

# Del retraso cíclico a la oportunidad estructural: el camino hacia adelante de la calidad

ENERO DE 2026

AUTOR



Ross Cartwright

 Estratega jefe  
 Grupo de estrategias  
 e información

## En resumen:

- **El argumento a favor del segmento de calidad a largo plazo sigue intacto:** una asignación disciplinada del capital, una sólida capacidad de generación de beneficios y unos robustos balances siguen apuntalando un crecimiento compuesto superior.
- **Se requiere rentabilidad, pero no basta solo con ella:** la rentabilidad puede verse distorsionada por el apalancamiento y la contabilidad; la diversificación de la calidad también debe reflejar la resiliencia de los balances y la sostenibilidad de los beneficios.
- **Se están volviendo a dar las condiciones que respaldan la diversificación de la calidad:** las primas de valoración han experimentado una corrección, los beneficios parecen mostrar una tendencia expansiva y los valores defensivos se están estabilizando, incluso mientras el liderazgo del mercado se amplía.

## Resumen ejecutivo

La inversión en calidad se fundamenta en una premisa sencilla, pero perdurable: las firmas que presentan sólidos beneficios, una asignación disciplinada del capital y unos robustos balances suelen crear valor de manera más constante a lo largo del tiempo. Sin embargo, la calidad, como estilo, ha experimentado dificultades en los últimos años. El liderazgo de mercado se ha visto dominado por los segmentos de mayor beta, más cílicos y de menor calidad, impulsados por la caída de los tipos, el estrechamiento de los diferenciales de crédito y un apetito por el riesgo elevado. Estas dinámicas han socavado las exposiciones diversificadas a la calidad, aun cuando los fundamentales subyacentes de las empresas de alta calidad han permanecido intactos.

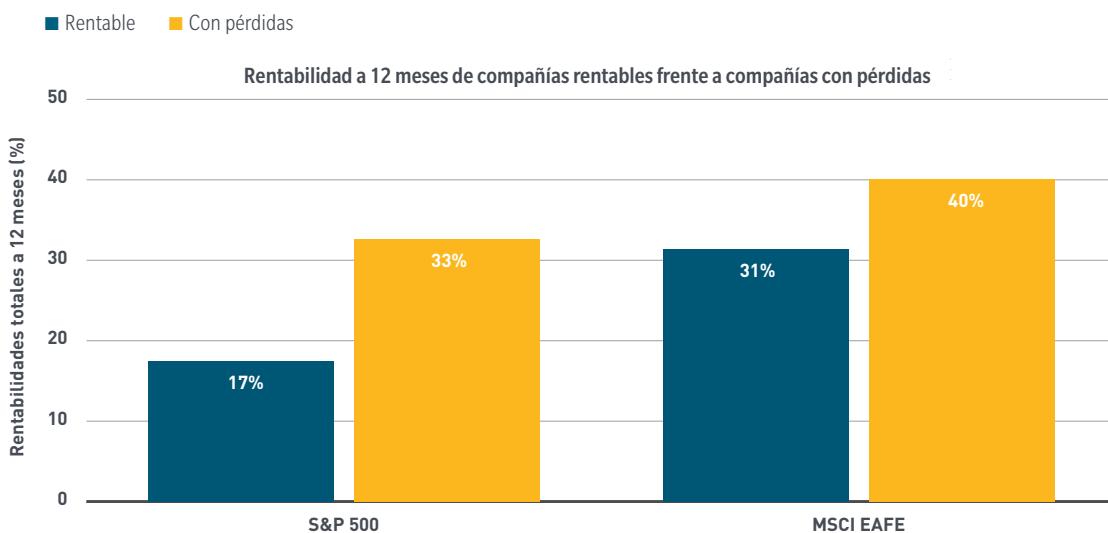
En cuanto a este factor, la rentabilidad ha seguido brindando respaldo en horizontes más largos, aunque los indicadores de estabilidad de los beneficios y de los balances se han revelado irregulares, e incluso la propia rentabilidad —normalmente un factor propicio fiable— supuso una rémora durante un breve periodo en 2025, lo que pone de relieve por qué sigue siendo esencial una definición multidimensional de la calidad. Los parámetros de rentabilidad por sí solos no representan un indicativo adecuado: el apalancamiento, los efectos contables y las decisiones en materia de estructura del capital pueden distorsionarlos, lo que confiere a los indicadores complementarios una importancia crítica a la hora de identificar negocios genuinamente duraderos.

De cara al futuro, se están volviendo a dar varias condiciones que, en términos históricos, han respaldado la calidad. Las primas de valoración se han reajustado hasta situarse en cotas más razonables; se prevé que la participación en los beneficios tenga una base más amplia; y se está constatando una estabilización en los fundamentales de los valores defensivos. Estos giros apuntan a un entorno más equilibrado, en el que los atributos que definen la calidad reciben un mejor reconocimiento y en el que la sostenibilidad, la resiliencia y la asignación disciplinada del capital tienen visos de volver a constituir factores relevantes para la rentabilidad.

## Contexto reciente de la rentabilidad y el factor

La calidad se situó a la zaga del mercado general en 2025; los segmentos de menor calidad despuntaron, mientras que las exposiciones a la calidad europea registraron el peor año que se recuerda.<sup>1</sup> Algo destacable del periodo fue el comportamiento superior de las firmas que arrojan pérdidas frente a las firmas rentables, lo que viene a reflejar una coyuntura en la que la liquidez y el sentimiento prevalecieron sobre los fundamentales. El mecanismo es sencillo: cuando la política económica y las condiciones crediticias comprimen las primas de riesgo, el mercado da más importancia al potencial de beneficios en fases tempranas del ciclo y a la volatilidad que a la sostenibilidad y a la fortaleza de los balances. A medida que se van difuminando estas asimetrías y se normaliza la amplitud de los beneficios, la dispersión de los fundamentales tiende a reafirmarse (gráficos 1 y 2).

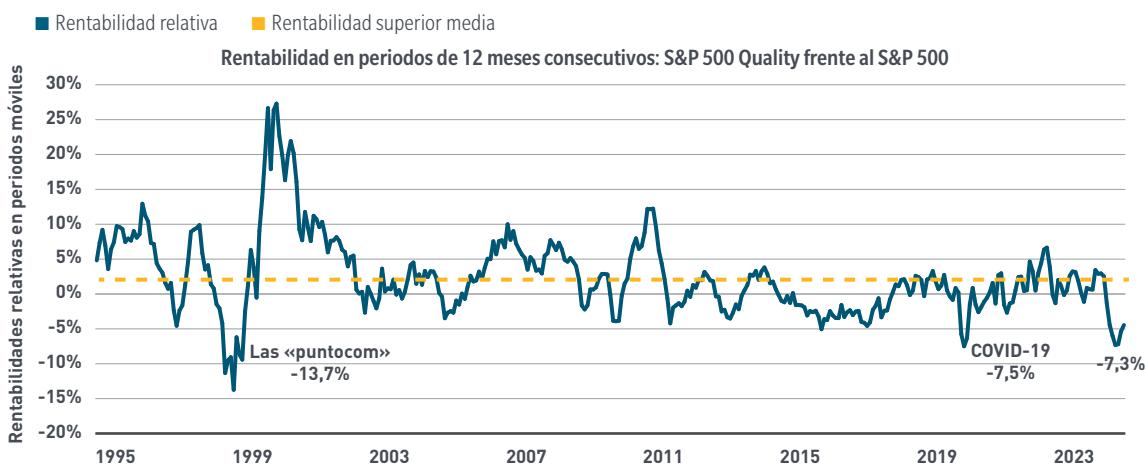
### Gráfico 1: Las compañías que arrojan pérdidas han despuntado frente a las rentables



Fuente: FactSet Portfolio Analysis. Datos del 31 de diciembre de 2024 al 31 de diciembre de 2025. Rentable = BPA últimos 12 meses > 0 y Con pérdidas = BPA últimos 12 meses < 0. Los grupos están ponderados por igual a 31 de diciembre de 2024.

El contexto a largo plazo sigue siendo propicio: en Estados Unidos, la calidad ha arrojado una rentabilidad compuesta del 2,4% anual por encima del mercado desde 1995. Este reciente mal comportamiento refleja los mínimos cíclicos previos en los que los fundamentales quedaron temporalmente relegados a un segundo plano frente a la liquidez y el apetito por el riesgo

### Gráfico 2: ¿Un mínimo cíclico de la rentabilidad a 12 meses en el segmento de calidad frente al S&P 500?



Fuente: FactSet Market Aggregates. Datos mensuales del 31 de diciembre de 1994 al 31 de diciembre de 2025.

### Componentes del factor de calidad: ¿Qué generó realmente los vientos en contra?

La calidad es un factor multidimensional, que se define, por lo general, a partir de tres pilares estructurales:

1. **Rentabilidad** (por ejemplo, rentabilidad de los recursos propios (ROE), márgenes, rentabilidad del capital)
2. **Bajo apalancamiento** (solidez de los balances y prudencia en la financiación)
3. **Estabilidad de los beneficios** (sostenibilidad y predictibilidad de los beneficios y los flujos de caja)

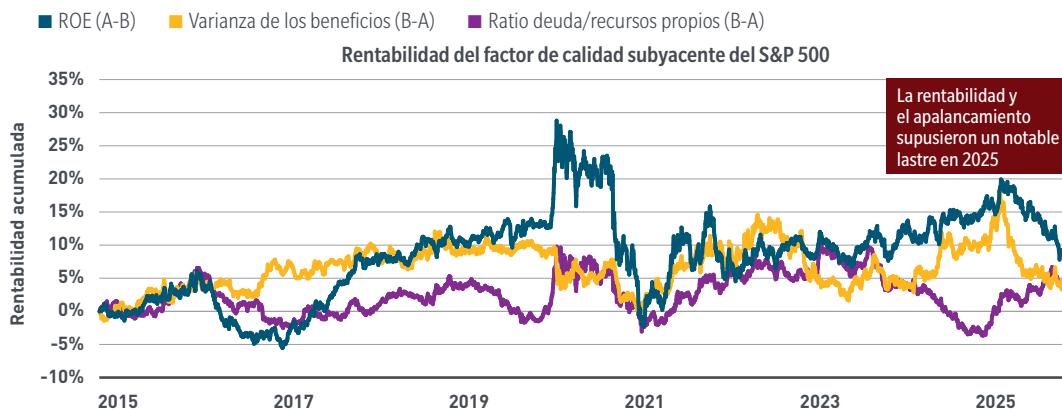
Con el tiempo, estas características han captado de forma conjunta a empresas que exhiben un posicionamiento competitivo superior, una asignación disciplinada del capital y una capacidad de generación de beneficios resiliente. Ahora bien, estos pilares no siempre se mueven en sincronía, y lo ocurrido en los últimos años ha puesto de relieve esta divergencia.

**Rentabilidad:** en términos históricos, la rentabilidad ha constituido el indicio de calidad que se ha recompensado de forma más constante. Esto se aplica también a períodos de tiempo más prolongados. Aun así, la rentabilidad registró un revés en 2025, dado que los títulos con una ROE más reducida despuntaron brevemente frente a sus homólogos con una ROE más alta en un excelente entorno de apetito por el riesgo.

**Bajo apalancamiento:** la solidez del balance suele respaldar a la calidad, pero una benévolas coyuntura crediticia y unos diferenciales estrechos disminuyeron el valor que los inversores otorgaban al conservadurismo financiero. En EE. UU., en los primeros compases del año se premió a los títulos que exhibían un mayor apalancamiento, mientras que, fuera del gigante norteamericano, el menor endeudamiento supuso, irónicamente, una rémora.

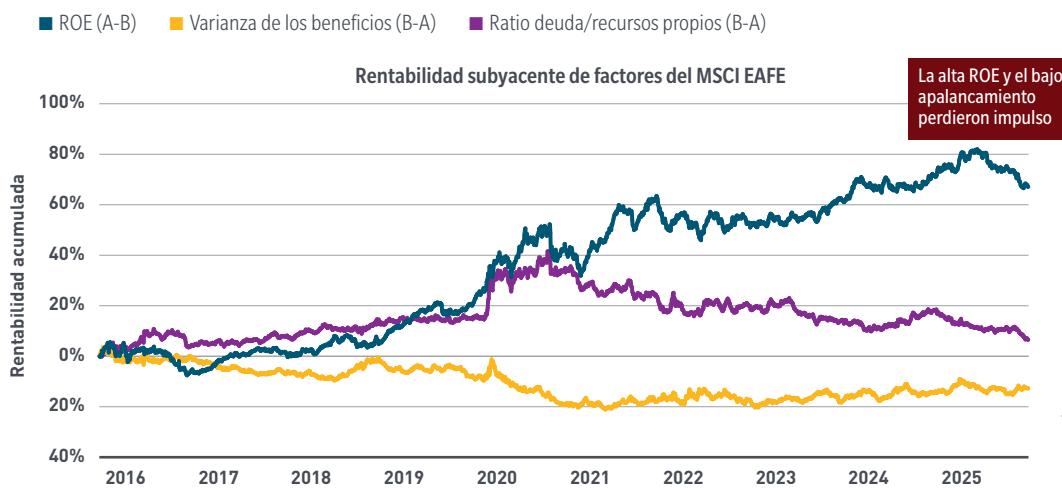
**Estabilidad de los beneficios:** este parámetro constituyó el mayor lastre, en especial en Estados Unidos. Las compañías con beneficios estables se quedaron rezagadas frente a sus homólogas más volátiles, a medida que los inversores buscaban exposición a la aceleración cíclica y a temáticas de crecimiento ligadas a la IA. La estabilidad —un elemento clave en el carácter defensivo de la calidad en entornos de incertidumbre— se vio castigada en un mercado poco amplio, impulsado por la inercia de los precios (momentum).

### Gráfico 3: No todos los factores subyacentes de la calidad han ofrecido buenos resultados de forma constante



Fuente: Piper Sandler Factor dashboard, rentabilidad de factores del S&P 500: (A-B) alto menos bajo; (B-A) bajo menos alto; estrategias long/short, neutrales por sector y equiponderadas. Rentabilidad diaria del 2 de enero de 2015 al 31 de diciembre de 2025

### Gráfico 4: Fuera de EE. UU., la ROE ha despuntado, y se han constatado contribuciones más moderadas del resto de factores de calidad



Fuente: Piper Sandler Factor dashboard, rentabilidad de factores del MSCI EAFE: alto frente bajo; estrategias long/short, neutrales por sector y equiponderadas. Rentabilidad diaria del 2 de enero de 2015 al 31 de diciembre de 2025.

## ¿Por qué la calidad requiere algo más que la rentabilidad por sí sola?

La rentabilidad —que se refleja en parámetros como la ROE— lleva ya bastante tiempo siendo un sólido factor contribuyente para las rentabilidades, aunque no resulta una definición suficiente de calidad. La ROE puede verse maquillada por el apalancamiento, las recompras, el sector, la intensidad de capital o la forma en la que se registran los intangibles. Por consiguiente, en nuestra opinión, cobra vital importancia contar con una definición compuesta que conjugue la rentabilidad con la resiliencia de los balances, la sostenibilidad de los beneficios, la disciplina de la cúpula directiva y una robusta gobernanza con el fin de distinguir empresas genuinamente sostenibles y ofrecer los controles necesarios frente a sesgos estructurales en parámetros como la ROE. La dispersión que se ha constatado entre subfactores en los últimos años —en particular, las señales inconsistentes procedentes de la estabilidad y el apalancamiento— ayuda a explicar por qué el factor de calidad compuesto tuvo dificultades, incluso en un momento en que muchas empresas de alta calidad siguieron haciendo crecer sus beneficios a cotas atractivas mediante el efecto compuesto (gráfico 4).

Aunque el último lustro ha puesto a prueba el estilo de calidad, también ha puesto de manifiesto una importante verdad: el valor de la calidad no se deriva de una característica en particular, así como tampoco depende de un comportamiento superior constante. Su fortaleza reposa en cómo múltiples dimensiones se refuerzan unas a otras a lo largo de los ciclos. Estos atributos se van acumulando de forma silenciosa en segundo plano, y no suelen reconocerse de inmediato, pero proporcionan una base que tiende a consolidarse con el tiempo. En este sentido, somos de la opinión de que este reciente periodo de rentabilidades modestas no es una prueba de una menor relevancia; simplemente refleja la ciclicidad inherente del estilo y el hecho de que los frutos que brinda provienen de la sostenibilidad, más que de la rapidez.

**Gráfico 5: A pesar de las dificultades recientes, la calidad desciende históricamente a largo plazo**



Fuente: Datos mensuales de Bloomberg del 31 de marzo de 1982 al 31 de diciembre de 2025. MSCI World Quality / MSCI World: rentabilidades totales netas en USD reexpresadas en base 100. El índice MSCI World Quality trata de capturar la rentabilidad de los valores de crecimiento de calidad por medio de la identificación de valores que presentan puntuaciones elevadas de calidad en función de tres variables fundamentales principales: ROE elevada, crecimiento estable de los beneficios interanuales y bajo apalancamiento financiero.

## El régimen macroeconómico: ¿por qué el factor de calidad ha atravesado dificultades?

La reciente debilidad observada en el segmento de calidad se entiende mejor como un cambio de régimen y no como un deterioro de los fundamentales. Las siguientes fuerzas se combinaron para poner contra las cuerdas al factor:

- El descenso en los tipos espolgó el potencial de beneficios en los primeros compases del ciclo.
- El estrechamiento de los diferenciales de crédito redujo la prima que se suele atribuir a los balances sólidos.
- El gran apetito por el riesgo recompensó la alta beta y el momentum frente a la resiliencia de los beneficios.
- El liderazgo concentrado en unos pocos actores, en particular en los títulos cíclicos y los títulos relacionados con la IA, menguó la pertinencia de la diversificación y la estabilidad.

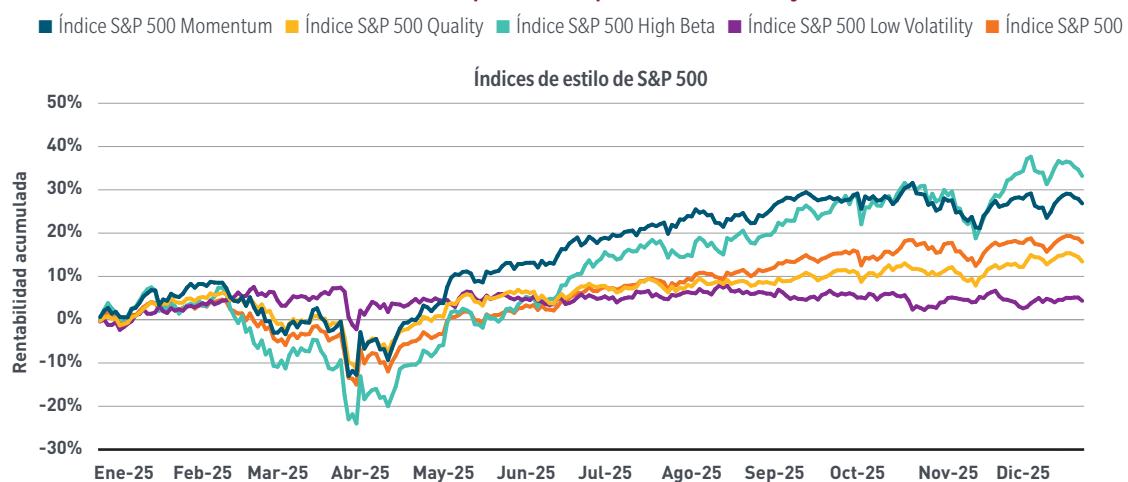
Ninguna de estas condiciones refleja un deterioro estructural en los modelos de negocio que la calidad trata de capturar. En cambio, representan, en esencia, una preferencia temporal por la beta, el apalancamiento y una ciclicidad de mayor calado, características que, en nuestra experiencia, rara vez definen a los ganadores a largo plazo en los mercados de renta variable de todo el mundo.

**Gráfico 6: Las empresas defensivas han revelado un comportamiento muy inferior desde el Día de la Liberación**



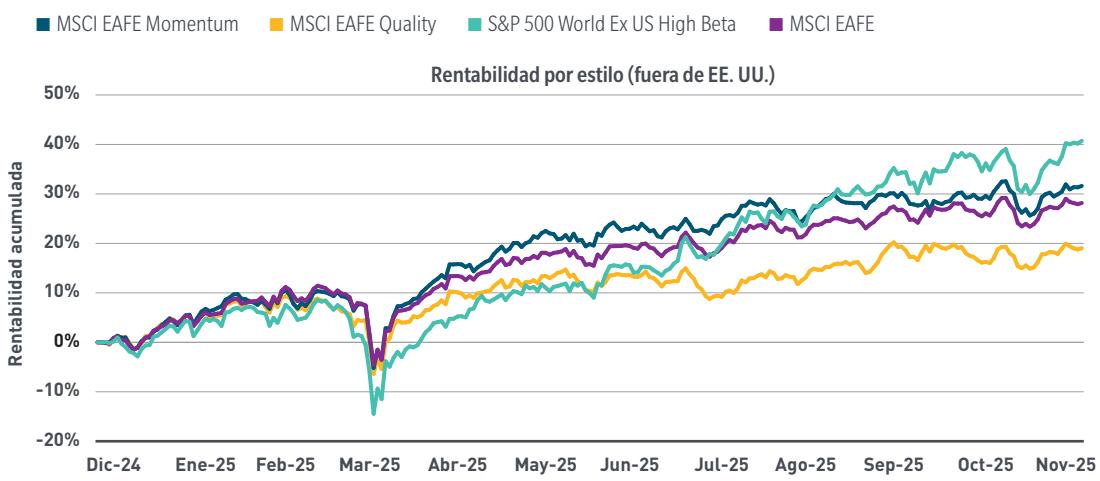
Fuente: Datos diarios de Bloomberg del 31 de diciembre de 2024 al 3 de diciembre de 2025. Índice MSCI World Cyclical Sectors (neto, en USD) e índice MSCI World Defensive Sectors (neto, en USD).

**Gráfico 7: Mercados de EE. UU. impulsados por la alta beta y el momentum**



Fuente: Datos diarios de Bloomberg del 1 de enero de 2025 al 31 de diciembre de 2025, rentabilidades totales netas en USD.

**Gráfico 8: La calidad ha mostrado un comportamiento muy inferior fuera de EE. UU.**



Fuente: Datos diarios de Bloomberg del 1 de enero de 2025 al 31 de diciembre de 2025, rentabilidades totales netas en USD.

## ¿Por qué la calidad sigue revistiendo importancia desde un punto de vista estructural?

El argumento es económico, no solo histórico:

- **Disciplina del capital:** aquellas firmas con altas rentabilidades sobre el capital invertido suelen reinvertir de manera más eficiente.
- **Flexibilidad financiera:** los balances más sólidos ofrecen opciones en coyunturas de correcciones o perturbaciones en el mercado.
- **Sostenibilidad de los beneficios:** unos beneficios previsibles respaldan una creación de valor sostenida, en la que se dan menos correcciones.

Estas dinámicas pueden resultar más difíciles de capitalizar en coyunturas complicadas, impulsadas por la liquidez, pero no desaparecen. Estos últimos años refuerzan la idea de que, aunque la rentabilidad sigue resultando esencial, no supone una definición por sí sola de la calidad. La rentabilidad, por sí misma, es incompleta sin los controles que ofrecen los parámetros relativos a los balances y los beneficios.

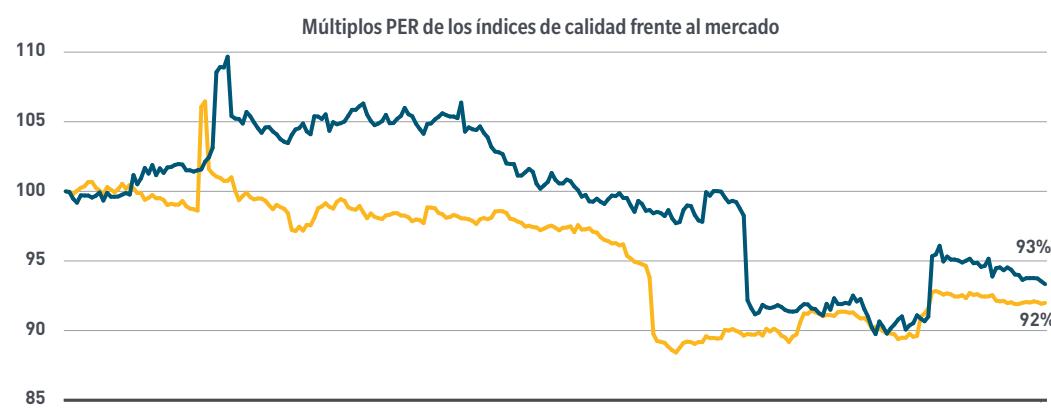
## Perspectivas: Condiciones que podrían restablecer un entorno favorable

La combinación de riesgos macroeconómicos elevados, primas de riesgo reducidas y una concentración persistente del mercado sugiere que los inversores no se están viendo compensados por las debilidades subyacentes del sistema. En este contexto, creemos que los atributos que definen la calidad—resiliencia, prudencia en los balances y beneficios confiables—mantienen su relevancia y podrían incluso aumentarla.

Las primas de valoración en el segmento de calidad se desplomaron en 2025 en todas las regiones, y permitieron que las valoraciones relativas se situaran en cotas más razonables. Esto atenúa un viento en contra clave y restablece una base más sólida para generar excesos de rentabilidad de aquí en adelante, a medida que el mercado se centra menos en el momentum y más en los fundamentales.

### Gráfico 9: La calidad se ha desvalorizado en 2025

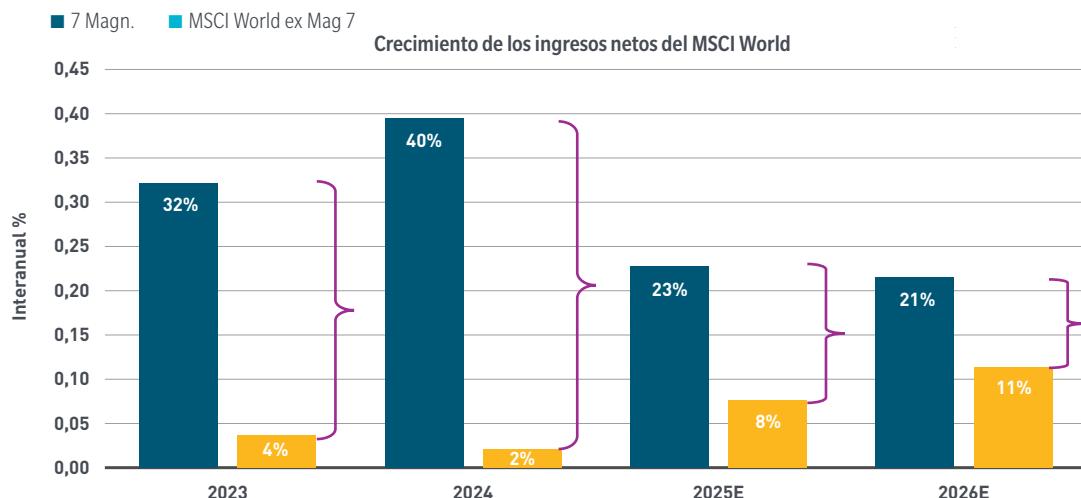
■ Índice S&P 500 Quality / Índice S&P 500 ■ Índice MSCI EAFE Quality / Índice MSCI EAFE



Fuente: Datos diarios de Bloomberg del 1 de enero de 2025 al 31 de diciembre de 2025. Ratios PER relativos reexpresados en base 100.

Nuestras expectativas estriban en que la participación en los beneficios se expandirá en 2026, lo que contraerá las extraordinarias brechas existentes entre los líderes del segmento de la megacapitalización y el resto del mercado. Los fundamentales sectoriales en la atención sanitaria y el consumo básico parecen estarse estabilizando, y los valores cíclicos orientados a la calidad—en el segmento industrial, ciertos segmentos financieros y partes de la tecnología—parecen hallarse en mejor posición a medida que se reajustan las expectativas (gráfico 10).

**Gráfico 10: Se espera que el liderazgo en materia de beneficios de los Siete Magníficos se reduzca**



Fuente: FactSet Portfolio Analysis. Estimaciones de beneficios a 31 de diciembre de 2025. Los datos de beneficios anuales utilizan la variación interanual de los resultados de beneficios del año natural, tanto reales como estimados. Las compañías conocidas como los «Siete Magníficos» (7 Magn.) son Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

### Los riesgos macroeconómicos generan dispersión y una ventaja para la calidad

Asimismo, el entorno macroeconómico general justifica andar con cuidado. La expansión fiscal, las tensiones geopolíticas, las divisiones políticas internas, la reconfiguración de las cadenas de suministro y la persistente volatilidad de la inflación han creado un escenario de bastantes desenlaces posibles que podría no reflejarse en su plenitud en las valoraciones actuales ni en la baja volatilidad de la renta variable. Esta coyuntura desemboca en una asimetría considerable en los mercados, además de reducir el margen de error de aquellos modelos de negocio que carecen de fortaleza en los balances o de poder de fijación de precios.

La trayectoria del oro a lo largo del pasado año ilustra esta tensión de forma clara: su fortaleza, junto con la buena sintonía de los activos de riesgo, señala una demanda persistente de protección frente a turbulencias sistemáticas o geopolíticas, incluso mientras los mercados de renta variable parecen descontar un camino sin tantos sobresaltos por delante. Esta desconexión pone de manifiesto por qué los inversores no deberían asumir que la calma reciente implica un menor riesgo.

### Qué significa esto para el posicionamiento

Es poco probable que el camino por delante sea lineal, y una política fiscal y monetaria procíclica podría prolongar la fase actual de liderazgo cíclico; estos efectos suelen desvanecerse a medida que mejora la amplitud de los beneficios y las valoraciones se normalizan. A medida que los catalizadores del mercado se generalizan, el entorno se vuelve más equilibrado. Habida cuenta de los reducidos diferenciales en materia de valoración y del reajuste en las expectativas, esta situación crea unas condiciones en que el liderazgo podría dejar de estar en manos de tan solo un reducido abanico de empresas.

A medida que se modera el apoyo de las políticas, creemos que la diferenciación debería determinarse más por los fundamentales que por coyunturas impulsadas por la liquidez. Según va perdiendo enteros el impulso cíclico, podría aumentar el número de modelos de negocio que contribuyen a las rentabilidades.

## Calidad: Vientos en contra temporales, fortaleza duradera

La inversión en calidad sigue sustentada por catalizadores económicos duraderos. En nuestra opinión, la rentabilidad inferior de 2025 reflejó un régimen de mercado de tipos a la baja, aceleración de beneficios, diferenciales de crédito estrechos, apetito por el riesgo elevado y liderazgo concentrado en pocos actores, y no un deterioro de los fundamentales subyacentes de las empresas de alta calidad. Aunque la rentabilidad se ha perfilado como uno de los factores contribuyentes para la calidad más fiables a largo plazo, incluso esta señal se revirtió de manera transitoria en 2025, lo que acentuó la presión que se derivó de la irregular estabilidad de los beneficios y los indicadores de apalancamiento. Esta dinámica apunta a un régimen cíclico más que a una ruptura estructural en la prima de calidad.

Habida cuenta de que las valoraciones se hallan ahora en cotas más razonables, que la amplitud de los beneficios mejora y que los valores defensivos se están estabilizando, el entorno se está volviendo más equilibrado. A pesar de los retos recientes, consideramos que la relevancia de la calidad a largo plazo no ha cambiado. A medida que se amplían los catalizadores del mercado y se incrementa la dispersión, creemos que las anomalías actuales ofrecen una oportunidad pertinente para volver a apostar por las fortalezas perdurables de la calidad como estilo y por el valor a largo plazo que busca capturar.

### Nota

<sup>1</sup> Bloomberg. «European Quality Trade Suffered Historic Defeat: Equity Insight». Autores: Jan-Patrick Barnert y Michael Msika

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de estrategias e información de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS. Las previsiones no están garantizadas.

La diversificación no garantiza la obtención de beneficios ni la protección frente a pérdidas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

### INFORMACIÓN LEGAL INTERNACIONAL

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 de Europa (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 contravenga 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 Australiana de Valores e Inversiones. **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), 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, 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 (FLBO) 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. **Para los lectores de Arabia Saudí, Kuwait, Omán y EAU (con la excepción del Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) y el Centro Financiero Internacional de Abu Dabi (ADGM))**. **En Catar, esta información se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con elevados patrimonios. En Baréin, dicha información se dirige en exclusiva a instituciones sofisticadas:** La información contenida en este documento se dirige estrictamente a inversores profesionales. La información contenida en el presente documento no constituye una oferta, invitación o propuesta de oferta, recomendación de solicitud, opinión u orientación sobre un producto, servicio y/o estrategia financiera, ni debe interpretarse como tales. Aunque se ha puesto el máximo esmero a la hora de garantizar la exactitud de la información contenida en el presente documento, no se asume responsabilidad alguna por los errores, las equivocaciones o las omisiones que pudiera contener, ni por las medidas que se adopten sobre la base de dicha información. Solo podrá reproducir, difundir y utilizar este documento (o cualquier parte de él) con el consentimiento de MFS International U.K. Ltd (en adelante «MIL UK»). La información incluida en el presente documento se ofrece exclusivamente con fines informativos. No está destinada al público en general, y no debe distribuirse al público general ni ser utilizada por este. La información contenida en el presente documento puede incluir afirmaciones que no revisten un carácter puramente histórico, sino que son «afirmaciones con vistas a futuro». Se trata, entre otras cosas, de proyecciones, previsiones o estimaciones de ingresos. Estas declaraciones prospectivas se fundamentan en determinados supuestos, algunos de los cuales se describen en otros documentos o materiales pertinentes. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. Tenga en cuenta que cualquier material enviado por el distribuidor (MIL UK) ha sido enviado electrónicamente desde el extranjero. **Sudáfrica** – el presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority y ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para la venta pública en Sudáfrica. Massachusetts Financial Services, Inc.®