

### Autores



**Josh Marston**

Director de gestión de carteras  
multisectoriales en Norteamérica  
Gestor de carteras de renta fija



**Rob Hall**

Gestora de carteras  
institucionales de renta fija

### En resumen

- Creemos que la integración efectiva de unas perspectivas macroeconómicas descendentes (top down) y unas perspectivas microeconómicas ascendentes (bottom up) cobra vital importancia a la hora de conformar una tesis de mercado que oriente el despliegue del capital.
- Una perspectiva macroeconómica proporciona un marco para comprender el funcionamiento general de los mercados globales de capital, tal como se ven afectados por las políticas, los acontecimientos globales y la demografía. Ahora bien, los datos macroeconómicos son retrospectivos y se someten a revisión, lo que complica el reconocimiento y la predicción del impacto de los cambios estructurales en la economía y los puntos de inflexión en el ciclo de crecimiento.
- Una perspectiva microeconómica —o a nivel de empresa— brinda información en tiempo real que puede resultar útil para identificar de forma temprana puntos de inflexión en el mercado y para evaluar el impacto de los cambios estructurales en la economía a medida que se van produciendo.
- La disonancia entre los puntos de vista descendentes y ascendentes podrían denotar puntos de inflexión cíclicos o estructurales en la economía, así como las correspondientes oportunidades de inversión factibles.
- Hemos desarrollado un marco repetible para aprovechar tanto los conocimientos macroeconómicos descendentes como los microeconómicos ascendentes procedentes de toda nuestra plataforma de análisis, con el fin de respaldar la elaboración de una tesis de mercado más exhaustiva y matizada que guíe el proceso de elaboración de presupuestos de riesgo.

### Introducción

A nuestro parecer, las opiniones fundamentales sobre el estado de la economía que se derivan de la integración de enfoques ascendentes y descendentes se ajustan mejor a los cambios cíclicos y estructurales que se dan en tiempo real que las opiniones fundamentales que se basan exclusivamente en los datos macroeconómicos explicados por medio de las herramientas propias de un economista. La principal ventaja de interpretar y recopilar de forma sistemática los hallazgos de los analistas a partir de sus interacciones con las cúpulas directivas de las empresas es el énfasis en la obtención de información en tiempo real y con visión de futuro, lo que podría ofrecer un complemento útil a los datos retrospectivos que suelen dominar la percepción del mercado sobre la realidad económica. En coyunturas económicas críticas, la síntesis de perspectivas descendentes y ascendentes puede respaldar una visión macroeconómica diferenciada que permita a un gestor de carteras contar con la confianza que se requiere para adoptar una postura de tipo contrarian en materia de asunción de riesgos.

## Las opiniones fundamentales constituyen un factor contribuyente clave a la hora de elaborar prepuestos de riesgo

Para un gestor activo como MFS, el establecimiento y la determinación de un presupuesto de riesgo que guíe el nivel agregado de riesgo activo de la cartera constituye el punto de partida crítico del proceso de inversión. Los presupuestos de riesgo de la cartera se basan en nuestras expectativas en cuanto a la interrelación que se da entre tres catalizadores clave de los mercados de deuda: fundamentales, factores técnicos en materia de oferta y demanda, y valoración. Tratamos de conformar una tesis de mercado que tenga en cuenta visiones prospectivas sobre los fundamentales, junto con escenarios técnicos, y que evalúe los resultados en función de las posibles rentabilidades superiores implícitas en las valoraciones iniciales. Sopesar los posibles resultados nos ayuda a definir un nivel agregado deseado de riesgo de crédito y de tipos de interés en relación con una cartera, el cual iremos ajustando de forma iterativa hasta materializarlo en decisiones específicas en términos de asignación de activos y posicionamiento. Este documento técnico pone el foco en nuestro proceso de evaluación de perspectivas fundamentales por medio de la conjugación de un marco macroeconómico descendente y unas perspectivas ascendentes a escala de empresa.

- **Enfoque descendente:** Analizamos con detenimiento el crecimiento real, la inflación, la política monetaria y fiscal, las tendencias seculares y los riesgos de cola con el propósito de entender el panorama macroeconómico y de mercado y la forma en que podría evolucionar con el transcurso del tiempo.
- **Enfoque ascendente:** Principalmente a través de información en tiempo real y con visión de futuro procedente de las cúpulas directivas de las empresas, evaluamos las tendencias actuales y futuras en el mercado laboral, los gastos de capital, el crecimiento de los ingresos y los márgenes de beneficio. Una visión de carácter agregado sobre las cuatro dimensiones que constituyen la salud corporativa en todos los sectores puede ofrecer indicios sobre el estado de la economía y su rumbo probable en periodos venideros.

## Comparación de las perspectivas descendentes y ascendentes sobre los fundamentales

Los datos descendentes suponen un componente notable en la caja de herramientas tradicional a la que recurren los inversores para interpretar el ciclo económico. Gran parte de estos datos es recurrente y puede observarse a lo largo de múltiples ciclos, lo que permite a los inversores identificar patrones y señales que pueden presagiar acontecimientos futuros, como una recesión. La premisa subyacente en este tipo de análisis estriba en que el pasado es prólogo, y así suele ser.

Los datos objetivos que describen lo que ha ocurrido en el pasado suelen hacerlo mediante la incorporación de ajustes estacionales que asumen que los patrones del pasado persistirán, por lo que suelen someterse a revisiones exhaustivas. Los datos objetivos se complementan con los datos subjetivos —es decir, datos procedentes de encuestas—, que se basan en opiniones y pueden estar muy influidos por el sentimiento del mercado prevaleciente. Aunque los datos procedentes de encuestas suelen presentar una correlación con la actividad económica real a largo plazo, pueden exhibir una desviación significativa a corto plazo.

Una limitación clave de los datos de carácter descendente radica en que su carácter desfasado y su enfoque inherentemente retrospectivo provocan que puedan pasar por alto puntos de inflexión importantes en el ciclo económico. En las últimas dos décadas se han dado infinidad de ejemplos de economías que no se rigen por los patrones tradicionales, algo que se debe en parte a la introducción de varios ingredientes sin precedentes en el «cóctel» macroeconómico, entre los que cabe incluir las iniciativas políticas como la relajación y el endurecimiento monetarios y los estímulos fiscales extremadamente generosos, y que se atribuye también en parte a los giros estructurales en el empleo y el consumo que han alterado la función de reacción de la economía frente a las iniciativas políticas.

Las señales ascendentes brindan una fortaleza complementaria esencial: el factor tiempo. El mensaje de las cúpulas directivas de las empresas se enfoca en la situación actual y en las perspectivas futuras y, por ende, aborda la principal limitación de muchos datos descendentes. Así pues, la perspectiva ascendente puede resultar especialmente útil como medio de validar cuándo una economía se halla en fase de mejora antes de que lo reflejen los datos, o cómo está reaccionando a los cambios estructurales. Las señales microeconómicas que parecen no coincidir con la narrativa descendente ponen en entredicho las interpretaciones macroeconómicas convencionales e incentivan una investigación más profunda. Sin embargo, así como los enfoques ascendentes reflejan sesgos inherentes, también lo hacen los enfoques descendentes. Lo que expresan en público los equipos directivos de las firmas puede verse influenciado por una serie de motivaciones que sesgan la narrativa, como, por ejemplo, hablar en beneficio propio o la política. Reconocer esos sesgos reviste una vital relevancia a la hora de interpretar adecuadamente el mensaje.

### Conceptualización de un foro macroeconómico/microeconómico

Establecimos formalmente nuestro foro macroeconómico/microeconómico en 2017 como un marco con el que se trata de facilitar la integración de enfoques descendentes y ascendentes sobre los fundamentales macroeconómicos como base para el proceso de elaboración de presupuestos de riesgo. A tal efecto, buscábamos cumplir varios objetivos cuyo fin era adoptar decisiones mejor fundadas a la hora de elaborar presupuestos de riesgo:

- Conformar un proceso más sistemático y estructurado con el objeto de captar las observaciones de nuestros analistas de crédito en todos los sectores y todas las firmas;
- Sintetizar una visión sobre los fundamentales mediante la integración de puntos de vista macroeconómicos y microeconómicos; y
- Mejorar nuestra capacidad para poner a prueba nuestras tesis macroeconómicas y de mercado en un entorno económico cambiante.

Esto se concibió como una variante de la idea de la «batalla de las bandas»: los principales intérpretes de nuestra firma del mensaje de tipo ascendente (el economista jefe y el estratega jefe de inversión) se enfrentan trimestralmente a los analistas de crédito norteamericano de elevada calidad y de alto rendimiento, quienes aportan pruebas que respaldan o cuestionan la visión descendente sobre la economía.

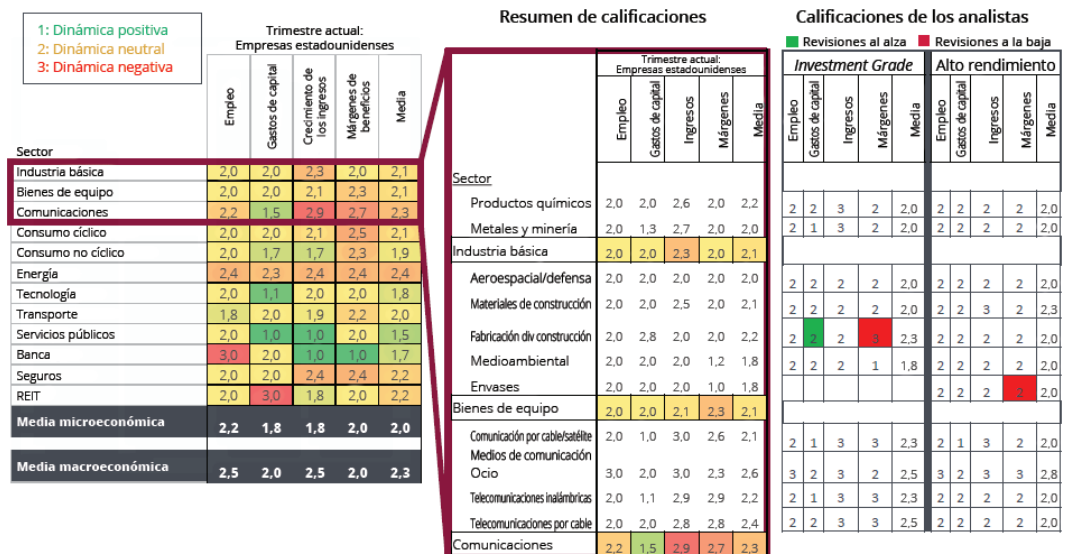
### Mecánica macroeconómica/microeconómica

Antes de nuestras reuniones formales del foro macroeconómico/microeconómico que celebramos cada trimestre, se pide a todos los participantes que califiquen las industrias y los sectores que cubren en torno a cuatro temáticas clave: empleo, gastos de capital, crecimiento de los ingresos y márgenes de beneficios. Todos los participantes indican si cada dimensión presenta una dinámica positiva o negativa, o si permanece inalterada en lo que podría considerarse un nivel «normalizado» (es decir, promedio o a lo largo del ciclo). Una calificación de «1» denota un comportamiento por encima de la tendencia; un «2», un comportamiento normalizado; y un «3», un comportamiento inferior a la tendencia.

Las puntuaciones sectoriales de los analistas de instrumentos con calificación investment grade y de alto rendimiento se agregan aplicando una ponderación a cada una en función de la capitalización de mercado del sector dentro de los respectivos índices. Las puntuaciones sectoriales representan medias ponderadas por capitalización bursátil de las puntuaciones a nivel sectorial que las componen. Por último, las puntuaciones agregadas reflejan las contribuciones ponderadas por capitalización de mercado en el conjunto de sectores.

Nuestros representantes macroeconómicos emplean un sistema de puntuación similar al formular sus perspectivas, lo que facilita la comparación directa entre ambos conjuntos de resultados.

El gráfico que aparece a continuación ilustra el proceso de puntuación y pone de relieve las revisiones al alza y a la baja de los analistas:



Fuente: El gráfico se ofrece con fines meramente ilustrativos y no representa ninguna estrategia o producto de MFS.

El diálogo durante el foro macroeconómico/microeconómico empieza con el resumen que realiza el equipo de enfoque descendente sobre su interpretación de las tendencias en materia de empleo, gastos de capital, crecimiento de los beneficios y márgenes de beneficio. A continuación, tiene lugar una ronda de intervenciones en la que los analistas presentan sus conclusiones a nivel de industria en relación con los mismos cuatro temas.

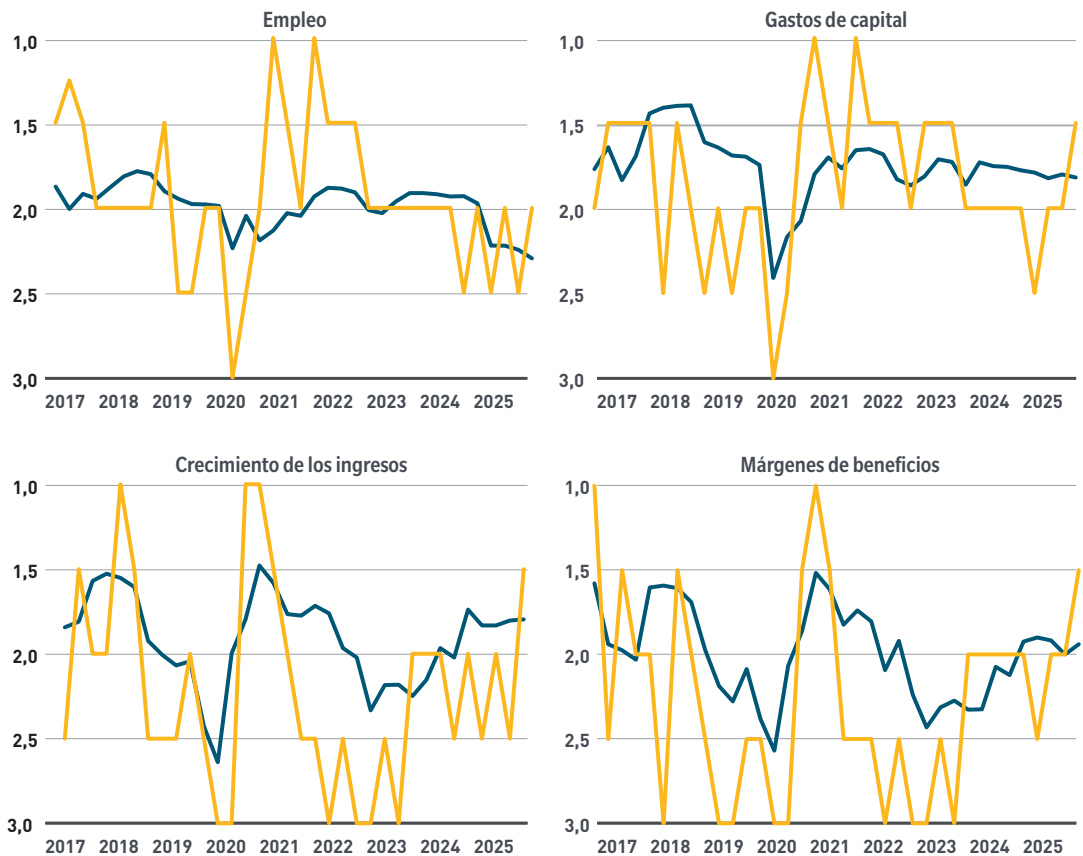
A lo largo de este proceso, el moderador plantea cuestiones dirigidas a los analistas para que pongan a prueba las tesis de mercado en tiempo real; estas podrían guardar relación tanto con cambios cíclicos de mayor duración como con giros estructurales posiblemente más efímeros que se están produciendo en la economía y que podrían no reflejarse en los datos macroeconómicos, lo que podría hacer que pasasen desapercibidos en un marco macroeconómico tradicional.

### Caso práctico: La integración de las perspectivas ascendentes y descendentes puede propiciar una visión diferenciada de los fundamentales

El siguiente gráfico muestra una serie temporal de las puntuaciones de las evaluaciones macroeconómicas y microeconómicas, e ilustra que, si bien ambas suelen moverse en la misma dirección en aspectos como el empleo, el gasto de capital, el crecimiento de ingresos y los márgenes, en ocasiones divergen entre sí.

#### Series temporales macroeconómicas y microeconómicas

■ Media microeconómica ■ Media macroeconómica



Fuente: Análisis de MFS. El gráfico se ofrece con fines meramente ilustrativos y no representa ninguna estrategia o producto de MFS.

### Caso práctico: 2022 y 2023

En el siguiente caso práctico, la integración de los puntos de vista ascendente y descendente sobre los fundamentales respaldó un nivel de asunción de riesgos en las carteras que no se hubiese justificado si se hubiese basado en exclusiva en los datos macroeconómicos. Cabe destacar que, en este ejemplo, una visión diferenciada de los fundamentales se tradujo en conclusiones no consensuadas que motivaron un incremento del riesgo asumido.

En 2022, fuimos testigos de la continuación del fuerte repunte pospandémico en la actividad económica que se emprendió en 2021. La inflación deparó una sorpresa al alza, al marcar máximos de 40 años y provocar un drástico endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed). Ante los temores generalizados en el mercado de que la Fed endureciera la política monetaria de forma excesiva y demasiado rápido —lo que sumiría a la economía a una recesión—, los precios de los bonos sufrieron un acusado descenso. A medida que avanzaba el año, los datos macroeconómicos continuaron deteriorándose, lo que alimentó un creciente consenso en el mercado de que se produciría una recesión hacia finales de año. Este sentimiento negativo continuó en 2023, y alcanzó su punto álgido en el primer tramo del año con una crisis bancaria regional, que comenzó con una retirada masiva de depósitos en Silicon Valley Bank y el colapso de Credit Suisse, una entidad que atravesaba dificultades. La volatilidad de los tipos de interés se disparó y los diferenciales experimentaron una brusca ampliación a medida que proliferaban los temores de recesión.

Ante este periodo turbulento, cuando una cascada de indicadores tradicionales de recesión mostraba señales de alarma, nuestras expectativas se mantuvieron centradas de forma sistemática en escenarios más benignos. Aunque preveíamos una ralentización del crecimiento, considerábamos que sería lo suficientemente moderada como para seguir favoreciendo el crédito. Este punto de vista contrarian se vio respaldado por lo que se constataba a nivel de las empresas. En concreto, observábamos indicios de un consumidor resiliente y en buena forma que, por diversas razones, se mostraba dispuesto y capaz para apuntalar el crecimiento por medio del gasto. En primer lugar, las conversaciones de nuestros analistas con las firmas sugerían que cierto grado de acaparamiento de mano de obra (labor hoarding) podría estar apoyando al consumidor. Las empresas se mostraban reacias a reducir plantilla en respuesta a un deterioro a corto plazo de las condiciones empresariales, tras haber experimentado escasez de mano de obra después de la pandemia, lo que contribuía a mantener los ingresos laborales más sólidos de lo previsto. Asimismo, los propietarios de viviendas y las empresas sacaron partido de la financiación barata que se apreciaba antes de que la Fed emprendiera el ciclo de subidas de tipos, algo que, en nuestra opinión, mitigaría los efectos del incremento de los tipos durante algún tiempo. La disponibilidad de refinanciación barata de hipotecas a lo largo de la pandemia y los efectos de bloqueo (lock in) asociados contribuyeron al cambio de dinámica en el mercado de la vivienda, lo que propició que este sector revelara una mayor resistencia frente a los tipos más altos. Las firmas de financiación al consumo anunciaron que estaban preparadas para prestar, lo que concedió a los consumidores un mayor poder adquisitivo. Por otro lado, las cúpulas directivas de las empresas se mostraban confiadas respecto del crecimiento y de su capacidad para trasladar el repunte de los costes a los consumidores con el fin de proteger los márgenes, tal y como quedó reflejado en unas valoraciones más propicias a nivel empresarial que a nivel macroeconómico en cuanto al crecimiento de ingresos y los márgenes de beneficio. De este modo, el análisis ascendente sugería que la economía había experimentado una alteración estructural de una forma que la volvía inusualmente resistente a una recesión, al modificar su forma de reaccionar al incremento de los tipos de interés. Esto denotaba que el mecanismo de transmisión de la política monetaria resultaba menos eficaz que en el pasado.

Nuestra visión más positiva de la economía —basada en lo que constatabamos a nivel microeconómico, junto con un mercado de crédito que ofrecía diferenciales propios de una recesión casi segura— generó una oportunidad de inversión. Además, dado que pensábamos que la Fed se acercaba al término de su ciclo de subidas de tipos, y ante señales de que los tipos de interés se estaban estabilizando en cotas que ofrecían los rendimientos totales de los bonos más altos en una década, considerábamos que el entorno técnico para la renta fija estaba a punto de dar un giro para pasar de una coyuntura muy negativa a una más positiva. Con esta tesis en mente, empezamos a incorporar de forma selectiva exposición tanto al crédito corporativo de elevada calidad como al de alto rendimiento en la segunda mitad del 2022, y volvimos a hacerlo de forma más significativa a principios de 2023, en una situación de nerviosismo en los mercados provocado por la crisis bancaria. No es de extrañar que las incorporaciones a la cartera incluyeran empresas de financiación al consumo y otras entidades financieras que el mercado había metido en el mismo saco.

A finales de 2023 y principios de 2024, los diferenciales de crédito habían experimentado un notable estrechamiento desde cotas que coincidían con una recesión hasta mínimos de varias décadas que se habían constatado por última vez antes de la crisis financiera mundial, lo que se tradujo en una significativa revalorización del capital y generación de alpha.

Cuando se producen divergencias entre las señales microeconómicas y macroeconómicas, el mensaje procedente del ámbito microeconómico no siempre anticipa la evolución de los datos macroeconómicos. A título de ejemplo, en la crisis financiera mundial, el colapso del mercado de la vivienda ya se hallaba en fases muy avanzadas y se extendía con fuerza por el sistema financiero antes de que las empresas, en general, reconocieran el impacto que la crisis podría tener en sus perspectivas de negocio. Del mismo modo, en los primeros momentos de la pandemia de COVID-19, fueron la política monetaria y la fiscal las que brindaron la orientación más importante para invertir, y no el análisis ascendente. Estos ejemplos ponen de relieve la pertinencia de considerar tanto las perspectivas descendentes y como las ascendentes.

## Conclusión

Constituimos el foro macroeconómico/microeconómico en el marco de nuestro proceso de elaboración de presupuestos de riesgo, con el objetivo de crear un enfoque sistemático y repetible con el que recopilar señales ascendentes que, junto con los análisis descendentes, pudieran ayudarnos a anticipar puntos de inflexión en la economía. La mayoría de las veces, ambas partes del debate coinciden en términos generales, aunque con diferencias sutiles y matizadas. En estos casos, esto deriva en un nivel mayor de convicción.

Sin embargo, en momentos de virajes en la economía, las divergencias en los puntos de vista nos pueden alertar sobre dichos virajes, lo que influye en la manera en la que creemos que se debe distribuir el riesgo. Como ya mencionamos en el caso práctico de 2022-2023, los puntos de vista ascendentes contribuyeron a que llegáramos a la conclusión de que la economía gozaba de una mejor salud de la que implicaban unos diferenciales de crédito típicos de una recesión. Estos análisis fundamentales, junto con una visión de mejora en los factores técnicos del mercado y unas valoraciones atractivas, nos permitieron tomar decisiones de inversión más fundadas al asumir riesgos subestimados. ▲

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Estas opiniones se presentan exclusivamente a título informativo y no deben considerarse como una recomendación para comprar cualquier valor o como una solicitud o consejo de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. 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. («MFS»), 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 registrada 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 (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. **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.®