



Bonos convertibles: El mercado financiero Roadster para mercados dinámicos



10 de diciembre de 2025

Investigación de Allianz

Contenido

Página 3-4
Resumen ejecutivo

Página 5-8
¿Lo mejor de ambos mundos?

Página
9 ¿Qué impulsa el rendimiento?

Página 10-13
Retornos híbridos con menor volatilidad

Página 14-15
Análisis del mercado 2025: Rendimiento superior y sostenibilidad

Página 16-21
¿Qué viene y por qué?

Página 22-23
¿Qué significa esto para los inversores?

Ejecutivo

Resumen



Nils Bradtke
Estratega principal de inversiones
nils.bradtke@allianz.com



Alejandro Hirt
Jefe de Crédito y Renta Variable
alexander.hirt@allianz.com



Añó Kuhanathan
Jefe de Investigación Corporativa
año.kuhanathan@allianz-trade.com



Lina Manthey
Estrategas de inversión sénior
lina.manthey@allianz.com



Marcel Schwartz
Gestor de inversiones
marcel.schwartz@allianz.com

- ¿De nicho de mercado a foco de atención? Bonos convertibles, es decir

Los bonos corporativos con una opción de compra de acciones adjunta suelen pasarse por alto en la asignación de activos, pero su rendimiento en 2025 los ha puesto en el punto de mira. Durante los últimos 30 años, los convertibles generaron el 70 % de la rentabilidad de las acciones, pero con solo el 35 % de la volatilidad (6,7 % anual). 2025 ha superado este rendimiento, con los convertibles superando tanto a las acciones como a los bonos (ratio de Sharpe: 2 frente a 1,0 y 0,1), impulsados por la caída de los tipos de interés, el auge de la tecnología, el equilibrio de los factores técnicos y la resiliencia durante la volatilidad. Los atractivos rendimientos, las moderadas primas de conversión y la sólida nueva emisión reforzaron la solidez técnica del mercado. La emisión global alcanzó un máximo de cinco años de aproximadamente 81 000 millones de dólares, impulsada por sectores en crecimiento como la tecnología y la biotecnología, así como por empresas que buscan financiación flexible en un contexto de tipos

- Los convertibles ofrecen una combinación única de bonos y acciones atractivos.

Sus características las convierten en una opción muy atractiva tanto para empresas como para inversores. Los inversores reciben la protección a la baja de un bono, pero se benefician del potencial alcista de la renta variable cuando el rendimiento del mercado es sólido (en promedio, a partir de un rendimiento de la renta variable superior al 6 % anual). Los emisores corporativos se sienten especialmente atraídos cuando se enfrentan a mayores presiones en los costes de financiación, ya que la opción de renta variable reduce la carga. Esto resulta especialmente valioso para las empresas en crecimiento y durante las reestructuraciones, ambas con una alta representación en EE. UU., que representa el 75 % de la emisión y el volumen en circulación. Además, los convertibles no son un activo especulativo: la calidad crediticia de estas inversiones ha mejorado significativamente, con una combinación de grado de inversión, alto rendimiento y sin calificación crediticia. Como medida adicional, se ha demostrado que la corta duración (1,5 años) reduce el riesgo.

El rendimiento del mercado se ve impulsado por el régimen macroeconómico, así como por los fundamentos de la renta variable y la renta fija, especialmente en los sectores tecnológico y de pequeña capitalización. El valor de los convertibles se ve impulsado por el valor y la valoración de las opciones sobre acciones, así como por el rendimiento del bono. Una mayor volatilidad tiende a incrementar los precios de los convertibles, mientras que el aumento de los tipos o la ampliación de los diferenciales tienden a reducirlos. Definimos el rendimiento al peor rendimiento (YTW) como un indicador clave del riesgo a la baja, donde un YTW más bajo indica una provisión mínima para el rendimiento y una menor estabilidad. Los convertibles muestran un sólido rendimiento durante períodos de crisis del mercado, debido a su función de protección a través de los instrumentos de renta fija. Sin embargo, en mercados alcistas robustos, estos instrumentos tienden a limitar la sensibilidad de la renta variable (Delta) por debajo de 1, lo que resulta en un rendimiento subóptimo. Un análisis factorial revela una notable exposición a empresas más pequeñas y menos maduras con menor rentabilidad. Esto también explica el bajo rendimiento observado durante los períodos de ciclos de ajuste y la ausencia de un impulso sustancial en los sectores tecnológicos de gran capitalización, especialmente entre 2022 y 2024. A pesar de los reveses ocasionales,

Los convertibles han demostrado ser resilientes, ofreciendo mayores posibilidades de crecimiento que de caída, lo que los convierte en una inversión menos cíclica y más estable. Esta asimetría de rentabilidad es de particular importancia para el desarrollo de las empresas de pequeña capitalización, ya que su mayor dispersión de rendimiento se puede utilizar de forma más eficiente, aprovechando así las empresas emergentes y reduciendo el valor de los rezagados (selección positiva).

De cara al futuro, es probable que los proyectos de descarbonización y gastos de capital impulsados por IA sean el pilar de la próxima ola de convertibles, a medida que las empresas utilizan deuda vinculada a acciones para financiar inversiones grandes e inciertas sin sobrecargar sus balances.

Las condiciones actuales del mercado (crecimiento moderado y volatilidad ocasional) son ideales, y nuestras previsiones, optimizadas con IA, sugieren una sólida rentabilidad a 12 meses del 11,4 %. Esta cifra es significativamente superior a la histórica división 70/30 entre renta variable y renta fija, del 9 %, según nuestro pronóstico. Este alto optimismo se basa en la baja confianza empresarial, la incertidumbre económica (a medida que la confianza generada por la IA repercute en los mercados) y las atractivas valoraciones de las empresas de pequeña capitalización, condiciones de mercado que históricamente han respaldado el sólido rendimiento de los bonos convertibles. Las expectativas racionales de beneficios de las empresas más pequeñas y la alta volatilidad de la renta variable también son factores positivos, creando un entorno favorable para los convertibles, comparable en su mayoría a los de 2016 y 2019, según nuestro algoritmo de clústeres. Si bien la historia puede repetirse, reconocemos las diferencias fundamentales entre este período y los anteriores, en particular el bajo rendimiento histórico en el peor momento y la ausencia de correcciones en el mercado de renta variable en los últimos años.

En última instancia, los convertibles pueden mejorar la diversificación y la rentabilidad ajustada al riesgo. Añadir convertibles a una cartera desplaza la frontera eficiente hacia afuera, es decir, ofrece mayores rentabilidades con menor volatilidad. Para aprovechar los beneficios, los inversores deben comprender los matices. En primer lugar, la selección del índice de referencia es crucial, ya que la composición de los índices convertibles varía considerablemente: los índices más amplios suelen superar a los más estrechos, pero pueden incluir bonos menos líquidos. En segundo lugar, se recomienda la gestión activa para gestionar la naturaleza híbrida del mercado: los gestores activos pueden ajustar su exposición, aprovechar los descuentos por nuevas emisiones y gestionar las cláusulas de compra, mientras que las estrategias pasivas pueden carecer de flexibilidad y perder oportunidades.



¿Lo mejor de **ambos mundos**?

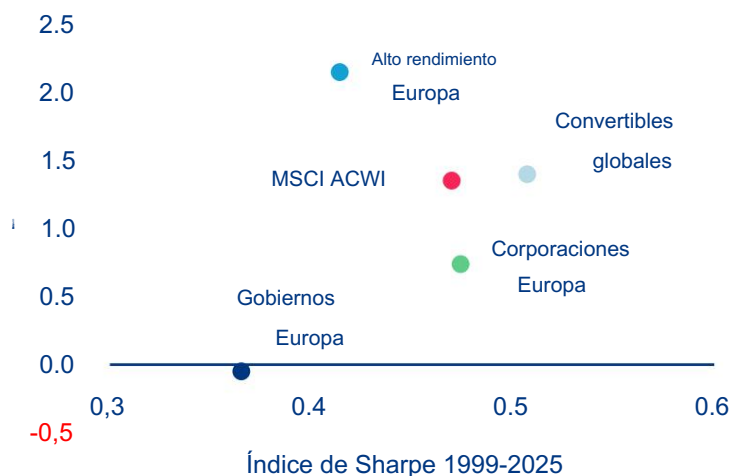
Los convertibles ofrecen las características de la deuda y el capital mediante una opción integrada. Al igual que los bonos tradicionales, los convertibles pagan un cupón, pero la prima de la opción de compra integrada otorga a los inversores el derecho a convertirlos en un número predeterminado de acciones del emisor, a menudo un 30 % por encima del precio actual de la acción.

Su menor duración, las diferentes calificaciones, los pocos convenios y las concentraciones sectoriales añaden una distinción adicional.

Si la acción supera el precio de conversión, el valor del convertible se ajustará cada vez más al de la acción. En caso de un rendimiento inferior, el mínimo del bono (respaldado por el reembolso del principal al vencimiento) proporciona un valor de respaldo. Esta opcionalidad significa que la fijación de precios depende de la volatilidad de la acción, los tipos de interés y el riesgo crediticio. Sofisticado.

Por lo tanto, se requieren modelos de valoración. La práctica del mercado ha hecho que la fijación de precios sea razonablemente eficiente: los nuevos convertibles suelen tener un precio eficiente. La mayoría de las nuevas emisiones se fijan con un ligero descuento respecto al valor razonable teórico, con el objetivo de atraer a los inversores. En general, lo que más valoran los inversores es el equilibrio entre la protección que ofrece el componente de bonos y el potencial alcista de la renta variable. Esto también se refleja en el equilibrio entre riesgo y rendimiento de los convertibles, con un ratio de Sharpe (exceso de rendimiento sobre una tasa de interés libre de riesgo dividido por su volatilidad) que supera a las clases de activos comparables en el largo plazo de 25 años (eje x) y tres años en el corto plazo (eje y), excepto por el rendimiento de alto rendimiento entre 2023 y 2025 (Figura 1).

Figura 1: Índices de Sharpe de las principales clases de activos, promedio a corto y largo plazo



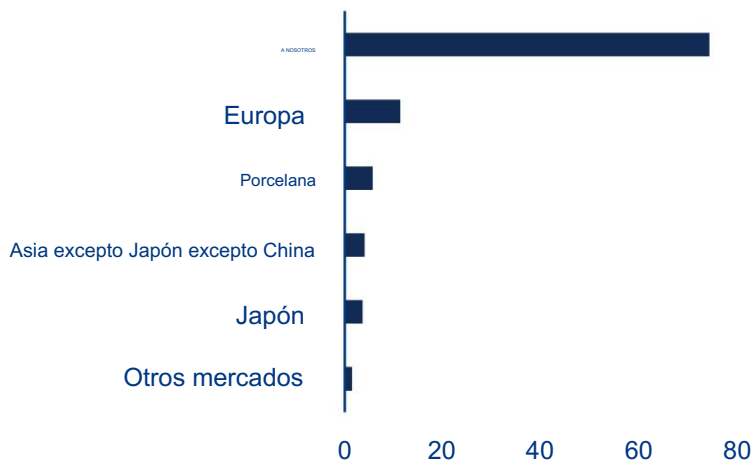
Fuentes: LSEG Datastream, AIM SE

Los convertibles no son inversiones especulativas. La calidad crediticia de estas inversiones ha mejorado significativamente. En 2023, alrededor del 40% de las emisiones estadounidenses provinieron de empresas con grado de inversión, en comparación con solo alrededor del 6% en 2021, y muchas empresas consolidadas han aprovechado con éxito el mercado para cubrir sus necesidades de refinanciación. Con el 40% de las emisiones globales con grado de inversión y otro 35% con calificación BB, la mayoría de los convertibles se posicionan en el segmento de bonos de alto rendimiento.

Cabe destacar que alrededor del 63% de los emisores no tienen otra deuda aparte de sus convertibles, lo que refleja balances sólidos y un enfoque estratégico en el uso del instrumento, en contraposición a las emisiones impulsadas por dificultades económicas. Tras un período de calma en 2022, la emisión global repuntó significativamente. En 2023, el volumen de ventas aumentó un 100%, alcanzando entre 80.000 y 90.000 millones de dólares.

Esta cifra se disparó aún más al año siguiente, alcanzando aproximadamente USD 119 000 millones en 2024, el año de mayor actividad desde 2007 (sin incluir el período de mayor actividad posterior a la pandemia). El mercado de bonos convertibles llegó a 2025 con un tamaño mayor, una mayor diversidad geográfica y una mayor calidad crediticia que nunca.

Figura 2: Distribución de la cuota de mercado de los convertibles



Fuentes: LSEG Datastream, AIM SE

La inteligencia artificial y la sostenibilidad impulsarán las emisiones de convertibles en el futuro.

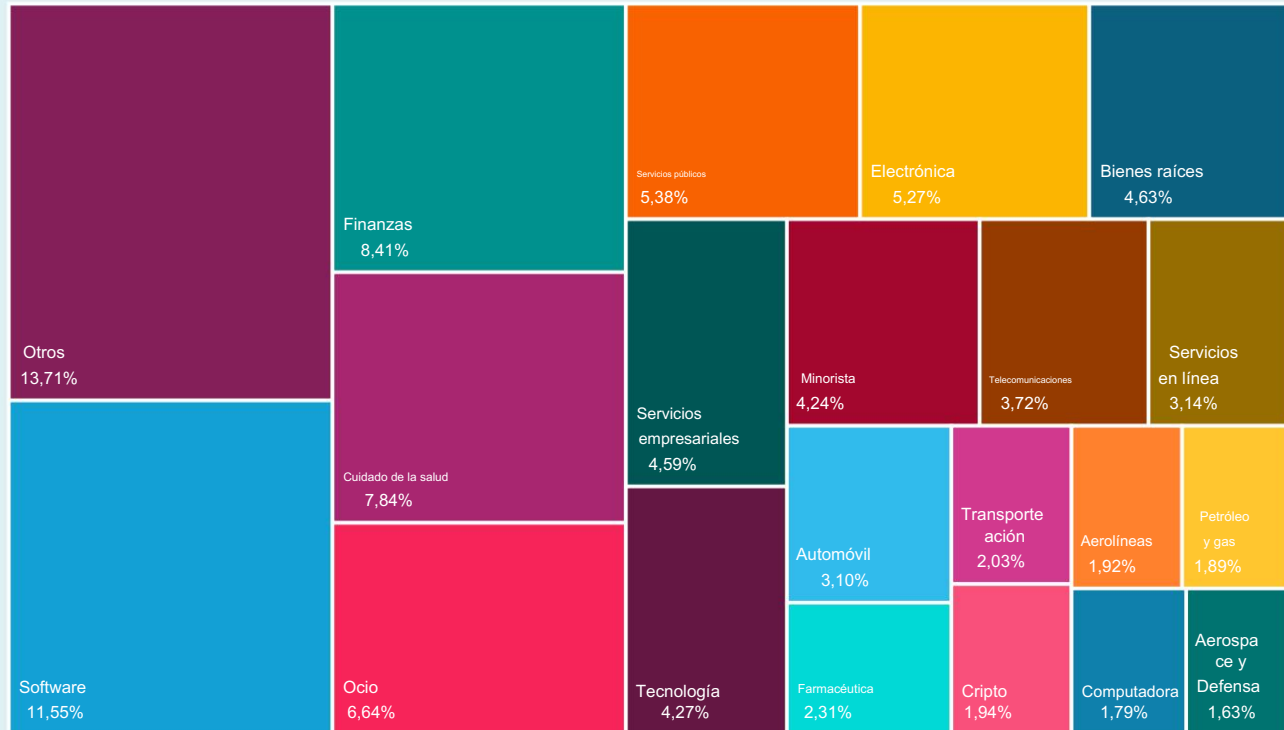
Convertibles: ciclos, costes y convexidad

La emisión de convertibles es una apuesta arriesgada por los ciclos de renta variable y la volatilidad, y el reciente aumento de los costes de financiación ha animado a los emisores corporativos a explorar opciones alternativas, con las empresas tecnológicas a menudo a la cabeza. Durante las últimas tres décadas, la emisión se ha disparado siempre que los mercados de renta variable se mostraban sólidos y la deuda directa parecía costosa, convirtiendo a los convertibles en una forma de pagar a los inversores con ventajas en lugar de cupones. En 2020, las empresas estadounidenses recaudaron unos 64.000 millones de dólares en convertibles a mediados de año, con un récord de 20.700 millones de dólares solo en mayo, ya que la volatilidad pandémica elevó los diferenciales de crédito y volvió la emisión de renta variable políticamente inaceptable para los consejos de administración que no querían mostrar dificultades. El patrón se ha repetido en el ciclo actual: a finales de 2025, las empresas globales habían vendido aproximadamente 81.200 millones de dólares en convertibles, el nivel más alto en cinco años, en su intento de eludir los aún elevados costes de financiación mediante la emisión de deuda híbrida con opción de conversión en lugar de un cupón de dos dígitos. Para los emisores, el instrumento constituye una cobertura macroeconómica: cuando las valoraciones de las acciones son altas y la volatilidad alta, los convertibles les permiten monetizar dicha volatilidad, fijando cupones por debajo del mercado a cambio de vender una opción de compra a largo plazo sobre sus acciones. El ahorro en intereses que ofrecen los convertibles resulta especialmente atractivo para las empresas que buscan fortalecer sus balances sin diluir inmediatamente el capital; este ahorro es mayor cuando la opción de compra incorporada es más valiosa, normalmente en periodos de mayor incertidumbre del mercado. En 2024, Super Micro Computer emitió un convertible con un cupón del 0%, lo que ilustra cómo el optimismo de los inversores puede traducirse en capital ultrabarato para los emisores. Fundamentalmente, el coste de la dilución del capital se difiere a una fecha futura (si se produce la conversión), idealmente después de que la empresa haya crecido. Para los inversores, esta misma convexidad ofrece una protección similar a la de los bonos si el crecimiento decepciona y participación en el capital si no lo hace; una combinación que ayudó a los convertibles a superar a los índices bursátiles generales en 2025 a pesar de la volatilidad de los mercados.

¿Quién emite y por qué?

Los sectores en crecimiento dominan la emisión de convertibles porque pueden "pagar" en volatilidad en lugar de cupones. Las empresas de tecnología, biotecnología e internet de consumo representan una proporción mucho mayor del universo global de convertibles que de los índices estándar de renta variable o crédito, lo que refleja una emisión sesgada hacia sectores donde el potencial alcista es más fácil de vender que la solidez del balance. Las empresas más jóvenes, pequeñas y de mediana capitalización de estos sectores utilizan con frecuencia los convertibles como su primer instrumento de deuda significativo, precisamente porque carecen de las calificaciones o el flujo de caja libre para endeudarse a bajo precio en el mercado de bonos tradicionales. Estructuralmente, esto también significa que la clase de activo contiene una alta proporción de papel sin calificación, no porque la calidad crediticia sea universalmente mala, sino porque muchos emisores provienen de una cultura de financiación de capital y ven poco valor en pagar por una calificación formal cuando la opción sobre acciones es lo que vende la operación. La composición del sector es tanto cíclica como estructural: en 2020, algunos de los sectores más afectados por la pandemia (aerolíneas, viajes, ocio y petróleo) recurrieron al mercado de convertibles para captar liquidez cuando las líneas bancarias y los bonos sin garantía eran demasiado caros o simplemente no estaban disponibles, ofreciendo a los inversores una ventaja de recuperación a cambio de financiación puente. De hecho, dado que los convertibles se encuentran en la intersección de la necesidad de financiación y la rentabilidad de la renta variable, cuanto más convincente sea esta última y más inestables sean los flujos de caja a corto plazo, más atractiva se vuelve la estructura para ambas partes.

Figura 3: Desglose sectorial de los bonos convertibles (2024)



Fuente: LSEG Refinitiv, Allianz Research

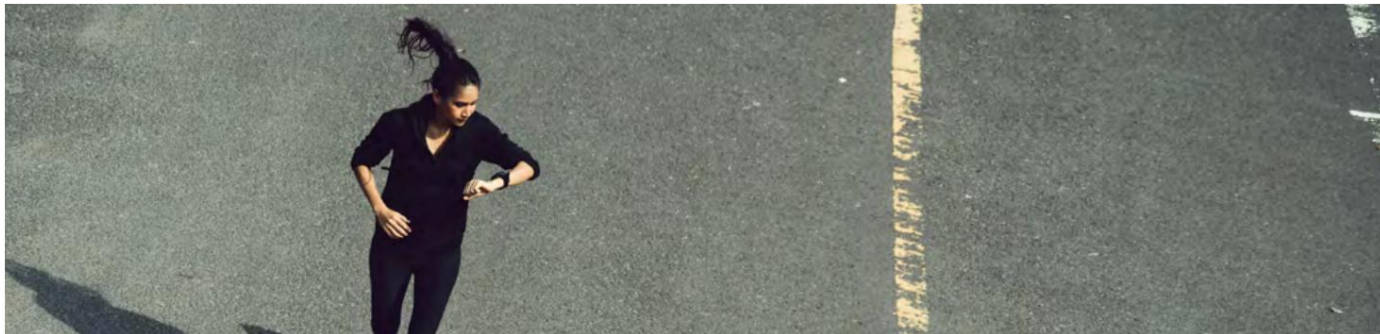
Mezcla regional

Estados Unidos y Asia adoptan los convertibles, mientras que Europa aún los infrutiliza. Estados Unidos sigue siendo la región dominante en índices convertibles globales y emisiones primarias, y las empresas estadounidenses en crecimiento, especialmente en tecnología y comunicaciones, representan el núcleo del mercado con aproximadamente el 75 % de la emisión y el volumen en circulación.

Asia ha emergido como un segundo pilar sólido: los emisores de la Gran China y otros mercados asiáticos han utilizado convertibles denominados en USD para financiar la expansión en comercio electrónico, semiconductores y plataformas de internet, globalizando efectivamente lo que aún se comercializa como un producto "en dólares". Los emisores de China continental y Hong Kong recaudaron más de USD 10 mil millones solo en el primer semestre de 2025, lo que representa la mayor parte de la emisión de más de USD 13 mil millones de Asia en lo que va de año, en sintonía con el impulso de China para el crecimiento tecnológico y la creciente diversificación regional. Por el contrario, los convertibles denominados en euros han sido más episódicos. Las empresas europeas tradicionalmente se han apoyado en préstamos bancarios y bonos simples, y la base de inversores locales para el papel vinculado a acciones ha sido más delgada, lo que limita la emisión incluso en sectores, como el lujo, la tecnología industrial o las energías renovables, que son candidatos obvios para la financiación convertible. Esa subpenetración está empezando a parecer una ineficiencia: con los tipos del euro más altos que en la década de 2010 y los bancos centrales sólo flexibilizando cautelosamente las políticas monetarias, los convertibles ofrecen a los emisores europeos una forma de extender el plazo de financiación sin bloquear los cupones actuales durante los próximos siete años.

¿Qué impulsa la próxima ola?

Es probable que la IA y la descarbonización constituyan la próxima ola de oferta de convertibles. El auge actual de la inversión en IA ya es visible en los mercados primarios: la emisión global en 2025 incluye operaciones emblemáticas como el bono convertible de cupón cero de Alibaba por 3.200 millones de dólares para financiar la expansión internacional y en la nube, y aproximadamente 3.000 millones de dólares en financiación para Nebius, empresa de IA en la nube, que depende en parte de estructuras convertibles junto con el capital estratégico de Microsoft. Estas transacciones ilustran cómo los grupos tecnológicos pueden utilizar los convertibles para financiar enormes inversiones de capital (en chips, centros de datos y software). Sin sobrecargar inmediatamente los balances con deuda costosa de alto rendimiento. En cuanto a la descarbonización, las empresas de energía e infraestructuras se enfrentan a necesidades de inversión similares, pero con flujos de caja a largo plazo más inciertos, lo que convierte a la deuda vinculada a acciones en una forma atractiva de compartir el riesgo del proyecto. La italiana Eni ha colocado un bono convertible vinculado a la sostenibilidad por valor de 1.000 millones de euros a siete años con un cupón inferior al 3%, el primero de su tipo en el sector del petróleo y el gas, vinculando la rentabilidad del bono a los objetivos de emisiones y transición, al tiempo que capta capital flexible. Tanto para la IA como para el gasto de capital relacionado con el clima... Especialmente de emisores con ganancias volátiles, pero con historias creíbles de transición o crecimiento en IA, los convertibles ofrecen una solución financieramente aceptable: los inversores obtienen una exposición convexa a temas estructurales, la gerencia preserva la calidad crediticia a corto plazo y la dilución real se pospone a un futuro en el que se espera que el capital recaudado hoy haya transformado el negocio. Si la historia sirve de guía, los sectores que más invertirán en activos intangibles y gastos de capital de transición durante la próxima década serán precisamente aquellos más inclinados a pagar el capital no solo con intereses, sino con una parte de su capital futuro.



¿Qué impulsa el rendimiento?

Los convertibles tienen un precio competitivo, lo que ofrece un beneficio equilibrado tanto para los emisores como para los inversores. Esto ha

Se garantizó un sólido rendimiento, con rentabilidades impulsadas por los fundamentos en lugar de por precios elevados. En la práctica, cuando se emite un nuevo convertible, la prima de conversión y el cupón se fijan de forma que el valor teórico del bono sea igual al precio de emisión. En recientes mercados primarios robustos, los nuevos convertibles incluso han tenido un precio con un ligero descuento respecto a su valor razonable teórico, lo que significa que los inversores pueden adquirirlos con un cierto beneficio por la nueva emisión. Por el contrario, a diferencia del dinamismo de ciertos mercados de OPV de renta variable, los convertibles ofrecen una oportunidad de inversión más estable. Están anclados a sus componentes subyacentes, la volatilidad implícita refleja el rendimiento de la acción y el diferencial de crédito refleja con precisión la calidad crediticia del emisor. Si los convertibles parecen tener un precio incorrecto respecto a sus activos de referencia (por ejemplo, una volatilidad implícita muy superior a la volatilidad realizada), es probable que intervengan arbitrajistas de convertibles y fondos especializados. Esta fluctuación constante ayuda a estabilizar la valoración de los convertibles, evitando así la formación de burbujas o desplomes atribuidos únicamente a su valoración. En general, las ganancias provienen de mejoras genuinas en los fundamentos subyacentes, como el alza de las acciones y el estrechamiento de los diferenciales de crédito, más que de una recalificación especulativa o una expansión múltiple en el propio convertible.

La prima de conversión y la convexidad positiva ofrecen un rendimiento decente y un potencial alcista para las acciones tras los extremos pasados durante 2020-2022. Otro aspecto de la valoración es la prima de conversión, que es la diferencia entre el precio de conversión y el precio actual de la acción. Normalmente, los nuevos bonos convertibles establecen una prima de conversión inicial del 20-40%, lo que garantiza que las acciones de la empresa tendrían que subir significativamente antes de que los inversores consideraran la conversión a acciones. Si la acción nunca alcanza este nivel, los inversores simplemente mantienen el bono hasta su vencimiento o su rescate, generando intereses en el proceso. Es importante tener en cuenta que la prima se valora en contexto: una prima más alta suele venir acompañada de un cupón más alto, una acción subyacente más volátil o un vencimiento más largo para compensar. Durante el período de tipos bajos de 2020-2021, algunas primas se establecieron en niveles muy altos (en casos extremos, como se vio con un bono convertible de Peloton que requirió un aumento del 60% en el precio de la acción). Esto

Indica que los convertibles no son inmunes a las fluctuaciones en sus acciones subyacentes. Cuando el mercado experimentó una recesión en 2022, muchos de estos bonos volvieron a caer al mínimo. Actualmente, el equilibrio de plazos se ha normalizado, con primas promedio que se reducen a alrededor del 30% y cupones que superan el cero. Esto indica que se están emitiendo nuevos convertibles con valoraciones más equilibradas, lo que prepara el terreno para un mejor rendimiento.

Los convertibles pueden generar alfa crediticio porque los emisores incumplen con menos frecuencia que sus pares de alto rendimiento con un riesgo similar, lo que genera oportunidades de mercado. Los diferenciales de crédito de los convertibles y el riesgo de incumplimiento también influyen en la valoración. Los convertibles son emitidos por empresas que podrían no tener calificación crediticia o tener un mayor riesgo percibido, por lo que los inversores exigen un diferencial de crédito adecuado en la fijación de precios. Sin embargo, los emisores de convertibles muestran una menor tasa de incumplimiento en comparación con los emisores de alto rendimiento con calificación comparable. Desde una perspectiva de valoración, los inversores que poseen convertibles podrían estar recibiendo una compensación por el riesgo crediticio, ya que se reduce la probabilidad de incumplimiento. Esto plantea una pregunta interesante: ¿ofrecen los convertibles alfa crediticio "gratuito" debido a una percepción errónea del riesgo? Durante un período prolongado, las empresas que emiten convertibles experimentan una tasa de incumplimiento aproximadamente un 44 % inferior a la de las que emiten bonos basura tradicionales. Incluso durante recesiones y periodos recesivos graves (por ejemplo, la crisis de las puntocom de 2001, la crisis financiera de 2008 y la crisis pandémica de 2020), los incumplimientos de los convertibles se mantuvieron inferiores a los de la

Mercado de alto rendimiento (HY) más amplio. Cifras recientes confirman esta tendencia: en 2024, la tasa de incumplimiento del mercado estadounidense de bonos convertibles fue de aproximadamente el 1,1%, muy por debajo de la tasa de incumplimiento del 3,1% observada en el mercado general de alto rendimiento. Esto coincide con los promedios a largo plazo (~1% para los convertibles frente a ~3% para los HY) y pone de manifiesto una brecha persistente en la tasa de incumplimiento a favor de los convertibles. Una razón para ello es que los emisores de bonos convertibles a menudo tienen una mayor flexibilidad financiera: muchos solo tienen el convertible como deuda en su balance y pueden

Recaudar capital social si es necesario, lo que les ayuda a evitar el impago. Además, las empresas que optan por los convertibles suelen tener historiales de crecimiento en capital que, con el tiempo, mejoran sus perfiles crediticios, mientras que los emisores tradicionales de alto rendimiento pueden estar más apalancados.



Retornos híbridos con menor volatilidad

Los convertibles se ven influenciados tanto por la dinámica de la renta variable como por la de la renta fija, y los griegos son los que captan ciertas sensibilidades.

La volatilidad de las acciones y los factores crediticios determinan su valor y perfil de riesgo mediante sensibilidades similares a las de las opciones. Un factor clave es la volatilidad implícita de la acción subyacente: una mayor volatilidad realizada aumenta el valor teórico de la opción de compra incorporada y, por lo tanto, el precio del convertible, en igualdad de condiciones. Los convertibles tienen una correlación positiva con la volatilidad de la acción, lo que se beneficia cuando aumenta la incertidumbre. Por el contrario, los instrumentos de renta fija se ven influenciados por los tipos de interés vigentes y el diferencial de crédito del emisor. El aumento de los tipos de interés o la ampliación de los diferenciales de crédito afectarán negativamente el valor de la parte del bono, lo que afectará el precio del convertible. Para cuantificar estas influencias mixtas, se utilizan métricas de riesgo de opciones (griego).

Por ejemplo, delta mide la sensibilidad del convertible a las fluctuaciones del precio de las acciones. Gamma mide la velocidad a la que delta cambia con la fluctuación del precio de las acciones, lo que refleja la convexidad o asimetría del convertible. Vega captura la sensibilidad a los cambios en la volatilidad de las acciones.

Se acepta generalmente que una delta, gamma y vega más altas se asocian con rendimientos más similares a los de la renta variable y, en consecuencia, con mayor riesgo y volatilidad. Generalmente, los convertibles tienen una delta inferior a uno (0,45 en promedio), pero con el tiempo esto sigue ofreciendo rendimientos superiores, ya que capta a las estrellas en ascenso (con una delta cercana a 1) y reduce el valor de los rezagados (con una delta cercana a 0), lo que demuestra una característica de selección positiva.

El rendimiento al peor rendimiento (YTW) ayuda a los inversores a evaluar el riesgo a la baja de un bono convertible. Un YTW más alto indica mayor estabilidad y menor volatilidad. El YTW es una valiosa métrica prospectiva que representa...

El rendimiento anual más bajo que un inversor podría obtener del bono, suponiendo que se rescate en el momento más desventajoso permitido por sus términos (sin incumplimiento). Esta métrica proporciona información sobre cómo el mercado calcula el equilibrio entre el mínimo del bono y el valor de la opción sobre acciones. Un YTW más alto se asocia con rendimientos más similares a los de los bonos y, por consiguiente, con un perfil de riesgo y volatilidad más bajo. Con el alza de los mercados de renta variable, el YTW disminuye a medida que el precio del convertible se aleja del mínimo del bono.

Los convertibles han generado una rentabilidad anual del 6,7% a lo largo de los ciclos, igualando consistentemente el 70% de la rentabilidad de la renta variable durante las últimas tres décadas, con una volatilidad de tan solo el 35% (véase la Figura 4). Esto indica una sensibilidad a la renta variable significativamente mayor en comparación con el delta promedio de aproximadamente el 45%. Existen diversas razones para esta discrepancia, y las ventajas de los convertibles ya han sido tema de debate. Aún no se ha mencionado el mecanismo integrado de toma de beneficios, mediante el cual las ganancias de los bonos se obtienen durante el corto plazo de unos cinco años y se reinvierten en otro bono convertible. Al considerar un convertible con un fuerte alza, que cotiza prácticamente como renta variable y se convertirá, venderá y reinvertirá, los beneficios quedan bloqueados y protegidos de nuevo por la cotización mínima del bono en torno a la par. En una recesión de la renta variable, el inversor se beneficia del pago del cupón y de cualquier ganancia previa. Esta estrategia suele generar una rentabilidad total superior a la de las inversiones tradicionales en el mercado bursátil a lo largo de todo el ciclo de inversión. Esta característica hace que la inversión en bonos convertibles sea menos propensa a fluctuaciones de valor y esté más firmemente anclada en el valor razonable.

Figura 4: Perfil de riesgo-retorno a largo plazo de las principales clases de activos

| | Volatilidad de retorno | | Máxima caída |
|--|------------------------|---------|--------------|
| Equidad | 8,1% | 15,5% | -58,0% |
| Convertibles | 6,7% | 7,8% | -38,0% |
| Cautiverio | 3,6% | 3,3% | -20,0% |
| Mezcla de acciones y bonos como Equivalente de conversos | 70 / 30 | 35 / 65 | 50/50 |

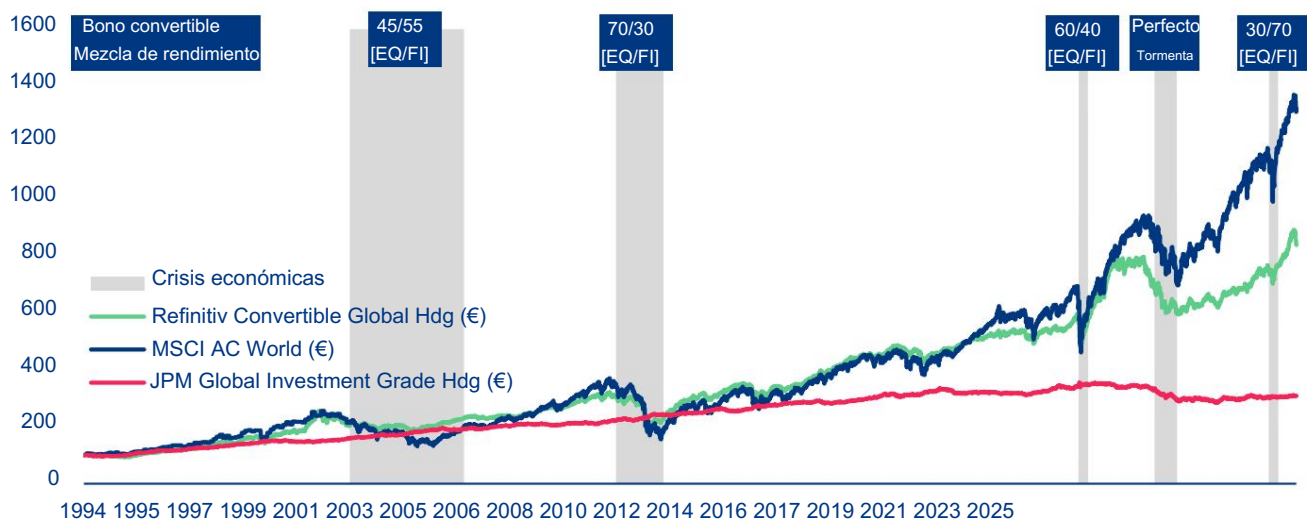
Fuentes: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM SE

Durante los últimos 30 años, los convertibles han demostrado un rendimiento consistentemente superior al de las acciones durante periodos de caída del mercado. Esto se debe a la protección inherente al valor que ofrecen sus límites mínimos de rendimiento, a la vez que participan en la posible recuperación de la renta variable. Un análisis del rendimiento total a largo plazo de 1994 a 2025 revela notables paralelismos y distinciones entre los convertibles y las acciones. El índice MSCI All Country World se utiliza para representar las acciones, con todos los valores expresados en euros. Los convertibles tienden a mostrar un rendimiento más sólido durante periodos de caída del mercado. Hemos identificado cinco reveses económicos globales significativos: la crisis de las puntocom, la crisis financiera mundial (GFC), la crisis de la COVID-19 de 2020, el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania y el aumento de la inflación en 2022, y el Día de la Liberación en abril de 2025. Como es evidente, las fluctuaciones significativas en los precios de las acciones tienen un efecto mucho menor en el rendimiento de los convertibles durante estos periodos.

Solo comparten una fracción de las caídas de las acciones. Las consecuencias del "Día de la Liberación" lo ilustran a la perfección: las acciones experimentaron una caída del 12 %, en comparación con solo el 3 % de los convertibles. Esta rentabilidad equivale a una combinación del 30% de las acciones y el 70% de los bonos, revirtiendo así la participación media a largo plazo del 70% en la rentabilidad de las acciones. Crisis anteriores muestran un patrón similar, y solo la crisis financiera de 2008 mostró un perfil de rentabilidad de los bonos convertibles alineado con el promedio a largo plazo, captando el 70% de la caída de las acciones. Este periodo se caracterizó por una importante fuga de capitales hacia activos seguros, con incluso los convertibles cotizando por debajo de su valor razonable, un escenario que no se ha observado desde entonces. Es evidente que se produjo un cambio de sentimiento tras la crisis financiera mundial y antes de la pandemia de la COVID-19, cuando los convertibles experimentaron un rendimiento inferior relativo de 243 puntos porcentuales en comparación con las acciones (Figura 5).

Protegidos por un piso de bonos estable (línea gris, que representa el índice de bonos de grado de inversión global de JPM), los convertibles

Figura 5: Rendimiento total: convertibles vs. acciones vs. bonos



Fuentes: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM SE

Figura 6: Desempeño histórico de las principales clases de activos durante la crisis y la expansión

| Categoría | Periodo de tiempo | Evento/Etiqueta | Actuación | | |
|-------------|-------------------|------------------------------|--------------------|-------------------|----------|
| | | | Bonos convertibles | de renta variable | variable |
| Crisis | 2000–2003 | Crisis de las puntocom | -12% | -58% | 24% |
| | 2007–2009 | Crisis financiera mundial | -33% | -53% | 12% |
| | 2020 | COVID-19 | -20% | -33% | 2% |
| | 2022 | Guerra entre Rusia y Ucrania | -19% | -15% | -10% |
| | 2025 | Día de la Liberación | -3% | -11% | 0% |
| Expansiones | 2004–2007 | Economía de Ricitos de Oro | 60% | 114% | 13% |
| | 2010–2020 | La era de las tasas bajas | 179% | 422% | 40% |
| | 2021 | Reflación pospandémica | 72% | 61% | -1% |

Fuentes: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM SE

Los convertibles pueden tener un rendimiento inferior al de las acciones y los bonos. Como se muestra en la Figura 6, los convertibles se enfrentan a desafíos cuando la aversión al riesgo se desploma, pero también aumentan los tipos de interés. La tormenta perfecta experimentada en 2022 se desencadenó junto con la invasión rusa de Ucrania y las subidas de los tipos de interés causada por la inflación oficial. La corrección alcanzó el mínimo de los bonos, debilitando significativamente su protección. Esto siguió a un aumento significativo de los convertibles en 2020 y 2021, que incluso superaron temporalmente la rentabilidad de la renta variable (+72 % frente al 61 % de rentabilidad).

Un análisis factorial indica que la porción de renta variable de los convertibles se concentra en empresas más pequeñas y menos rentables que se vieron afectadas por condiciones restrictivas y carecieron del impulso tecnológico de gran capitalización en 2022 y 2023. Para comprender su rendimiento durante este período, necesitamos investigar la renta variable subyacente (Índice de Paridad de Renta Variable para el Índice Refinitiv Global Broad Convertible) y su exposición factorial. Una regresión simple de cinco factores de Fama-French más el impulso revela varias características importantes. El segmento de renta variable muestra una beta de mercado ligeramente superior a uno, lo que indica una mayor sensibilidad a los movimientos generales del mercado. También existe una exposición positiva al factor de pequeñas menos grandes (PYMES), lo que muestra una inclinación hacia las acciones de menor capitalización. En particular, el análisis revela una exposición negativa al factor de robustas menos débiles (RMW). Esta carga negativa de RMW sugiere que las acciones subyacentes son principalmente empresas más pequeñas y menos maduras, que tienden a ser menos rentables (aún). Estas acciones tienden a experimentar fuertes repuntes, especialmente durante períodos de condiciones financieras laxas, pero también son más vulnerables a caídas severas cuando

El sentimiento del mercado cambia.

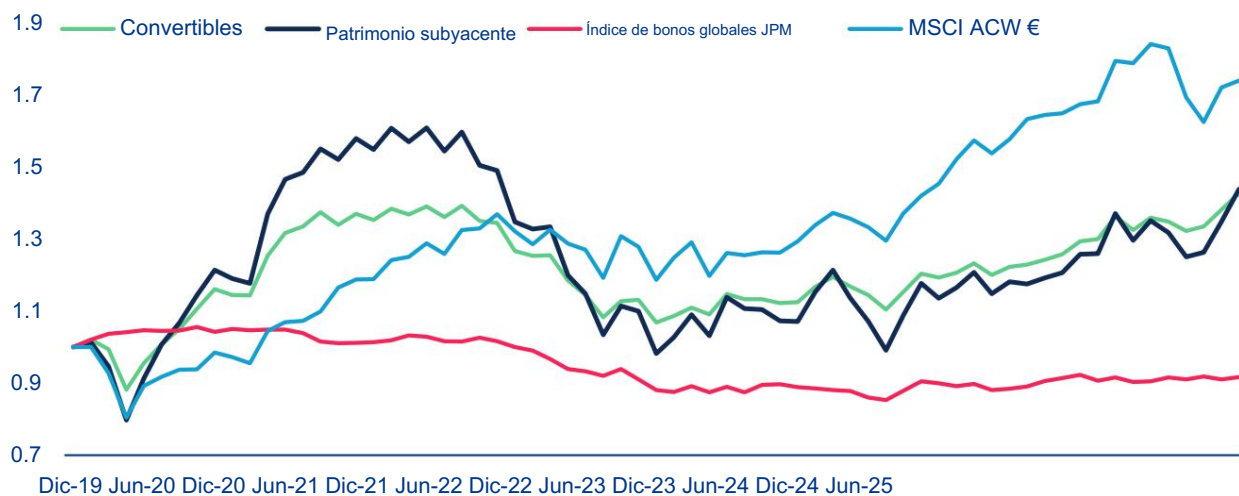
Los convertibles tuvieron un rendimiento inferior al de la renta variable global (índice MSCI All Country World) en 2022, ya que el segmento de renta variable subyacente recuperó las ganancias de 2020-2021 y se vio afectado aún más por el colapso del suelo de los bonos. La exposición a factores también explica la desviación del mercado en el mercado alcista posterior (de mediados de 2023 a 2024). El bajo rendimiento del mercado puede atribuirse a la falta de exposición a los Siete Magníficos. Sin embargo, 2025 marcó un punto de inflexión significativo, con los convertibles superando al mercado general de gran capitalización (véase la figura 8).

Figura 7: Análisis de Fama-French sobre la exposición factorial de los convertibles

| | Coefficientes | Error estándar | t Stat | Valor p |
|----------------------------------|---------------|----------------|--------|---------|
| Interceptar | -0,24 | 0.10 | -2,44 | 1,51% |
| Prima de riesgo de mercado | 1.03 | 0.02 | 41.8 | 0.00% |
| Pequeñas menos grandes (PYMES) | 0,16 | 0.04 | 4.42 | 0.00% |
| Alto menos Bajo (HML) | -0.06 | 0.04 | -1,54 | 12,36% |
| Robusto menos débil (RMW) | -0,25 | 0.04 | -5.65 | 0.00% |
| Conservador menos agresivo (CMA) | -0.03 | 0.06 | -0,54 | 59,17% |
| Impulso | -0.06 | 0.02 | -2,82 | 0,51% |

Fuentes: Biblioteca de datos Kenneth French, LSEG Refinitiv, AIM SE

Figura 8: Rendimiento de las principales clases de activos en la historia reciente



Fuentes: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM SE



Análisis del mercado 2025: Rendimiento superior y sostenibilidad

En 2025, los convertibles demostraron una notable resiliencia y superaron a las acciones y los bonos tradicionales. Esto se debió a las sólidas condiciones iniciales, la caída de las tasas de interés y un desempeño resiliente durante la volatilidad del mercado. Al entrar en 2025, el mercado se encontraba en una posición favorable: los cupones eran altos, las valoraciones razonables y las acciones subyacentes, especialmente las de pequeña y mediana capitalización, estaban listas para un repunte. Además, hasta finales de noviembre, las tasas de interés a corto plazo disminuyeron sustancialmente (swap estadounidense a 5 años ~75 pb), lo que apoyó el piso del bono. El rendimiento actual es una métrica clave a considerar. Estos rendimientos han aumentado sustancialmente en los últimos años, mejorando la rentabilidad base para los inversores. A principios de 2025, el rendimiento actual de los convertibles era de aproximadamente el 2,1%. Si bien estas cifras son bajas para los estándares de los bonos de alto rendimiento, son atractivas en comparación con la rentabilidad por dividendo (para contextualizar, la rentabilidad por dividendo del S&P 500 es de ~1,5%). En consecuencia, los inversores en convertibles están estratégicamente posicionados para beneficiarse tanto del alza de las acciones como de los cupones "pagados por esperar" a tasas competitivas con algunos bonos corporativos.

El mercado se encuentra actualmente en equilibrio, con un delta promedio del índice global de convertibles cercano al 50 %. Esto indica una sensibilidad equilibrada tanto a la renta variable como a la renta fija.

Además, las primas de conversión medias en el mercado son moderadas y no excesivamente elevadas como ocurrió en 2021. Este posicionamiento equilibrado es favorable ya que permite a los convertibles beneficiarse de su convexidad subyacente.

Los indicadores técnicos del mercado también son favorables: en 2025 se ha visto

nueva emisión saludable, impulsada por empresas de alta calidad que buscan optimizar la gestión de liquidez y reducir los pagos de intereses, generando nuevas oportunidades de inversión y evitando que el mercado se sobrecaliente debido a una oferta limitada.

En 2025 se inició un muro de vencimientos histórico, lo que dio lugar a emisiones altas y sostenidas y oportunidades de "rollover".

Su asignación estratégica a acciones de pequeña capitalización y tecnológicas, junto con un enfoque equilibrado en la sensibilidad a la renta variable, las ha distinguido como una clase de activo destacada. El rendimiento superior de los convertibles frente a las acciones de gran capitalización se debe a la cesta de acciones subyacente, que refleja la composición sectorial y estilística única de los emisores de bonos convertibles.

Las acciones de pequeña capitalización, en particular, demostraron una notable fortaleza, recuperándose de un período de bajo rendimiento entre 2022 y 2024. Por el contrario, los bonos corporativos de alto rendimiento experimentaron una ampliación significativa de sus diferenciales durante el período de turbulencia del mercado en torno al "Día de la Liberación". Además, los bonos de larga duración disminuyeron debido al aumento de los rendimientos, lo que indica que ni los instrumentos tradicionales de renta fija ni las acciones ofrecían el mismo nivel de protección que los convertibles. Como ilustra la Figura 9, existe una dispersión significativa en el rendimiento de las acciones y los convertibles en lo que va de año entre aproximadamente 500 emisores, con una clara tendencia hacia ciertas tendencias del mercado. Los convertibles (puntos azul oscuro) comparten la rentabilidad de las acciones hasta un límite específico (puntos azul claro/rendimiento de las acciones) en los límites inferior y superior.

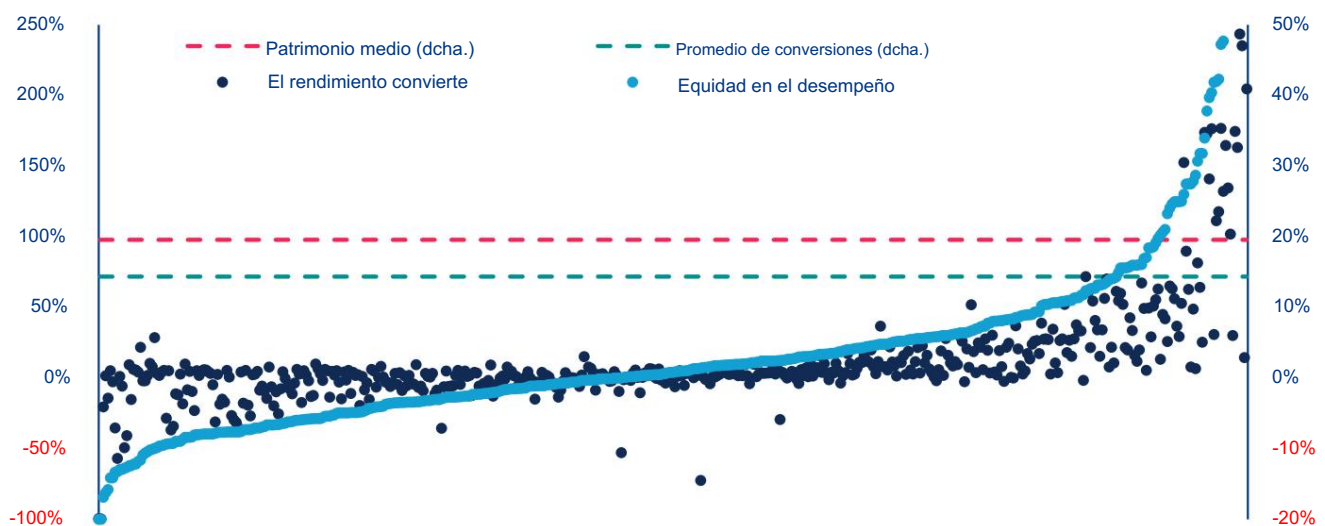
Fin. Aproximadamente 200 emisores experimentan un rendimiento negativo de sus acciones, mientras que la rentabilidad de los valores convertibles se ha mantenido relativamente estable. Cabe destacar que 300 emisores han experimentado un aumento sustancial de la rentabilidad positiva, de hasta un 220 %. Los valores convertibles solo comparten una parte de este potencial alcista, pero también presentan una volatilidad a la baja significativamente menor, como lo muestran los puntos concentrados en torno al 0 % de rentabilidad (a pesar de pérdidas de capital superiores al 50 %). En promedio, la rentabilidad de las acciones es un 20 % mejor que la de los valores convertibles, con un 14 %, y también mejor que la de los valores de gran capitalización, con un 13 %.

En 2025, los rendimientos de los convertibles fueron sustancialmente más altos que el promedio por tercer año consecutivo (10,9% en 2023 y 9,1% en 2024 frente al 6,7% en promedio), lo que marca un cambio significativo respecto de 2022. La pregunta es cuánto tiempo los convertibles pueden seguir superando este rendimiento.

Históricamente, los convertibles han superado a las acciones directas en mercados volátiles o con fluctuaciones dentro de un rango, pero no en mercados alcistas descontrolados. Por el contrario, en caso de una recesión aguda, los convertibles podrían caer más que los bonos de alta calificación. El entorno actual —crecimiento moderado, picos periódicos en

La volatilidad y las altas tasas son casi ideales para los convertibles, como lo reflejan sus excepcionales rendimientos. A medida que nos acercamos a finales de 2025, con los convertibles disfrutando posiblemente de lo mejor de ambos mundos (repunte de la renta variable + caídas de tasas que impulsan los mínimos de los bonos), es prudente que los inversores aprovechen las ganancias y, al mismo tiempo, sigan de cerca la evolución fundamental de esta clase de activo.

Figura 9: Distribuciones de rendimiento hasta la fecha de los bonos convertibles y la cesta de acciones subyacente



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE



¿Qué viene y por qué?

Los convertibles pueden beneficiarse de la exposición a empresas de pequeña capitalización infravaloradas, que podrían tener un rendimiento superior si el dominio de las empresas de gran capitalización impulsado por la IA se desvanece y las condiciones macroeconómicas se estabilizan.

Las perspectivas para los convertibles están estrechamente vinculadas a las de los mercados de renta variable y crédito. Si las acciones de megacapitalización lideran un repunte, los convertibles podrían quedar rezagados debido a una menor sensibilidad a la renta variable. Por el contrario, la exposición subyacente de los convertibles a las acciones de pequeña capitalización tiene el potencial de superar a las de gran capitalización en el futuro. Estas acciones cotizan actualmente con un descuento significativo frente a las de gran capitalización, especialmente en términos de ratios precio-valor contable (P/B). El ratio precio-valor contable para las acciones de pequeña capitalización estadounidenses tiene un valor de descuento inferior a 0,4, lo que significa que son un 60 % más baratas que las de gran capitalización (véase la figura 10). Si bien esto puede no garantizar un rendimiento superior al de las acciones de pequeña capitalización en el futuro cercano, nuestro modelo de IA (presentado en el siguiente capítulo) también capta este bajo precio relativo para respaldar una sólida rentabilidad futura de 12 meses. Desde 2024, las acciones tecnológicas de megacapitalización han sido responsables de la mayor parte del crecimiento de las ganancias por acción a largo plazo (LTF EPS GTH RATE) de las acciones de gran capitalización, mientras que las de pequeña capitalización han adoptado un enfoque más cauteloso.

Los EPS a largo plazo se encuentran en un nivel más moderado y por debajo de los de gran capitalización, especialmente en comparación con el período posterior a la COVID-19 (2021-2023). Estos niveles pueden considerarse más realistas y prudentes, especialmente considerando las expectativas de crecimiento significativamente elevadas de las empresas de gran capitalización debido a la IA. El modelo de IA emplea este razonamiento, con rentabilidades anticipadas que muestran una correlación negativa con tasas excesivas de crecimiento del BPA a largo plazo. La relación precio-beneficio (PER) anticipada también se vuelve negativa, empeorando en 2025 debido al rendimiento de las empresas de gran capitalización (véase la figura 10). En general, si las acciones de gran capitalización perdieran su dominio, las de pequeña capitalización podrían recuperar su prima de crecimiento, lo que se traduciría en rentabilidades más sólidas.

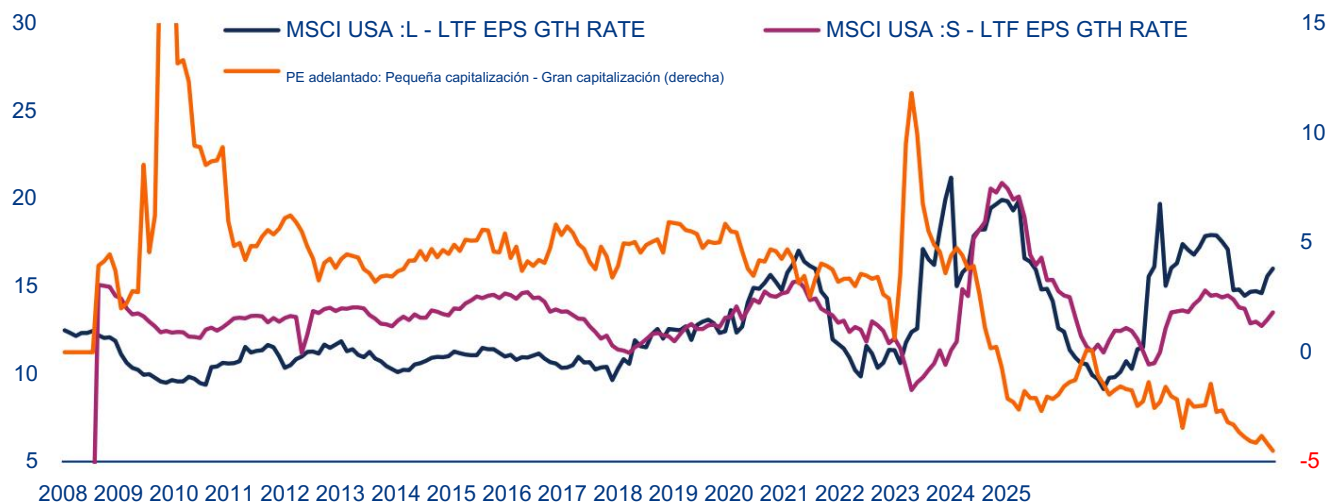
Históricamente, las empresas de pequeña capitalización han superado a las de gran capitalización durante períodos de estabilización económica, como lo demuestran la crisis posterior a las puntocom (2004-2006) y la crisis financiera mundial (2009-2011). Si el actual entorno macroeconómico incierto se normaliza, las empresas de pequeña capitalización podrían eventualmente beneficiarse y potencialmente volver a superar sus rendimientos.

Figura 10: Relación precio-valor contable y rentabilidad total de empresas de gran y pequeña capitalización



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE

Figura 11: Tasa de crecimiento de EPS y P/E adelantado de empresas de gran y pequeña capitalización



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE

Actualmente, el entorno crediticio se mantiene favorable, con diferenciales ajustados y empresas que prefieren los convertibles para evitar los altos costos de los cupones de la deuda directa. Una recesión podría resultar en diferenciales más amplios y una mayor presión sobre los emisores con menor calificación crediticia. Sin embargo, la alta calidad crediticia promedio del mercado de convertibles, las bajas tasas de impago y los vencimientos cortos deberían proporcionar cierta resiliencia. Se prevé que la fuerte emisión continúe hasta 2025, introduciendo más valores de alta calidad y brindando a los inversores nuevas oportunidades. No obstante, el rendimiento al peor rendimiento (YTW) del mercado de convertibles se encuentra actualmente en su nivel más bajo de las últimas dos décadas, lo que pone de relieve el desafiante entorno de ingresos al que se enfrentan los inversores que buscan rentabilidad en esta clase de activos. Un factor clave es el sólido rendimiento subyacente de la renta variable, que impulsa el precio de los convertibles muy por encima de su mínimo. Este nivel de rendimiento históricamente bajo es indicativo de las condiciones generales del mercado de renta fija y las características únicas de los valores convertibles, que suelen ofrecer rendimientos actuales más bajos a cambio de la participación en el capital. En este panorama de rendimientos comprimidos, los inversores podrían tener que ajustar sus expectativas sobre la rentabilidad del componente de ingresos de los convertibles, centrándose más en el potencial de revalorización del capital para impulsar la rentabilidad total. El YTW también es evidente en el modelo de IA y contrae el rendimiento a futuro, tal como se esperaba.

El modelo de IA pronostica un período volátil hasta principios de 2026, seguido de un fuerte repunte, con una rentabilidad esperada del 11,4 % para octubre de 2026. Este escenario también sería coherente con la volatilidad que esperamos en torno al sentimiento generalizado de la burbuja de IA que repercute en los mercados. Si bien las métricas tradicionales siguen siendo esenciales, nuestro modelo de bosque aleatorio añade poder predictivo al analizar más de 50 variables e identificar explícitamente los regímenes del mercado en relación con indicadores tradicionales y macroeconómicos para predecir la rentabilidad futura de los convertibles.

Este enfoque híbrido captura las interdependencias entre las ramas de renta variable y renta fija del instrumento, incorporando los dos aspectos clave del análisis tradicional: el atractivo del componente de renta variable (valoraciones de pequeña capitalización) y el componente de bonos (provisión de rendimiento). Su calibración proporciona consistencia y confianza en los resultados de IA al integrar los factores de rendimiento tradicionales. Dado que el índice que analizamos es un índice convertible global con cobertura en euros, la cobertura cambiaría fue y es un importante factor de rentabilidad, pero esto se refleja implícitamente en la amplia gama de variables macroeconómicas incluidas. El modelo pronostica un período volátil hasta principios de 2026, seguido de un fuerte repunte, con una rentabilidad esperada a 12 meses del 11,4 % (que se alcanzará en octubre de 2026), impulsada por la incertidumbre económica actual (que reduce la opcionalidad de las acciones) y la baja confianza empresarial (que ancla las expectativas fuera de la IA).

y atractivas valoraciones de pequeña capitalización que históricamente se vinculan con un sólido rendimiento de los convertibles. Técnicamente, el bosque aleatorio utiliza más de 50 indicadores (2003-2025) en datos macroeconómicos y financieros adelantados, construye múltiples árboles de decisión en subconjuntos aleatorios para reducir el sobreajuste y asigna importancia a las características según la frecuencia de selección, lo que produce una sólida precisión direccional a pesar de los valores atípicos y una menor previsibilidad del rendimiento durante shocks exógenos (p. ej., conflictos geopolíticos). El conjunto de datos se dividió en conjuntos de entrenamiento y prueba (prueba: septiembre de 2021 en adelante); el modelo muestra desviaciones muy bajas en el entrenamiento con errores notables en meses extremos (p. ej., noviembre de 2008, marzo de 2020, pr 2021), mientras que el conjunto de prueba exhibe más valores atípicos y una sobreestimación en torno al inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania en 2022 (véase la Figura 12); problemas que se normalizaron en el primer semestre de 2023 a medida que las condiciones mejoraron, con predicciones posteriores que se alinean más estrechamente con el rendimiento real. En general, aunque el conjunto de prueba presenta un rendimiento inferior al del conjunto de entrenamiento, el modelo holístico, totalmente integrado, es eficaz para captar el sentimiento y la dirección del mercado, mejorando la comprensión de esta compleja clase de activo no lineal con opciones de compra integradas y proporcionando una señal coherente a 12 meses, consistente con la proyección del 11,4%. Una posible discrepancia entre el sentimiento empresarial y el de los inversores parece ser el mayor riesgo para nuestro pronóstico, como explicamos a continuación.

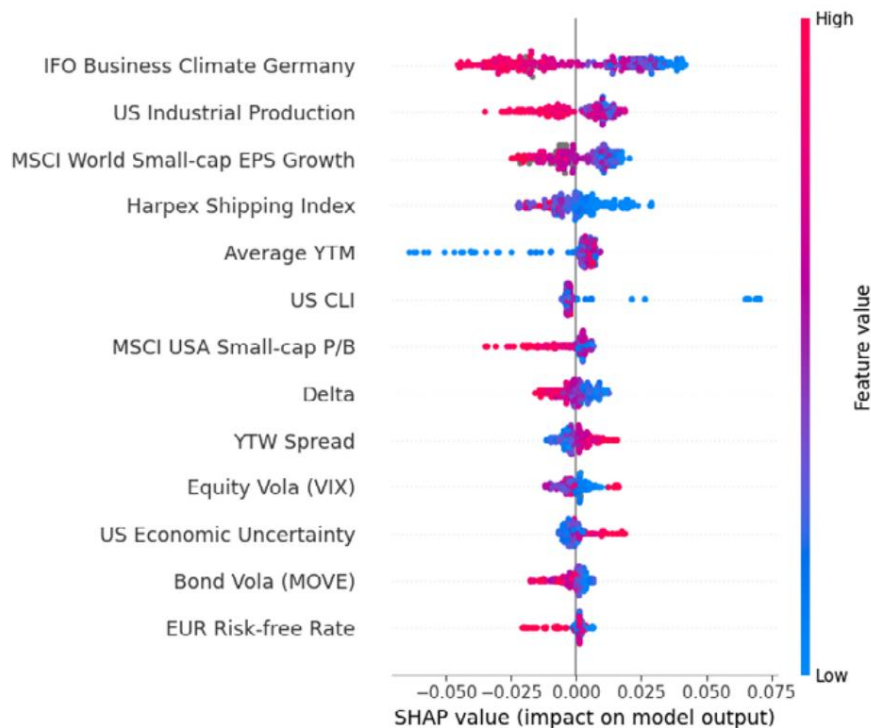
Los bajos valores de los indicadores macroeconómicos, especialmente en la confianza empresarial y la producción, son fuertes impulsores positivos de la rentabilidad futura de los bonos convertibles, lo que demuestra la visión contraria del modelo sobre las reacciones exageradas del mercado durante períodos de pesimismo económico. El modelo de bosque aleatorio utiliza diferentes indicadores para pronosticar la rentabilidad futura a 12 meses del índice de bonos convertibles (véase la Figura 13). El eje x clasifica los impactos como positivos o negativos en relación con la rentabilidad futura, y los colores indican los niveles altos (rojo) y bajos (azul) de los indicadores. Un valor alto del indicador, como se muestra, por ejemplo, en el ratio precio-valor contable de las empresas de pequeña capitalización (que refleja valoraciones elevadas), tiene un impacto negativo en la rentabilidad futura. Por el contrario, la presencia de puntos predominantemente azules en el lado izquierdo sugiere un impacto negativo de los valores bajos en el indicador. Esto se evidencia en el rendimiento al vencimiento (YTM) promedio del bono convertible subyacente, que refleja una provisión de rendimiento débil. Cuanto más clara sea la separación de los puntos por color en el eje x, mejor será la consistencia e interpretación del indicador y su impacto en la rentabilidad futura.

Figura 12: Análisis dentro y fuera de la muestra del rendimiento del modelo de IA



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE

Figura 13: Factores clave del modelo de IA relacionados con el rendimiento futuro de los convertibles a 12 meses



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE

Los indicadores macroeconómicos indican que los escenarios catastróficos ofrecen las mayores rentabilidades. El índice de clima empresarial IFO para Alemania es un factor clave, donde los valores bajos tienen un claro impacto positivo en la rentabilidad futura. Este indicador económico está diseñado para proporcionar una medición fiable del sentimiento empresarial y las expectativas de las empresas alemanas en los sectores manufacturero, de servicios, comercial y de la construcción. Un valor más alto del índice indica un clima empresarial más positivo, mientras que un valor más bajo sugiere pesimismo sobre las condiciones económicas. Si bien el índice se limita a las empresas alemanas, se ve influenciado por los acontecimientos internacionales y la confianza empresarial global, dada la posición de Alemania como un importante país exportador. La tendencia catastrófica también es evidente en índices globales, como el índice Harpex Shipping y los índices impulsados por EE. UU., incluyendo la producción industrial y el indicador adelantado compuesto (CLI). Cuando los tres indicadores se sitúan a la baja, la rentabilidad futura a 12 meses es alta. Este enfoque contradictorio indica la reacción exagerada del mercado ante los eventos adversos y la incertidumbre, lo que lleva a una infravaloración significativa de activos específicos. Estas oportunidades pueden materializarse mediante un análisis meticuloso del mercado y la disposición a aceptar el riesgo y la volatilidad. Los convertibles convexos ofrecen a los inversores la opción de participar en la recuperación del capital y al mismo tiempo estar protegidos por el piso del bono en caso de una mayor debilidad.

Indicadores financieros clave, como expectativas racionales de crecimiento de EPS, valoraciones más baratas y alta volatilidad de las acciones, están impulsando fuertes retornos futuros para los convertibles, especialmente en condiciones de mercado más riesgosas. Para evaluar el atractivo del componente de renta variable y renta fija, se consideraron los indicadores financieros de las secciones anteriores. La tasa de crecimiento del BPA prospectiva y el ratio P/B para las empresas de pequeña capitalización son de especial importancia, al igual que la delta del índice para el componente de renta variable. El componente de renta fija se determina por la tasa libre de riesgo y, en el caso de los convertibles, por el rendimiento medio al vencimiento (YTM). Los indicadores de volatilidad también influyen en el valor de los convertibles. En general, observamos mayores rentabilidades relacionadas con condiciones financieras más racionales, valores delta más bajos y un suelo para los bonos más alto. También observamos una señal positiva en las valoraciones más económicas. Estos hallazgos coinciden con nuestra perspectiva fundamental sobre la renta variable. Con respecto al componente de renta fija, unas condiciones de refinanciación más flexibles (tasa libre de riesgo baja) son beneficiosas para las empresas de pequeña capitalización, que dependen del endeudamiento y del crecimiento.

El impacto de la volatilidad es ambiguo: se ha demostrado que una mayor volatilidad de los bonos (MOVE) tiene un impacto negativo en los rendimientos futuros, mientras que una volatilidad muy alta de las acciones (VIX) se ha vinculado con fuertes rendimientos. Dado que esta última es más previsible, debemos comparar la volatilidad esperada a futuro con la volatilidad implícita y realizada. Cuando la volatilidad implícita de una opción es menor que la volatilidad realizada, los convertibles ganan valor y entran en el dinero. Esto se hizo evidente en 2008, cuando tanto el MOVE como el VIX alcanzaron sus niveles máximos de volatilidad (221 y 55 respectivamente, en comparación con sus mínimos de 79 y 20).

Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de las opciones sobre bonos convertibles se situó entre las más bajas registradas (27, frente a su máximo de 41). Un suelo estable para bonos (debido a una baja volatilidad de MOVE) generalmente ayuda a proteger dicho suelo en tiempos de incertidumbre o volatilidad en la renta variable, lo que justifica aún más la relación negativa con la rentabilidad futura de los bonos convertibles.

En contextos económicos volátiles, los convertibles tienen un historial comprobado de generar rentabilidades sólidas, y los indicadores actuales coinciden con las expectativas de un resultado similar. Los indicadores actuales sugieren una situación similar con una rentabilidad del 11,4 % durante los próximos 12 meses. Figura 14

Ofrece información valiosa sobre los factores de rendimiento, demostrando claramente el impacto de la renta variable, la renta fija, la volatilidad y los componentes macroeconómicos en la rentabilidad. Muestra la incertidumbre económica y la alta volatilidad de 2008, así como la significativa rentabilidad obtenida en 2020-2021. La codificación por colores ofrece una imagen clara. Por ejemplo, marzo de 2020 registró la mayor rentabilidad anticipada a 12 meses (52%) y el mes más favorable para delta (45%) y YTM (1,8%). Ese mismo mes, la volatilidad esperada aumentó y la implícita disminuyó, creando un entorno favorable para los convertibles. Tras un mes, los indicadores macroeconómicos cambiaron de color y el valor P/B de las empresas de pequeña capitalización alcanzó su mínimo (1,5x).

Preveamos una rentabilidad a un año del 11,4%, impulsada por el bajo precio de las acciones de pequeña capitalización y la incertidumbre macroeconómica.

La contribución a la rentabilidad en la Figura 15 muestra los factores que impulsan la rentabilidad a un año del 11,4% (las cifras antes de los indicadores muestran el nivel actual). El punto de referencia es la rentabilidad media histórica del 6,7%, y las barras rojas y azules reflejan la desviación respecto a esta. El IFO Business

El índice climático de Alemania se sitúa en 88 frente al promedio de 96, mientras que el índice de incertidumbre de EE. UU. es elevado (282 frente al promedio de 150), lo que beneficia a los convertibles. Esta clase de activo tiene un delta alto, lo que tiene un impacto negativo en la rentabilidad futura esperada (véase la figura 13). Esto se debe a la continua inversión en acciones.

Figura 14: Acciones, bonos, volatilidad e indicadores macroeconómicos que varían con los rendimientos futuros



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE

El repunte del mercado en 2025 y el aumento significativo de los convertibles, impulsado por el componente de renta variable, indican que la tasa de crecimiento del BPA a largo plazo de las empresas de pequeña capitalización es inferior a la media histórica (12,0 frente a la media de 12,6), lo que indica una expectativa de mercado razonable, como se mencionó anteriormente. El sólido índice HARPEX de transporte marítimo (el doble de la media) y el elevado delta/bajo diferencial de rendimiento del activo (YTW) implican un impacto negativo en el rendimiento futuro de los bonos convertibles. Además, la relación precio-valor contable (P/B) de las empresas de pequeña capitalización, aunque mejor que la de las de gran capitalización, es ligeramente superior, lo que se ha considerado relevante y negativamente correlacionado con la rentabilidad de nuestro pronóstico de IA. Esta discrepancia solo puede observarse

La incertidumbre actual y la elevada volatilidad en 2025, así como las métricas tradicionales, validan nuestra perspectiva.

Un algoritmo de clúster muestra meses sólidos comparables de rendimientos futuros del 8% y el 18% en 2016 y 2023.

Es evidente que estos períodos se caracterizaron por entornos macroeconómicos inciertos comparables, índices climáticos IFO de Alemania pequeños y otros indicadores de sentimiento.

La tasa de crecimiento del BPA, inferior a la media, indica una alta rentabilidad futura. Sin embargo, es importante destacar que 2016 y 2023 fueron distintos de 2025, un hecho que no puede pasarse por alto al considerar las implicaciones más amplias de este análisis, que van mucho más allá de las indicaciones inmediatas relacionadas con el modelo de bosque aleatorio. En ambos casos

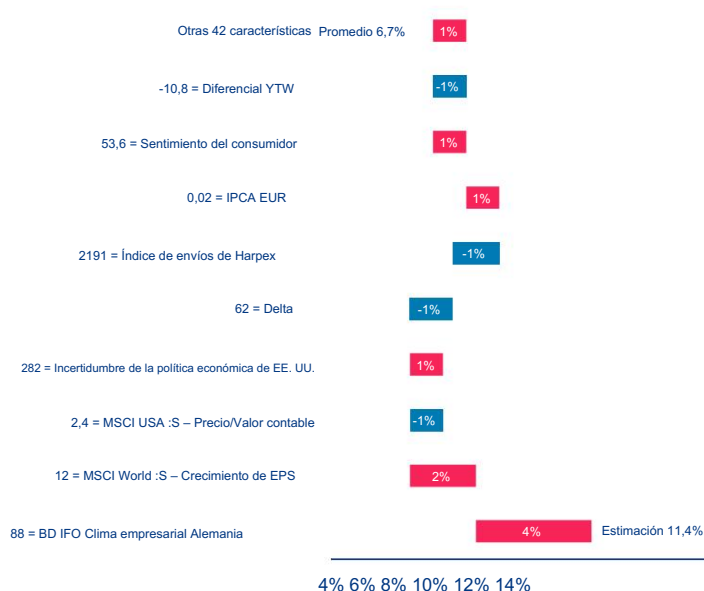
Durante los últimos años, hubo un potencial de recuperación significativo, dados los reveses ocurridos en los mercados bursátiles mundiales.

Los años 2015 y 2016 se caracterizaron por una importante volatilidad política y económica. En 2022 y 2023, los bancos centrales se vieron obligados a intervenir significativamente en respuesta a...

Inflación y la guerra en Ucrania. No observamos los mismos reveses en 2025, dados los máximos históricos de los índices bursátiles globales. También reconocemos la solidez de los mercados bursátiles dada la incertidumbre existente en torno a las guerras comerciales, la independencia de la Reserva Federal y las costosas valoraciones impulsadas por la IA en 2025. Al examinar la simple relación histórica entre los convertibles y las acciones de gran capitalización y los bonos con grado de inversión (división 70%/30% a largo plazo, véase la Figura 4), por ejemplo, llegaríamos finalmente a un rendimiento aún sólido del 9%, es decir, un supuesto de rentabilidad futura un 2,4% inferior al de nuestro pronóstico de IA. Esta discrepancia solo puede observarse si el repunte de las acciones de pequeña capitalización frente a las de gran capitalización continúa evolucionando, y si el tema de la IA tiene un mayor impacto en el mercado subyacente de bonos convertibles. Además, es vital que la volatilidad se mantenga elevada para crear el entorno ideal para los convertibles. Ambas tendencias fueron evidentes en 2016.

El mayor riesgo para nuestro pronóstico parece ser una posible desconexión entre la confianza empresarial y la de los inversores. Si las ganancias de productividad de la IA decepcionan o el gasto de capital aumenta a un nivel insostenible, los mercados de valores se corregirán, al igual que los convertibles, aunque de forma más moderada. Entraremos en 2026 con tres rentabilidades consecutivas superiores a la media para el mercado de convertibles, lo cual solo podrá continuar si la lógica subyacente se mantiene sólida y las empresas mantienen el ritmo. En general, el modelo de IA desempeña un papel importante en nuestro proceso de toma de decisiones, pero complementa, en lugar de sustituir, otros análisis críticos del mercado.

Figura 15: Factores de rendimiento del rendimiento estimado a 12 meses hasta octubre de 2026



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE



¿Qué significa esto para los inversores?

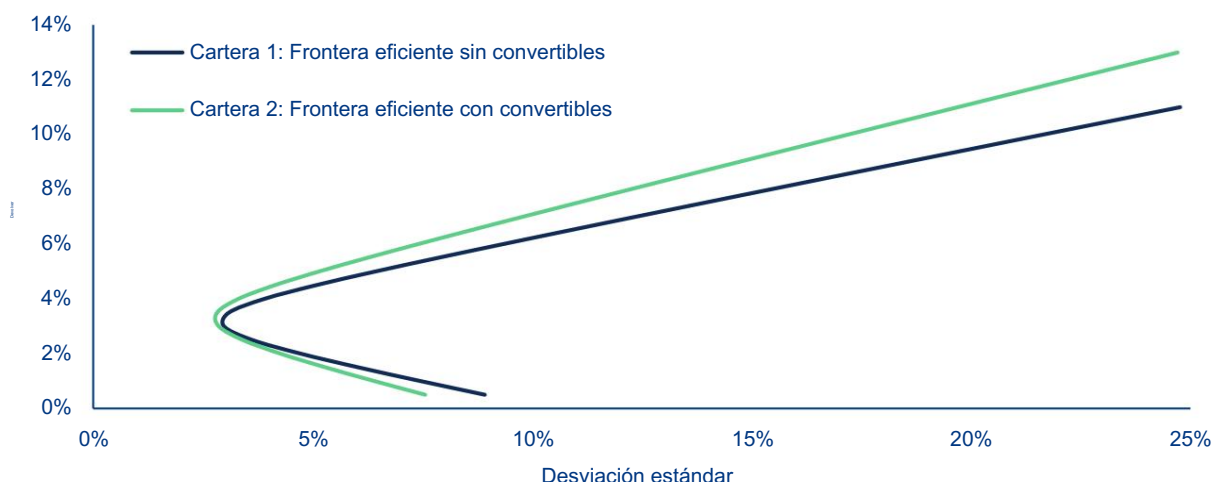
Los convertibles mejoran la diversificación dentro de una cartera multiactivo, reduciendo así el riesgo en la búsqueda de la rentabilidad prevista. Estos instrumentos se sitúan a medio camino entre la renta variable y la renta fija, facilitando así una transición más fluida entre estas clases de activos. Su capacidad de adaptarse a las fluctuaciones del mercado mediante un comportamiento convexo permite a los convertibles modificar sus perfiles de rentabilidad, introduciendo una dimensión innovadora en la composición de rentabilidades de la cartera. Esta dinámica combina las características de la renta variable y la renta fija y amplía la frontera eficiente, que representa el conjunto óptimo de carteras de inversión que ofrecen la máxima rentabilidad esperada posible para un nivel de riesgo específico. La Figura 16 ilustra la frontera eficiente para dos carteras desde marzo de 1999 hasta agosto de 2025. La Cartera 1 comprende renta variable, bonos corporativos y bonos gubernamentales, mientras que la Cartera 2 incorpora convertibles. El análisis destaca el rendimiento superior de las carteras que incluyen bonos convertibles.

reafirmando que los convertibles no son simplemente una combinación de acciones y renta fija, sino una clase de activo independiente que ofrece importantes beneficios de diversificación, no solo debido al perfil de retorno convexo de los convertibles, sino también debido a la inclinación hacia las acciones de pequeña capitalización, como se ve en el análisis factorial, que están subrepresentadas en la mayoría de las carteras conservadoras.

En 2024, una cartera equilibrada de acciones y bonos corporativos generó una rentabilidad ligeramente superior al 13%, con una desviación típica del 9%. En cambio, una cartera compuesta por cantidades iguales de convertibles, acciones y bonos corporativos (1/3 de cada uno) generó una rentabilidad superior al 15%, con una desviación típica cercana al 8,5%. Se observó una tendencia similar en el primer trimestre.

La mitad de 2025, con los convertibles superando la rentabilidad tanto en términos brutos como ajustados al riesgo. La inclusión de convertibles en una cartera no solo amplía el espectro de oportunidades de inversión, sino que también proporciona una ventaja estratégica.

Figura 16: Frontera eficiente con y sin convertibles



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE

Al navegar por los diversos escenarios del mercado, los convertibles, al ofrecer un perfil de rentabilidad distintivo, contribuyen a una estructura de cartera más resiliente y adaptable, lo que, en última instancia, genera resultados de inversión más sólidos a largo plazo.

Los índices amplios han superado a sus homólogos más selectivos, a pesar de que estos últimos se recomiendan por sus perfiles de riesgo equilibrados. Los inversores deben ser cautelosos al seleccionar un índice de referencia para fines de comparación, ya que esto puede afectar significativamente la evaluación del rendimiento de los convertibles. El mercado ofrece una gama de índices, cada uno con sus propios criterios para determinar la inclusión de bonos. Algunos índices son bastante selectivos, como el FTSE Russell Global Focus Index. Solo incluye emisiones más grandes (aquellas con un valor de al menos 500 000 millones de dólares en el mercado estadounidense) y generalmente excluye los bonos que son demasiado pequeños o se comportan de forma demasiado similar a las acciones. Esto refleja

Un panorama más equilibrado, sin verse sesgado por algunos valores atípicos que ya se han convertido principalmente en valor de renta variable. Sin embargo, en general, solo los índices amplios (como el índice global) captan todas las oportunidades de los valores convertibles y ofrecen las mayores rentabilidades, como se evidencia en la Figura 17.

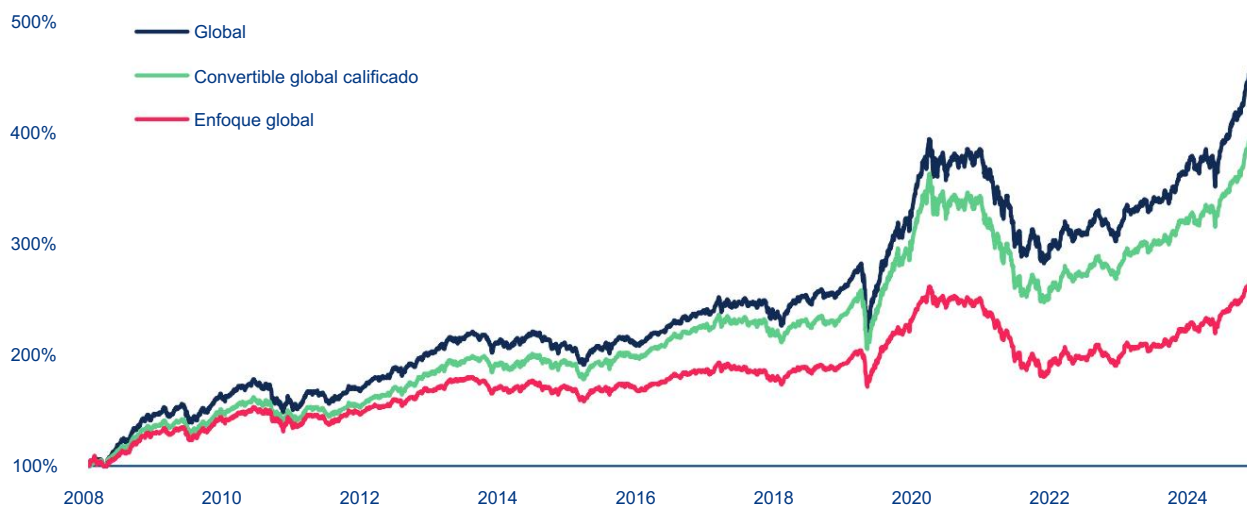
Gestión activa vs. pasiva: El mercado de bonos convertibles se gestiona principalmente de forma activa. Si bien existen fondos indexados pasivos y ETF para convertibles, estos enfrentan ciertos desafíos. Uno de ellos es la naturaleza cambiante del mercado. Un fondo pasivo debe mantener la mayoría de los convertibles en el índice, incluso a medida que sus características evolucionan. Con el tiempo, un convertible determinado puede pasar del 70 % de sensibilidad a la renta variable al 30 % (por ejemplo, a medida que la acción cae). Un gestor activo puede vender o reducir una posición cuando se vuelve demasiado cara (componente de renta variable sobrevalorado), mientras que un fondo pasivo debe cubrir el ciclo completo de cada bono. Por ejemplo, en el año 2000, el índice de convertibles estadounidense se centraba principalmente en empresas tecnológicas (justo antes de que...

estallido de la burbuja), lo que significa que un inversor pasivo habría estado sobreexposto a la posterior caída de las acciones.

Para 2009, el índice se había convertido predominantemente en una inversión similar a los bonos, lo que significa que un inversor pasivo se habría perdido el potencial alcista de la renta variable cuando el mercado bursátil se recuperó. La gestión activa podría haberse ajustado en ambos casos, reduciendo el riesgo antes de la crisis y aumentando la sensibilidad a la renta variable antes de la recuperación. Pueden evitar los extremos: convertibles altamente sensibles a la renta variable que son esencialmente acciones disfrazadas, o convertibles muy similares a los bonos que rinden poco más que los bonos simples, manteniendo esencialmente la convexidad favorable. Los convertibles suelen tener un ligero descuento para impulsar la demanda. Los fondos activos pueden capitalizar estas oportunidades, mientras que los fondos pasivos no pueden hacerlo. Otro factor al que la gestión activa puede reaccionar son las cláusulas de opción de compra y los eventos corporativos, que a menudo están representados por los convertibles. Sin embargo, para los inversores con recursos financieros limitados, los ETF de bonos convertibles pasivos ofrecen una exposición integral al mercado sin el riesgo de una selección desfavorable del gestor.

En definitiva, los convertibles representan una clase de activo atractiva y especializada, que ofrece una combinación excepcional de crecimiento y seguridad. Esto mejora los resultados de la cartera como diversificadores y potenciadores de la rentabilidad. Para aprovechar estos beneficios, los inversores deben comprender los matices: utilizar índices de referencia adecuados para comprender el rendimiento y considerar la gestión activa para gestionar la naturaleza híbrida del mercado. Las investigaciones indican que los convertibles aún merecen la pena. una asignación estratégica que aborda el dilema del inversor entre capital y deuda ofreciendo una opción alternativa. Su excelente desempeño en el período 2023-2025 no fue una anomalía, sino el resultado de una valoración prudente, una emisión estratégica y ventajas de diseño inherentes.

Figura 17: Rendimiento histórico de los principales índices de referencia



Fuentes: LSEG Refinitiv, AIM SE



Nuestro equipo

Director de Inversiones
y economista jefe
Allianz Investment Management SE



Ludovico Subran
ludovic.subran@allianz.com

Jefe de Investigación Económica
Allianz Trade



Ana Boata
ana.boata@allianz-trade.com

Jefe de Macroeconomía y Capital
Investigación de mercados
Allianz Investment Management SE



Björn Griesbach
bjoern.griesbach@allianz.com

Jefe de Difusión
Allianz Investment Management SE



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Jefe de Investigación Corporativa
Allianz Trade



Ano Kuhanathan
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Jefe de Investigación Temática y de Políticas
Allianz Investment Management SE



Katharina Utermoehl
katharina.uteramoehl@allianz.com

Investigación macroeconómica



Lluís Dalmau Taules
Economista para África y Oriente Medio
lluis.dalmau@allianz-trade.com



Maxime Darmet Cucchiari
Economista sénior para Reino Unido, EE. UU. y
Francia maxime.darmet@allianz-trade.com



Jasmin Gröschl
Economista sénior para Europa
jasmin.groeschl@allianz.com



Françoise Huang
Economista sénior para Asia Pacífico
francoise.huang@allianz-trade.com



Maddalena Martini
Economista Senior del Sur
Europa y Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Superar a



Luca Moneta
Economista Senior para Emergentes
Mercados
luca.moneta@allianz-trade.com



Giovanni Scarpato
Economista para Europa Central y Oriental
giovanni.scarpato@allianz.com



Heike Baehr
Directora de contenidos
heike.baehr@allianz.com



Maria Thomas
Gerente de Contenido y Editora
maria.thomas@allianz-trade.com



Lorenz Weimann
Director de Relaciones con los Medios
y Operaciones
lorenz.weimann@allianz.com

Investigación corporativa



Guillermo Dejean
Asesor Sectorial Senior
guillaume.dejean@allianz-trade.com



María Latorre
Asesora Sectorial, B2B
maria.latorre@allianz-trade.com



Maxime Lemerle
Asesor principal, Investigación de insolvencia
maxime.lemerle@allianz-trade.com



Sivagaminathan Sivasubramanian
ESG y
analista de datos
sivagaminathan.sivasubramanian@allianz-trade.com



Pierre Lebard
Oficial de Asuntos Públicos
pierre.lebard@allianz-trade.com

Investigación temática y de políticas



Michaela Grimm
Economista sénior,
Demografía y Protección Social
michaela.grimm@allianz.com



Patrick Hoffmann
Economista, ESG e IA
patrick.hoffmann@allianz.com



Simón Krause
Economista, ESG y Seguros
simon.krause@allianz.com



Hazem Krichene
Economista sénior, Clima
[hazem.krichene@allianz.com](mailto: hazem.krichene@allianz.com)



Kathrin Stoffel
Economista, Seguros y Patrimonio
kathrin.stoffel@allianz.com



Markus Zimmer
Economista sénior, ESG
markus.zimmer@allianz.com

Publicaciones recientes

12/05/2025 | [Qué ver 12/02/2025](#) |

[Grandes esperanzas, gran impacto: La aviación busca cielos climáticamente neutros 28/11/2025](#) | [Qué](#)

[ver 27/11/2025](#) | [Black Friday: ¿La](#)

[guinda del pastel para el retail estadounidense?](#)

20/11/2025 | [Qué ver 18/11/2025](#) |

[Allianz Green Transition Tracker 2025 - Una década después de París: Progreso, parálisis y la carrera hacia el cero neto](#)

14/11/2025 | [Qué ver 12/11/2025](#) |

[¿Podemos permitirnos salvar la naturaleza? La economía del escenario de la Media Tierra](#)

11/06/2025 | [Qué ver 11/05/2025](#) |

[¿Viejas rutas comerciales para nuevas guerras comerciales?](#)

31/10/2025 | [Qué ver 29/10/2025](#) |

[La era del electro-estado: ¿De "Hecho en China" a "Impulsado, diseñado y financiado por China"?](#)

23/10/2025 | [Qué ver](#)

21/10/2025 | [Perspectivas globales de insolvencia 2026-27: ¡No mires hacia abajo!](#)

16/10/2025 | [Qué ver 14/10/2025](#) |

[Alimentar un mundo en calentamiento: asegurar la estabilidad alimentaria y económica en un clima cambiante](#)

09/10/2025 | [Qué ver 10/07/2025](#) |

[Grandes y hermosos centros de datos: cómo la IA y la infraestructura están dando un nuevo impulso a un sector de la construcción en crisis.](#)

10/02/2025 | [Perspectivas económicas 2025-27: Diez preguntas clave, respondidas 25/09/2025](#) |

[Impulsando el futuro: Informe de riqueza global 2025](#)

18/09/2025 | [Qué ver](#)

16/09/2025 | [Inteligencia Artificial Agentic: ¿La economía autónoma?](#)

11/09/2025 | [Qué ver](#)

09/10/2025 | [La paradoja de la tasa de fertilidad: la educación es clave](#)

09/05/2025 | [Qué ver](#)

09/03/2025 | [Atlas Sectorial 2025: La guerra comercial es, después de todo, una guerra sectorial](#)

01/08/2025 | [Qué ver](#)

30/07/2025 | [3,5% hasta 2035: Reducir la brecha global de infraestructura](#)

25/07/2025 | [Qué ver](#)

18/07/2025 | [Qué ver 11/07/2025](#) |

[Qué ver 07/08/2025](#) | [El mercado](#)

[por sí solo no lo solucionará: el dilema del sector inmobiliario climáticamente neutro 07/03/2025](#) | [Tristeza](#)

[de verano: Perspectivas económicas de mitad de año 2025-26](#)

01/07/2025 | [Qué ver 26/06/2025](#) |

[Qué ver 25/06/2025](#) | [Allianz Pulse](#)

[2025: Confundidos y decepcionados, pero menos pesimistas](#)

20/06/2025 | [Qué ver](#)

18/06/2025 | [¿Reembolso a los accionistas o dinero retenido en los clientes financieros? Las empresas estadounidenses y europeas abordan la guerra comercial de forma diferente.](#)

Descubra todas nuestras publicaciones en nuestros sitios web: [Allianz Research](#) y [Allianz Trade Economic Research](#)

Director de Publicaciones
Ludovic Subran, economista jefe
Investigación de Allianz
Teléfono +49 89 3800 7859

Investigación económica del Grupo Allianz

https://www.allianz.com/es/investigacion_economica

<http://www.allianz-trade.com/investigacion-economica>

Königinstraße 28 | 80802 Múnich | Alemania

allianz.research@allianz.com

 @allianz

 Alianza

Investigación económica comercial de Allianz

<http://www.allianz-trade.com/investigacion-economica>

1 Plaza de las Temporadas | 92048 Paris-La-Défense Cedex | Francia

investigacion@allianz-trade.com

 @allianz-trade

 Allianz Trade

Acerca de Allianz Research

Allianz Research engloba el Departamento de Investigación Económica del Grupo

Allianz y el Departamento de Investigación Económica de Allianz Trade.

Declaraciones prospectivas

Las declaraciones aquí contenidas pueden incluir perspectivas, declaraciones de expectativas futuras y otras declaraciones prospectivas basadas en las opiniones y suposiciones actuales de la gerencia e implican riesgos e incertidumbres conocidos y desconocidos. Los resultados, el rendimiento o los eventos reales pueden diferir sustancialmente de los expresados o implícitos en dichas declaraciones prospectivas.

Dichas desviaciones pueden surgir debido, sin limitación, a (i) cambios en las condiciones económicas generales y la situación competitiva, particularmente en el negocio principal del Grupo Allianz y mercados principales, (ii) el desempeño de los mercados financieros (particularmente volatilidad del mercado, liquidez y eventos crediticios), (iii) frecuencia y severidad de eventos de pérdidas aseguradas, incluyendo catástrofes naturales, y el desarrollo de gastos de pérdidas, (iv) niveles y tendencias de mortalidad y morbilidad, (v) niveles de persistencia, (vi) particularmente en el negocio bancario, el alcance de los incumplimientos crediticios, (vii) niveles de tasas de interés, (viii) tipos de cambio de divisas incluyendo el tipo de cambio EUR/USD, (ix) cambios en leyes y regulaciones, incluyendo regulaciones tributarias, (x) el impacto de adquisiciones, incluyendo problemas de integración relacionados, y medidas de reorganización, y (xi) factores competitivos generales, en cada caso a nivel local, regional, nacional y/o global.

Muchos de estos factores pueden tener mayor probabilidad de ocurrir, o ser más pronunciados, como resultado de actividades terroristas y sus consecuencias.

No hay obligación de actualizar

La empresa no asume ninguna obligación de actualizar ninguna información o declaración prospectiva aquí contenida, salvo cualquier información que la ley requiera divulgar.