. El sector inmobiliario se encuentra en una situación muy delicada, la deuda de las administraciones locales resulta ingente, los riesgos de deflación son elevados, existe un exceso de capacidad sistémica en el sector industrial y la demografía es adversa. Consciente de estos retos, el Gobierno chino intenta reactivar la economía mediante un amplio paquete de medidas políticas, aunque seguimos siendo escépticos sobre la eficacia con que se abordarán estos problemas. Si observamos el telón de fondo mundial, nos encontramos ante la gran bifurcación, con crecimiento y unas políticas monetarias que muestran cada vez más signos de divergencia, un entorno propicio para los gestores activos de activos mundiales. Por último, un tema sectorial clave que estamos siguiendo es el avance de los productos farmacéuticos innovadores (GLP-1) y que pueden generar un impacto transformador que se extienda más allá de la atención sanitaria.

FACILITADO POR

Equipo de
Comentarios
sobre el
mercado



Trump 2.0 y su impacto

Se espera que EE. UU. experimente importantes cambios políticos, lo que tendría implicaciones tanto a escala macroeconómica como en el mercado. Durante su campaña, el presidente electo Donald Trump abogó por políticas favorables al crecimiento, como la ampliación de la reforma tributaria (Tax Cuts and Jobs Act) de 2017, la reducción de los impuestos de sociedades para la producción nacional y la derogación de los créditos fiscales a la energía verde. Un aspecto importante de su campaña fue el compromiso de imponer fuertes aranceles a las importaciones. Con la mayoría del Partido Republicano en el Congreso, se prevén cambios políticos sustanciales. Puede que la combinación de políticas de Trump, de impuestos bajos, amplia desregulación y mayores barreras comerciales, tenga efectos macroeconómicos variables, pero significativos.

CONSIDERACIONES IMPORTANTES

- ➔ Los valores de pequeña y mediana capitalización, que suelen estar menos expuestos a los aranceles, pueden verse beneficiados por una reforma fiscal y una desregulación.
- ➔ La renta variable estadounidense podría salir más favorecida que la del resto del mundo por la combinación de políticas de Trump.

Activos de riesgo, tipos más altos y riesgos arancelarios.

La respuesta del mercado tras las elecciones ha sido bastante positiva para los activos de riesgo. El motivo se encuentra, en parte, en que los inversores han empezado a descontar unas mayores expectativas de crecimiento y, en menor medida, los posibles riesgos de inflación, especialmente, si el nuevo Gobierno aumenta el gasto fiscal. En general, creemos que Trump 2.0 puede promover un entorno macroeconómico favorable a la renta variable, al tiempo que contribuye a que los tipos pudieran permanecer en umbrales más altos durante más tiempo. En cuanto al dólar estadounidense, las perspectivas parecen ahora mucho más favorables de cara al futuro. Por lo que respecta al riesgo, es probable que la principal amenaza para el sentimiento de riesgo mundial proceda de la perspectiva de unos aranceles elevados. Howard Lutnick, nominado por Trump para dirigir el Departamento de Comercio, y Jamieson Greer, su elegido como Representante de Comercio de EE. UU., encabezarán esta iniciativa. Greer defiende una disociación estratégica entre EE. UU. y China. La generalización de los aranceles podría desencadenar un aumento de la inflación y que los productores

estadounidenses se enfrenten a posibles aranceles de represalia por parte de sus socios del resto del mundo, lo que generaría un bucle de retroalimentación económica negativa. Se espera que el plan fiscal de Trump aumente moderadamente el ya de por sí abultado déficit en 3 billones de dólares en los próximos diez años. Sin embargo, la desregulación a gran escala, los posibles ingresos arancelarios y la perspectiva de un funcionamiento más ágil del gobierno podrían servir de contrapeso.

Ganadores y perdedores. Con este nuevo régimen, puede que las empresas energéticas, sobre todo, las productoras de combustibles fósiles, se enfrenten a menos presiones reguladoras. La industria automovilística, especialmente los fabricantes nacionales que dependen de las ventas de camionetas, podría beneficiarse de un retroceso de los mandatos sobre los VE, aunque las tensiones comerciales también podrían crear obstáculos en sus operaciones mexicanas y canadienses, muy integradas en el proceso de fabricación de vehículos estadounidenses. Además, el sector financiero se beneficiará de un descenso de la regulación y de un incremento de la actividad en los mercados de capitales.



Al margen: la rentabilidad empresarial se mantiene sólida

¿Es hora de revisar la vieja teoría? La teoría de la reversión a la media de los márgenes de beneficios afirma que, cuando un sector alcanza niveles extremos de rentabilidad, se incorporan nuevos competidores deseosos de obtener resultados superiores y la competencia lleva a que los beneficios disminuyan. Aquellos sectores con bajos niveles de rentabilidad adoptarán el enfoque opuesto, y habrá empresas que abandonarán los mercados menos rentables, lo que reduce la competencia y refuerza los márgenes. Un pequeño cambio en los márgenes de beneficios puede suponer un gran cambio en los beneficios empresariales, por lo que cobran crucial relevancia para cualquier empresa. Sin embargo, los márgenes de beneficios estadounidenses se han mantenido elevados durante varios años, lo que ha llevado a los inversores a plantearse qué podría haber cambiado.

CONSIDERACIONES IMPORTANTES

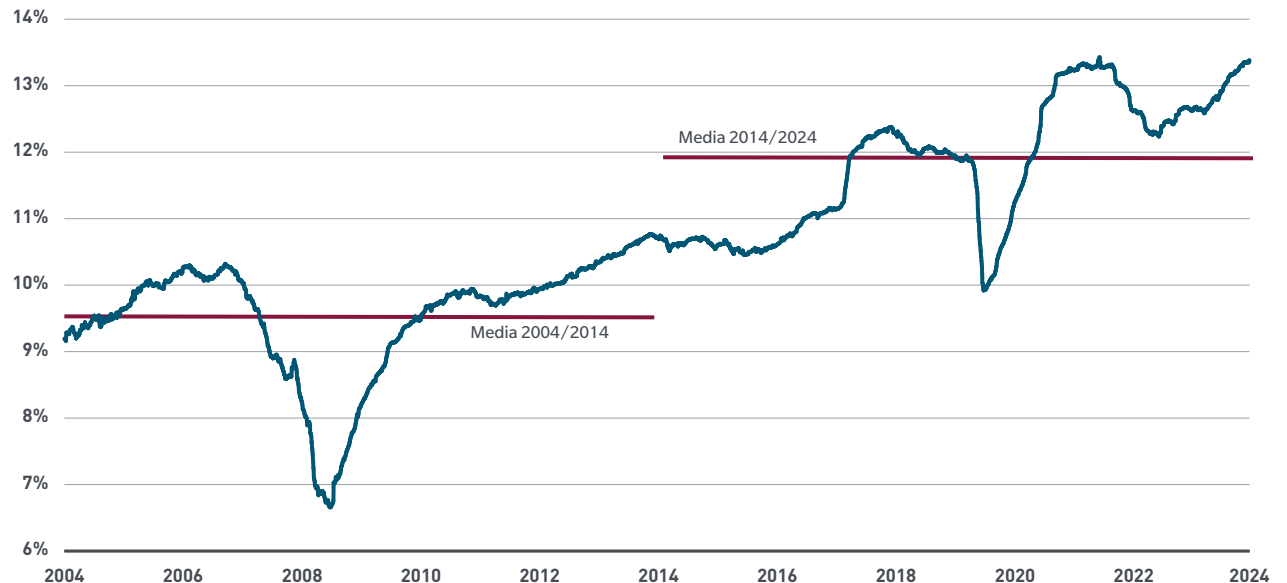
- Consideremos los niveles de márgenes corporativos en el contexto de los cambios estructurales de las finanzas corporativas, que podrían significar un cambio sostenible al alza.
- Los mercados de renta variable pueden estar descontando niveles más altos de márgenes de beneficios futuros mediante valoraciones elevadas, aunque no pensamos que los inversores deban dejarse disuadir por unos mayores márgenes de beneficio agregados.
- La selección de valores revestirá vital importancia, aunque los márgenes de beneficios agregados sigan siendo elevados.

El cambio estructural a la baja de los costes. En EE. UU., los márgenes de beneficio se hallan cerca de sus máximos y, aunque se miran con preocupación, hay buenos motivos para que puedan mantenerse elevados. En primer lugar, cuando los tipos de interés se acercaron a cero entre 2020 y 2022, muchas empresas refinanciaron su deuda, con lo que rebajaron los costes generales del servicio de la deuda y retrasaron las fechas de vencimiento. A menos que se reestructuren, estos beneficios se acumulan durante toda la vida del bono. En segundo lugar, tras la reforma tributaria de 2017, el tipo de gravamen del impuesto sobre las sociedades se redujo al 21%, lo que supuso un cambio puntual en el tipo impositivo para muchas empresas, y pasó directamente a la cuenta de resultados. Se trata de un cambio estructural en las cuentas de resultados de las empresas y podría caer aún más con la segunda Administración de Trump. En tercer lugar, en los últimos cuatro años se han introducido en la economía enormes cantidades de estímulos fiscales, que han llegado a las empresas directamente a través de programas gubernamentales de apoyo a las empresas o, indirectamente, a través del estímulo del gasto de los consumidores. Se proyectan más incentivos fiscales con la nueva Administración.

El impacto positivo del choque de la productividad. Nos encontramos en los albores de una nueva era tecnológica, gracias a la aplicación de la inteligencia artificial y los grandes avances de la computación cuántica. Es probable que muchos puestos de trabajo administrativos sean sustituidos o incrementados en gran medida por la inteligencia artificial, que puede gestionar cargas de trabajo ingentes y se puede ampliar con facilidad. Cabe esperar que beneficie a empresas de todos los sectores, incluso del manufacturero, donde los avances en fabricación inteligente pueden mitigar los retrasos en la producción. Una máquina que avise de que necesita una pieza de repuesto antes de romperse generará eficiencias increíbles, que reducen los costes e impulsan los márgenes.

Se requiere cierta diferenciación. Cabe reseñar que los márgenes a nivel de la empresa individual siempre serán idiosincrásicos, en función de los méritos de su estrategia empresarial, el talento de sus directivos y su posición en el sector, entre otros atributos. Los mercados también pueden fijar el precio de unos márgenes de beneficio futuros más elevados por medio de valoraciones más altas. Así pues, aunque los márgenes de beneficios agregados sigan siendo elevados, es probable que la selección de valores siga ocupando un lugar primordial.

GRÁFICO 2: ¿SE HAN REAJUSTADO AL ALZA LOS MÁRGENES DE BENEFICIO?



Fuente: FactSet. Márgenes netos del S&P 500 del 19 de noviembre de 2004 al 31 de octubre de 2024.

Una economía sobrecalentada podría forzar una intervención de la Fed

Cuidado con el riesgo de que no haya aterrizaje. En el último año, el consenso ha sido que habrá un aterrizaje suave en la economía estadounidense. Sin embargo, ha aparecido una nueva vía económica: un escenario sin aterrizaje en el que el crecimiento económico vuelva a acelerarse sin una contracción notable. Este escenario parece cada vez más probable a medida que la Administración de Trump, considerada en gran medida favorable al crecimiento, va exponiendo sus planes económicos. Esta reaceleración del crecimiento podría provocar un recalentamiento de la economía, lo que desencadenaría un rebrote de la inflación y obligaría a la Reserva Federal a reanudar las subidas de tipos.

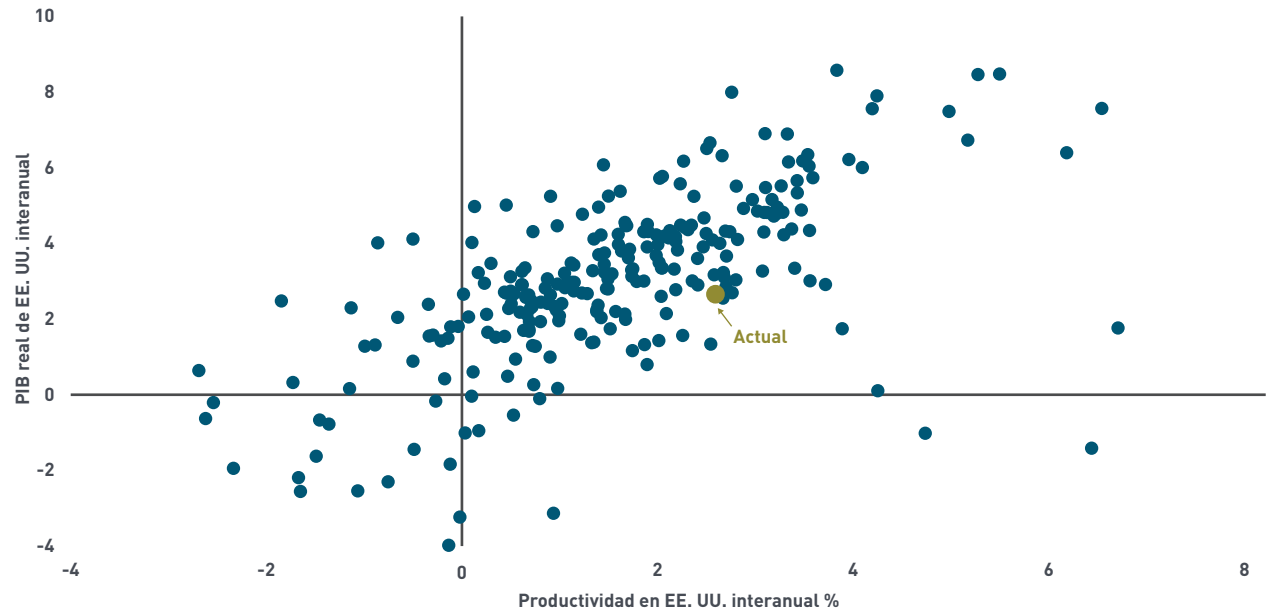
CONSIDERACIONES IMPORTANTES

- ➔ Un escenario sin aterrizaje amplía el abanico de resultados en lo relativo a la reacción de la Fed a las condiciones económicas y la postura de los inversores respecto a sus activos de riesgo.
- ➔ En un entorno de tipos más altos a largo plazo, los inversores podrían considerar sectores de valor con alta rentabilidad por dividendo, entre ellos, la industria y los servicios financieros.
- ➔ En renta fija, preferimos un posicionamiento entre neutral y corto frente a los bonos de larga duración y mayor calidad, dados los estrechos diferenciales del mercado de bonos corporativos.

Un bucle virtuoso para las expectativas de crecimiento. La resistencia del mercado laboral, la mejora de la productividad y la fortaleza del gasto de los consumidores incrementan la probabilidad de que no haya aterrizaje. El mercado laboral sigue revelando robustez, con una creación de empleo continua y unas tasas de desempleo cercanas a mínimos históricos. La productividad, medida con la producción por empleado, ha aumentado con creces desde 2020, debido en parte a la creación de nuevas empresas y a la adopción de nuevas tecnologías. Esta escalada de la productividad ha contribuido a incrementar los salarios y a mejorar el nivel de vida de muchos estadounidenses. Además, un mercado laboral próspero y unos salarios más altos han estimulado el gasto de los consumidores. En esencial, esta situación crea un bucle virtuoso en el que un fuerte crecimiento del empleo optimiza la productividad, lo que se traduce en un mayor gasto de los consumidores, que a su vez alimenta el crecimiento económico. Este mayor crecimiento de la economía genera más puestos de trabajo, lo que perpetúa el ciclo pero también aumenta el riesgo de presiones inflacionistas.

Sin embargo, se corre el riesgo de recalentamiento, con implicaciones para la política monetaria. Si persisten el sólido crecimiento económico y la inflación por encima del objetivo, podría darse que la Fed mantenga los tipos en territorio restrictivo durante largo tiempo. Por lo general, un crecimiento mayor de lo previsto, unido a una inflación moderada, puede elevar los beneficios empresariales y reforzar la confianza de los inversores, lo que impulsaría al alza los precios de los activos. Por el contrario, una perspectiva de tipos más altos durante más tiempo presiona los salarios, aumenta el coste del capital y puede perjudicar tanto al sector inmobiliario residencial como al comercial. También ejerce una presión al alza en el extremo posterior de la curva, donde los rendimientos han subido en recientes fechas, incluso cuando la Fed recorta el tipo de interés oficial. Aunque un escenario «sin aterrizaje» podría estimular la propensión al riesgo, resulta esencial reconocer su potencial para recalentar la economía, lo que podría traer consigo una mayor inflación y una reducción de las rentabilidades reales de la inversión. Así pues, aunque este escenario presenta oportunidades para la generación de riqueza, también introduce riesgos que requieren una gestión prudente por parte de los inversores.

GRÁFICO 3: CUANTA MAYOR PRODUCTIVIDAD, MAYOR CRECIMIENTO ECONÓMICO



Fuente: Haver Analytics. Datos trimestrales del 31 de marzo de 1960 al 30 de septiembre de 2024.

China: contra la pared

Los obstáculos estructurales de China siguen siendo considerables. Los retos económicos de China son innumerables, y entre ellos cabe incluir los problemas de deuda e impago del sector inmobiliario, muy castigado, la deuda de los gobiernos locales, el elevado riesgo de deflación, el exceso de capacidad sistémica del sector industrial y la demografía adversa. Además, China se enfrenta a un contexto geopolítico más complicado, a lo que se suma el regreso de la amenaza de aranceles estadounidenses y europeos, que pueden impulsar la necesidad de reorientar aún más su lugar entre los flujos comerciales mundiales. Asimismo, el balance de los gobiernos locales exhibe un grave deterioro por un endeudamiento excesivo derivado de los instrumentos fuera de balance, como los vehículos de financiación de los gobiernos locales

CONSIDERACIONES IMPORTANTES

- ➔ Seguir de cerca los anuncios del Gobierno sobre políticas, incluso en torno a la APN de marzo.
- ➔ Establecer una postura sobre activos expuestos a posibles acciones de protección comercial.
- ➔ Sectores y empresas que pueden beneficiarse directamente del estímulo de la política fiscal.

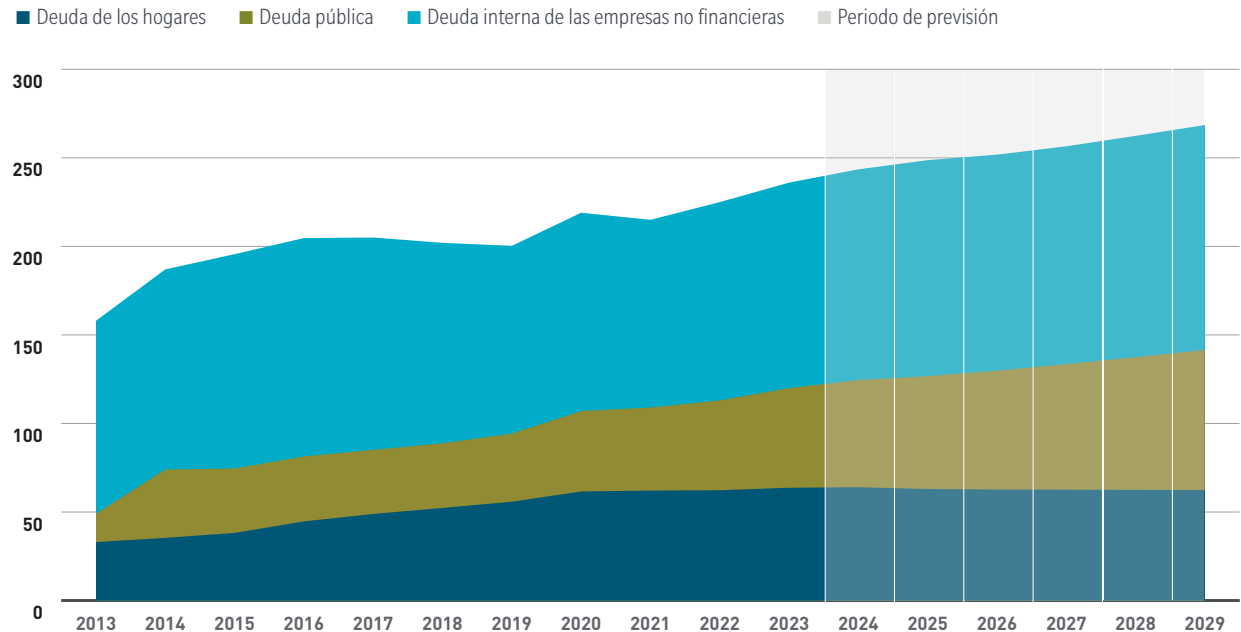
(LGFV, por sus siglas en inglés), que se utilizaron para llevar a cabo programas de infraestructuras y desarrollo urbano. En cuanto al crecimiento, el reto gira en torno a los factores estructurales en contra de la demanda interna y el consumo privado. La aparición de una clase media fuerte y una sólida red de seguridad social fueron las claves del éxito para que el modelo de crecimiento chino pasara a una economía más sostenible e impulsada por el consumo. Sin embargo, los avances en este frente han resultado lentos y los retos demográficos que se avecinan pueden dificultar aún más su consecución. En China, la edad media supera ya los 40 años, frente a los 38 de Estados Unidos y los 29 de India. Mientras tanto, la débil inflación e incluso la deflación se han afianzado cada vez más, lo que ha constituido un lastre para los balances de hogares y empresas.

Consciente de estos retos, el Gobierno chino intenta reactivar la economía mediante un amplio paquete de medidas políticas. En noviembre, China publicó sus planes que incluían un paquete de deuda local de 10 billones de yuanes (1,4 billones de dólares), aunque la falta de estímulo directo no cumplió las expectativas. Un acontecimiento clave

que habrá que vigilar de cerca será la Asamblea Popular Nacional (APN) de marzo, en la que se darán a conocer los detalles del programa fiscal. Dudamos que los nuevos paquetes de medidas de apoyo logren hacer frente a estos obstáculos estructurales, y nos preocupa su magnitud, calendario, coordinación y eficacia. Aunque las políticas fiscales son más eficaces cuando se aplican en el ámbito de la administración local, es también allí donde las limitaciones de financiación resultan más acuciantes.

En general, mantenemos nuestro escepticismo sobre la economía china, pero creemos que pueden encontrarse oportunidades de inversión selectivas. Dada la gran lentitud de las reformas estructurales, la selectividad sectorial es clave, en nuestra opinión. De cara al futuro, poner el foco en los sectores objetivo que puedan beneficiarse del próximo estímulo fiscal nos parece una estrategia adecuada. Estos sectores incluyen productos básicos de consumo, como alimentos y bebidas alcohólicas, y comunicaciones y videojuegos en línea, todos ellos aparentemente poco expuestos a amenazas arancelarias externas.

GRÁFICO 4: DEUDA TOTAL DE CHINA



Fuente: Comunicado de prensa de la Consulta del Artículo IV de 2024 sobre China. Datos anuales de 2013 a 2029. De 2024 a 2029 son previsiones.

La gran bifurcación

Un entorno macroeconómico mundial desincronizado.

El crecimiento económico parece dispuesto a bifurcarse aún más en 2025. En EE. UU., la resistencia del consumo, la buena salud del sector empresarial y el impacto de los posibles recortes fiscales de la nueva presidencia deberían mantener el crecimiento económico en una senda sólida. Por otra parte, países como Alemania, Francia y China se enfrentan a importantes obstáculos para el crecimiento en forma de incertidumbre política, riesgos de deflación y recesión del sector manufacturero. Habida cuenta de que la mayor parte del miedo a la inflación ha quedado atrás, prevemos que las perspectivas de crecimiento van a desempeñar un papel más importante en las decisiones de política monetaria de los bancos centrales en el próximo periodo.

Aumentan los signos de divergencia en la política monetaria mundial. Aunque se espera que los bancos centrales de todo el mundo mantengan su política de

CONSIDERACIONES IMPORTANTES

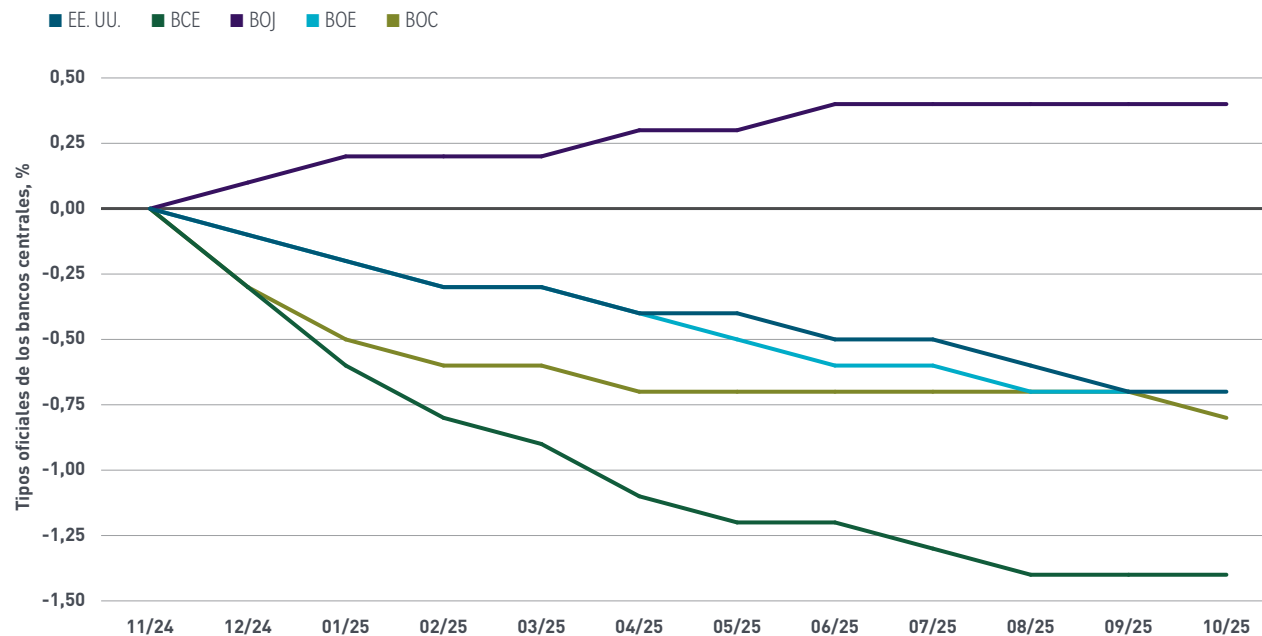
- ➔ Aumentar la exposición a una asignación de renta fija global puede ayudarle a aprovechar las distorsiones mundiales.
- ➔ Duración sobreponderada en las regiones que presentan la mayor desaceleración del crecimiento y la inflación, como ocurre en estos instantes en Europa.
- ➔ Sacar partido de los desplazamientos favorables de los costes de cobertura para aumentar potencialmente el rendimiento de la cartera.

relajación en el futuro, salvo contadas excepciones, es probable que la magnitud y la velocidad de los recortes de tipos varíen bastante de un país a otro. En otras palabras, nos hemos adentrado en un terreno inexplorado de políticas de relajación divergentes. Algunos bancos centrales, como la Fed, tendrán como objetivo, en el mejor de los casos, volver a situar su tipo de interés oficial en el tipo neutral, es decir, el tipo que prevalecería si la economía se encontrara en una situación de pleno empleo e inflación estable, lo que mantendría ambos parámetros en equilibrio. Otros, como el Banco Central Europeo, podrían considerar la posibilidad de flexibilizar mucho más allá de su tipo neutral y, por lo tanto, promover unas condiciones monetarias mucho más acomodaticias.

Entorno político fértil para los gestores activos de renta fija mundial. Dada la divergencia de las políticas y la dinámica de crecimiento, prevemos que en el próximo año surgirán algunas distorsiones y oportunidades de valor relativo. Si las condiciones macroeconómicas siguen siendo sólidas en EE. UU., como prevemos, los argumentos a favor de un posicionamiento largo en duración en EE. UU. pueden verse algo cuestionados. En cambio, las regiones caracterizadas por

perspectivas de crecimiento más débiles y expectativas de una respuesta más agresiva por parte de los bancos centrales, como la zona euro, pueden resultar más atractivas desde una perspectiva estratégica de larga duración. Mientras tanto, en los mercados emergentes (ME), los bancos centrales también podrían verse presionados para ralentizar sus ciclos de relajación debido al debilitamiento de las divisas y al impacto de la subida de los tipos de interés en el mercado estadounidense. Dado que el telón de fondo fundamental difiere de un país emergente a otro, la deuda soberana puede ofrecer interesantes oportunidades de generación de alpha para los gestores de activos que se impliquen de forma activa en la selección de países/regiones. Por último, las divergencias de la política monetaria también pueden influir mucho en las perspectivas de los costes de cobertura, lo que genera tanto retos para algunos inversores como oportunidades para otros. En general, prevemos que el periodo que se acerca seguirá siendo muy descendente, en el que la evolución macroeconómica, las políticas macroeconómicas y los riesgos macroeconómicos desempeñarán un papel fundamental en los resultados de los inversores.

GRÁFICO 5: LA DIVERGENCIA DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS MUNDIALES: PRONÓSTICO DEL MERCADO SOBRE LOS FUTUROS CAMBIOS DE TIPOS



Fuente: Bloomberg. Sobre la base de los futuros de los fondos federales y de las curvas de efectivo a plazo locales. Datos a 20 de noviembre de 2024.

Productos farmacéuticos innovadores (GLP)

¿Otro avance histórico en medicina? Los avances previos en materia de salud pública, como las infraestructuras de agua potable y los medicamentos como los antibióticos, han disminuido el impacto de enfermedades que antes mermaban la salud de personas de todo el mundo. Estas innovaciones han ampliado la esperanza de vida, han mejorado la productividad y han aumentado el nivel de vida a escala mundial. Hoy en día, la obesidad, factor de morbilidad de muchas enfermedades y causa principal de numerosas dolencias, entre ellas, el cáncer y las cardiopatías, representa un importante reto sanitario. Los GLP-1, creados por primera vez para combatir la diabetes de tipo 2, han demostrado su eficacia para promover la pérdida de peso y podrían convertirse en el primer fármaco del siglo XXI con implicaciones similares tanto para la vida humana como para la economía.

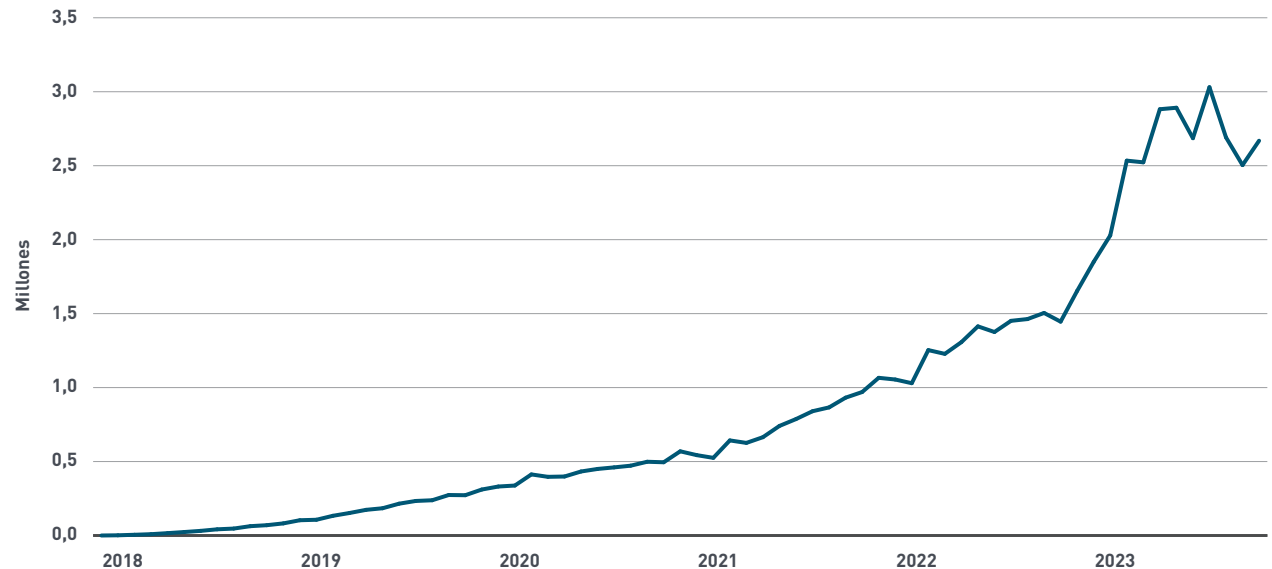
CONSIDERACIONES IMPORTANTES

- ➔ Puede que los GLP-1 resulten ser la respuesta a un problema de salud moderno que se traduzca en un aumento de la longevidad, de la productividad de los trabajadores y del crecimiento económico.
- ➔ Mirar más allá de los fabricantes de GLP-1, hacia otros sectores o industrias que puedan beneficiarse o verse perjudicados por la rápida adopción de los GLP-1.

Un impacto transformador que va más allá de la atención sanitaria. La rápida adopción de los GLP-1 tiene potencial transformador y ya ha contribuido de forma significativa al crecimiento de los ingresos de los principales fabricantes de medicamentos del sector. La gran demanda de estos medicamentos se satisface con nuevas capacidades de fabricación. Las empresas de dispositivos médicos y las que se dedican al suministro de fármacos también pueden beneficiarse del aumento de su uso. Aparte de las empresas obvias, la aceptación generalizada del tratamiento para adelgazar tendrá implicaciones para muchos sectores e industrias, como la sanidad, el fitness, la alimentación y las bebidas, la ropa, la gestión de patrimonios y quizá incluso el transporte. La pérdida de peso inducida por GLP-1 puede reducir la ingesta calórica total, lo que modificaría las tendencias de consumo y disminuiría la demanda de

comida rápida. Los patrones de gasto de los consumidores podrían cambiar con la disminución de los costes sanitarios. La demanda de ropa puede aumentar a medida que los consumidores pierden peso y deben comprar ropa nueva de menor talla. El aumento de la longevidad puede traducirse en una mayor necesidad de centros asistenciales de larga duración y de servicios de gestión del patrimonio. La productividad económica global también podría verse beneficiada. Sin embargo, el desarrollo y la adopción de estos fármacos aún están en curso. Como ocurre con cualquier tecnología o descubrimiento disruptivo, determinar quiénes serán los ganadores a largo plazo y tener la convicción de mantenerlos en cartera durante un periodo de disrupción exige realizar análisis fundamentales exhaustivos, mostrar curiosidad intelectual y tener disciplina.

GRÁFICO 6: CÁLCULO DE RECETAS TOTALES DE GLP-1



Fuente: Bloomberg Intelligence. Datos mensuales del 1 de enero de 2018 al 30 de noviembre de 2023.

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

Fuente de los datos de índices: MSCI. MSCI no ofrece garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, y no asumirá responsabilidad alguna en relación con cualesquiera datos de MSCI incluidos en el presente documento. Los datos de MSCI no pueden redistribuirse ni emplearse como base para otros índices, ni para ningún valor o producto financiero. MSCI no ha aprobado, revisado ni elaborado el presente informe.

Este material está destinado exclusivamente a inversores institucionales, profesionales y cualificados, y no debe compartirse con inversores particulares.

Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos, y en su elaboración no se han tenido en cuenta los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares de ninguna persona en concreto. Este material no debe interpretarse como promoción o asesoramiento de los productos o servicios de inversión de MFS. Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las rentabilidades pasadas, así como cualesquiera previsiones, no son indicativas de los resultados futuros. La información incluida en el presente documento no puede ser copiada, reproducida o redistribuida sin el consentimiento expreso de MFS. Si bien se han tomado todas las precauciones razonables para garantizar la precisión de la información a la fecha de publicación, MFS no ofrece ninguna garantía, explícita o implícita, y declina expresamente cualquier tipo de responsabilidad por errores u omisiones. La información es susceptible de sufrir cambios sin previo aviso. MFS no acepta ninguna responsabilidad por pérdidas, daños indirectos o que se deriven del uso de este material.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited.

Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza: Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo.

La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.