

UBS House View

Monthly Letter | 18 de enero de 2024 | Chief Investment Office GWM, Investment Research
Traducción: 25 de enero de 2023

Aterrizaje suave

La conjunción de una inflación en descenso, un crecimiento positivo (aunque más lento) y tasas de interés más bajas debería crear un contexto favorable para las acciones y los bonos en 2024.

Vuelta al equilibrio

Es hora de volver al equilibrio. Vemos beneficios tácticos y estratégicos en la reducción de las posiciones en efectivo y la inversión en bonos y acciones.

Geopolítica bajo la lupa

No prevemos que la escalada reciente en Oriente Medio tenga un impacto importante en la inflación mundial, si bien podría añadir volatilidad de mercado a corto plazo.

Asignación de activos

Seguimos prefiriendo la renta fija de alta calidad. Dentro de las acciones, nos gustan las de calidad, el sector tecnológico estadounidense y los mercados emergentes.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

 **Sígame en LinkedIn**
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)



Nuestras opiniones en vivo con sesión de preguntas y respuestas

El próximo livestream mensual global de CIO tendrá lugar el 23 de enero. [Unirse aquí.](#)

Este informe ha sido elaborado por UBS AG. Se ruega leer atentamente el aviso legal y las advertencias importantes que figuran al final del documento.

Preguntas clave para 2024

En los dos últimos meses de 2023, una cartera de acciones y bonos 60/40¹ generó la tercera mejor rentabilidad bimestral en al menos tres décadas. ¿Qué la desencadenó? Una nueva caída de la inflación estadounidense y el «giro hacia una política de moderación monetaria» de Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal. ¿El resultado? Las acciones estadounidenses se situaron cerca de máximos históricos y los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se negociaron con rendimientos casi 100 puntos básicos por debajo de los máximos de octubre.

Tras estos movimientos, las preguntas que me llegan de los inversores giran en torno a estos tres temas:

1. ¿Pueden los mercados de bonos y acciones seguir subiendo en 2024?
2. ¿Cómo debemos posicionar las carteras para transitar el próximo giro del ciclo de tasas?
3. ¿Cómo reflexionar sobre los riesgos geopolíticos y políticos que enfrentamos en los próximos meses?

En síntesis:

1. *Creemos que los mercados de acciones y de bonos ofrecen más potencial alcista.* Nuestro escenario de base prevé un aterrizaje suave. Las tasas de interés más bajas, el crecimiento económico positivo (aunque en desaceleración) y los crecientes beneficios empresariales deberían propiciar más potencial alcista moderado en las acciones. También creemos que los rendimientos de los bonos a largo plazo tienen margen para seguir cayendo, pues consideramos que las tasas reales a largo plazo siguen estando por encima de la tasa neutral real de la Fed. Nos inclinamos por los bonos en términos ajustados por el riesgo.
2. *Las tasas de interés más bajas reducirán las rentabilidades y aumentarán los riesgos de reinversión para los inversores con posiciones en efectivo y en el mercado monetario.* Creemos que es momento de que los inversores vuelvan a equilibrar sus carteras. Consideramos que mover las posiciones de efectivo hacia bonos y acciones ofrece beneficios tácticos y estratégicos.

¹ Índices MSCI All Country World en moneda local y Bloomberg Global Aggregate.



3. *La geopolítica posiblemente siga ocupando un lugar prominente, pero creemos que es importante disociar las decisiones de inversión generales de la política.* No prevemos que la escalada reciente en Oriente Medio tenga un impacto importante en la inflación mundial, si bien podría añadir volatilidad en los mercados a corto plazo. También cabe señalar que las elecciones estadounidenses históricamente no han tenido un impacto decisivo en los mercados en general, aunque la cita electoral de noviembre está generando especulación entre los inversores sobre una posible anticipación del ciclo de recorte de tasas por parte de la Fed.

Recomendamos centrarse en bonos y acciones de calidad.

¿Cómo posicionarse? Mantenemos una posición positiva en cuanto a la renta fija de calidad. En renta variable nos centramos en los valores de calidad que deberían de estar bien posicionados en un contexto de desaceleración del crecimiento económico gracias a sus sólidos balances, su elevada rentabilidad y el perfil de resiliencia de sus beneficios. Nos gusta el sector tecnológico estadounidense, que es congruente con nuestro sesgo hacia la calidad y ofrece exposición a tendencias disruptivas atractivas, como la inteligencia artificial.

Asimismo, observamos oportunidades tácticas en áreas del mercado de renta variable que posiblemente se vean especialmente beneficiadas en un escenario «ideal» de aceleración del crecimiento, menor inflación y recortes preventivos de la Fed, áreas que también se comportarían bien en nuestro escenario de base. Por ejemplo, preve- mos que las acciones de mercados emergentes y las acciones de pequeña capitaliza- ción en Estados Unidos y Europa tengan buenos resultados en ambos escenarios.

¿Pueden los mercados de bonos y acciones seguir subiendo?

Potencial alcista moderado de las acciones gracias a la evidencia de un «aterrizaje suave» y al crecimiento de los beneficios.

La evidencia de un aterrizaje suave en Estados Unidos y el crecimiento de los beneficios corporativos deberían de apuntalar a las acciones.

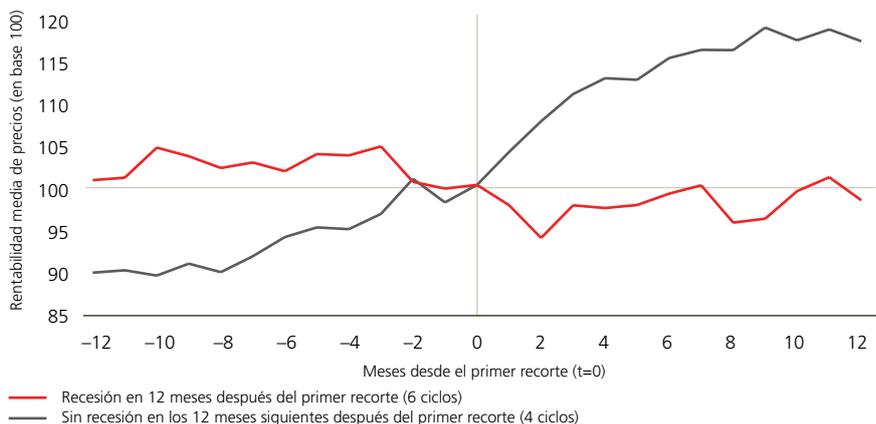
Creemos que los mercados de renta variable pueden seguir subiendo en 2024, gracias a la evidencia cada vez mayor de materialización del escenario de aterrizaje suave de la economía estadounidense y al crecimiento de los beneficios corporativos.

Preve- mos beneficios por acción del S&P 500 de unos 240 USD en 2024, lo que equivale a un aumento interanual del 8%. Según indica la historia, esta tasa de crecimiento ha generado un aumento del índice. Según datos que se retrotraen a la década de 1960, el S&P 500 ha subido un 10%, por término medio, en los años en que el crecimiento de los beneficios fue del 8% o más.

Gráfico 1

El rumbo de la política monetaria de la Fed debería de favorecer a las acciones

Rentabilidad del S&P 500 desde el primer recorte de tasas de la Fed con recesión en los 12 meses siguientes al primer recorte y sin recesión. Datos desde la década de 1970



Fuente: Bloomberg, UBS, a enero de 2024

Creemos que el contexto económico justifica las elevadas valoraciones de las acciones estadounidenses.

También cabe esperar que el rumbo de la política de la Fed favorezca a las acciones. En los episodios no recesivos de los últimos 50 años, el S&P 500 tiende a subir un 8% en los seis meses anteriores al primer recorte de tasas de la Fed para luego seguir subiendo otro 16%, por término medio, en los 12 meses siguientes al primer recorte.

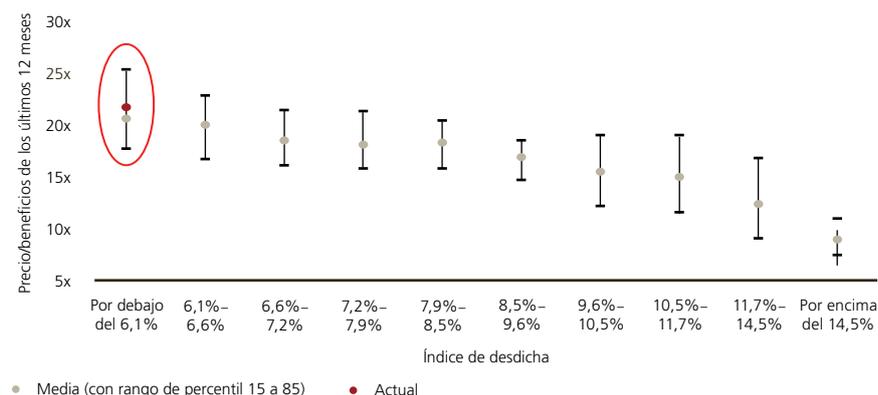
Sin embargo, es posible que el nivel del índice ya descuenta gran parte de esta información. Los mercados de futuros están previendo recortes de tasas de 140 p.b. por parte de la Fed en 2024, mientras que nosotros prevemos recortes de 100 p.b.

El S&P 500 se negocia en una ratio precio-beneficios futuros de más de 19 veces, un nivel históricamente elevado aunque, en nuestra opinión, justificable habida cuenta de que la economía sigue creciendo y la inflación está bajando. Desde 1960, una medición del «Índice de desdicha» (la suma de la tasa de desempleo y de inflación) inferior al 6,1% ha sido congruente con una ratio precio-beneficios de los últimos 12 meses de hasta 25 veces. Esta ratio se sitúa actualmente en 21,5 veces y una versión modificada del índice de miseria (que usa la tasa de desempleo y la inflación esperada) se sitúa en el 5,9%.

Gráfico 2

Acciones favorecidas por la evidencia de un aterrizaje suave

Ratio precio-beneficios de los últimos 12 meses del S&P 500 en diferentes niveles del Índice de desdicha*, desde 1960



* Entre 1960 y 1999, usamos la tasa de desempleo más la tasa de inflación. A partir de 1999, usamos la tasa de desempleo y la inflación prevista para los diez años siguientes según el mercado de TIPS.
Fuente: Bloomberg, Factset, UBS, a enero de 2024

En líneas generales, prevemos un moderado potencial alcista del S&P 500 en el transcurso de 2024, y en nuestro escenario de base el índice se sitúa en 5.000 puntos en diciembre. Dentro de la renta variable, creemos que los inversores deben concentrarse en aquellas partes del mercado que pueden generar rentabilidad en un amplio espectro de posibles escenarios económicos, lo que incluye acciones de calidad, sector tecnológico de Estados Unidos, acciones de mercados emergentes y acciones de pequeña capitalización de Estados Unidos y Europa.

Prevemos rendimientos más bajos de los bonos de calidad al caer las expectativas de tasas reales

La inflación subyacente de precios al consumidor de Estados Unidos ha disminuido a ritmo constante desde el segundo trimestre de 2023, de un 5,6% interanual en marzo a un 3,9% en diciembre. El sector de la vivienda sigue siendo el principal foco de inflación, actualmente responsable del 70% de la inflación subyacente en general. Si se excluye este sector, la inflación subyacente se moderó hasta el 2,2% en diciembre. Los datos sobre los nuevos acuerdos de alquiler sugieren que la inflación del sec-

La inflación subyacente de precios al consumidor de Estados Unidos mantiene su tendencia descendente.

El punto al que lleguen las tasas es tan importante como su trayectoria.

tor de la vivienda, que tiene un efecto rezagado del orden de 12 meses respecto de esos contratos, continuará desacelerándose en los próximos meses.

La expectativa de un nuevo descenso de la inflación subyacente ha aumentado nuestra confianza en que la Fed recortará las tasas este año y que la probabilidad de un estancamiento es muy baja.

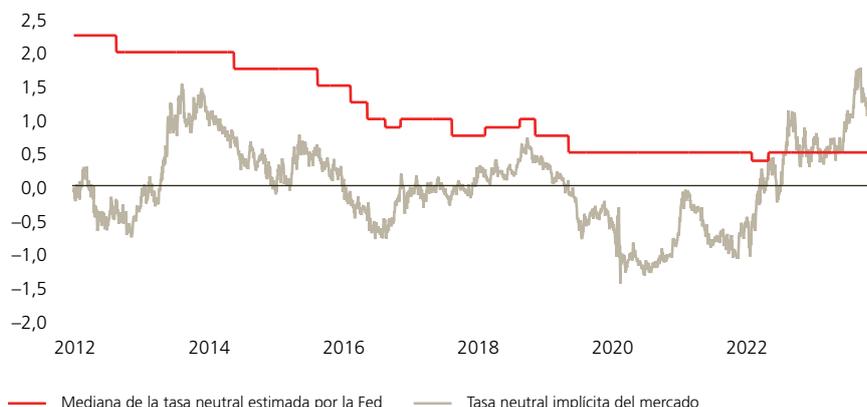
No es sorprendente que la trayectoria a corto plazo de las tasas de política monetaria esté concitando gran interés entre los inversores. Prevemos cuatro recortes de 25 p.b. por parte de la Fed este año, por debajo de las estimaciones de 140 p.b. que prevé el mercado. Pero el punto al que lleguen las tasas es tan importante como su trayectoria. La mediana de estimaciones de los funcionarios de la Fed ubica la tasa de política monetaria a largo plazo en el 2,5% (o el 0,5% en términos reales después de la inflación).

La tasa de interés oficial real a largo plazo implícita en el mercado es del 0,9%, todavía superior a la estimación de la Fed, del 0,5%. En consecuencia, creemos que el próximo tramo descendente en los rendimientos posiblemente esté provocado por tasas reales a largo plazo más bajas. Un catalizador de esta tendencia posiblemente sea la reducción del programa de venta de bonos de la Fed (endurecimiento cuantitativo), lo que aliviaría las presiones alcistas sobre las tasas reales. Las actas del FOMC indican que los funcionarios de la Fed ya están debatiendo sobre el momento de reducir el ritmo de las ventas.

Gráfico 3

El próximo tramo descendente en los rendimientos posiblemente esté provocado por tasas reales a largo plazo más bajas

Mediana de estimaciones de la tasa neutral según los funcionarios de la Fed, tasa neutral implícita en el mercado, en %



Fuente: Bloomberg, UBS, a enero de 2024

Como es lógico, la incertidumbre en torno a la trayectoria de las tasas de la Fed y los altos déficits del gobierno de Estados Unidos nos lleva a prever que continuará la volatilidad. Los rendimientos no descenderán de forma lineal. Pero, en general, creemos que la renta fija de calidad ofrece una propuesta de riesgo-rentabilidad atractiva en distintos escenarios. En un escenario de aterrizaje suave, prevemos que las rentabilidades de la renta fija de alta calidad y duración media se sitúe en torno a un dígito alto. En un escenario de «aterrizaje brusco», cabría esperar rentabilidades de dos dígitos. Incluso en un escenario ideal (el menos favorable para la renta fija de calidad), cabría esperar rentabilidades positivas.

¿Cómo debemos posicionar las carteras para transitar el próximo giro del ciclo de tasas?

Creemos que es momento de que los inversores vuelvan a equilibrar sus carteras.

Cambio del efectivo a los bonos

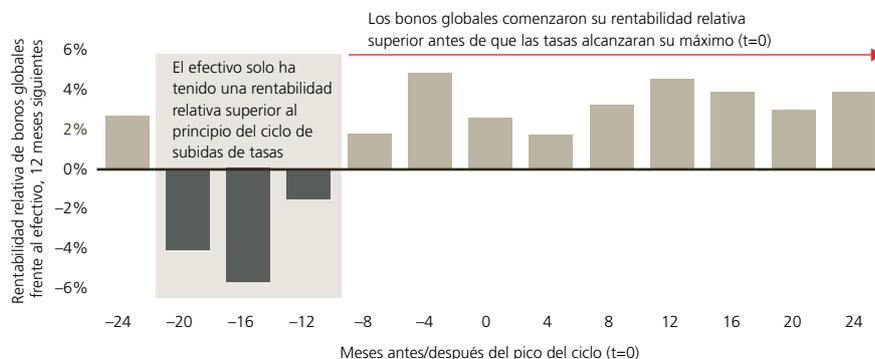
Los dos últimos años han ofrecido a los inversores la oportunidad de obtener rentabilidades atractivas en efectivo y fondos del mercado monetario, y las tasas aún se sitúan por encima del 5% en dólares estadounidenses. Pero en vista de una inflación en descenso y los recortes de tasas que están sobre la mesa, creemos que es hora de que los inversores revisen las carteras con abundante efectivo. Creemos que el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años descenderá al 3,5% en diciembre de 2024 en nuestro escenario de base y al 2,5% en un escenario de aterrizaje brusco. Esto plantea un riesgo de reinversión para los inversores que actualmente se aferran al efectivo.

Según indica la historia, los inversores que se han anticipado a cambiar el efectivo por bonos antes del primer recorte de tasas de interés han tenido buenos resultados. El efectivo tiende a aventajar en rentabilidad a los bonos durante las primeras etapas de los ciclos de subidas de tasas (como se observó en 2022), pero tienen una rentabilidad relativa inferior en las últimas etapas y durante los ciclos de recortes de tasas. Creemos que esto es lo que sucederá nuevamente este año: en nuestro escenario de base, prevemos rentabilidades del 8,5% para los bonos de alta calidad y duración media, frente a un 4,3% del efectivo.

Gráfico 4

La rentabilidad relativa superior del efectivo ha sido efímera

Índice Bloomberg Global Aggregate frente al Bloomberg 1-3 m T-bills, rentabilidades medias de los 12 meses siguientes en los últimos cuatro ciclos de subidas de tasas, en % (el gráfico muestra la media de cuatro meses). Datos desde 1990



Fuente: Bloomberg, UBS, a enero de 2024

En el contexto de una cartera, los argumentos para invertir el efectivo en renta fija a largo plazo son aún más fuertes. Por ejemplo, en nuestro escenario de aterrizaje brusco en el que el crecimiento económico decepciona y Estados Unidos entra en recesión, cabría esperar que el mercado pierda más del 15% en términos de rentabilidad total. Para los inversores que tienen una cartera diversificada de acciones y bonos, las pérdidas se verían acotadas debido a un repunte de los bonos del 16%; según nuestras estimaciones, una cartera 60/40 en acciones/bonos² perdería apenas un 3% en este escenario. Los inversores con exceso de efectivo no estarían bien protegidos en este caso: el efectivo no registra «repuntes» y las rentabilidades de las tasas posiblemente disminuirían en este escenario.

2 MSCI ACWI en moneda local y títulos del Tesoro de EE.UU. a 10 años.

Un escenario en el que las tasas se mantienen más altas por más tiempo parece menos probable debido a la inflación en descenso y a las expectativas de tasas de la Fed.

Cobertura en el escenario de «más altas por más tiempo»

El escenario en el que el efectivo aventajaría en rentabilidad tanto a las acciones como a los bonos es el de tasas más altas durante más tiempo. Si bien la disminución reciente de la inflación y las expectativas de tasas de la Fed reducen las probabilidades de este escenario, es posible que unos datos de inflación más altos de lo esperado o un exceso de oferta de bonos del Tesoro de Estados Unidos empuje los rendimientos de la deuda estadounidense a diez años nuevamente hacia el 5%. Ese escenario sería negativo tanto para los mercados de bonos como de acciones.

Aun así, consideramos que hay formas más eficientes de protegerse en tal escenario que simplemente recurrir a una sobreponderación del efectivo.

Las operaciones que apuestan por la «positivización» de la curva de rendimientos —comprar bonos de duración corta y media y vender bonos de larga duración— pueden ayudar a protegerse de este riesgo en el segmento de renta fija. Según nuestras previsiones, tales operaciones generarían buenas rentabilidades en nuestro escenario base (en el que esperamos que la inversión actual de –29 pb en el tramo de dos a diez años concluya a mediados de año), y también en caso de un ciclo agresivo de recortes de tasas o en escenarios en los que las primas a largo plazo suben considerablemente debido a un exceso de oferta a corto plazo.

Los inversores que busquen cubrirse frente al riesgo de pérdidas de la renta variable pueden hacer uso de inversiones estructuradas con características de preservación del capital. Tales estrategias habitualmente son más atractivas en épocas de rendimientos altos de los bonos y volatilidad implícita media o inferior a la media en el mercado de renta variable. También seguimos considerando que los fondos de cobertura macro constituyen un elemento eficaz de diversificación de las carteras, ya que históricamente han generado resultados uniformes en momentos de turbulencias en el mercado.

¿Cómo reflexionar sobre los riesgos geopolíticos y políticos que enfrentamos en los próximos meses?

No creemos que la guerra en Oriente Medio vaya a elevar considerablemente la inflación.

Las tensiones geopolíticas en Oriente Medio se han intensificado. En las últimas semanas ha habido una serie de ataques con drones y misiles sobre embarcaciones comerciales en el Mar Rojo y posteriores ataques aéreos liderados por Estados Unidos en Yemen. El Cuerpo de la Guardia Revolucionaria Islámica de Irán también lanzó ataques con misiles sobre objetivos en el norte de Iraq, Siria y Pakistán.

En respuesta a los ataques en el Mar Rojo, cada vez se desvía más actividad comercial hacia rutas más seguras (aunque más costosas) incluso a través del Cabo de Buena Esperanza o por aire. Durante los primeros 11 días de enero, el tráfico marítimo a través del Canal de Suez disminuyó un 30% en comparación con el mismo período del año anterior, según Osama Rabie, jefe de la Autoridad del Canal de Suez.

Si bien el conflicto es hoy más amplio y puede llegar a intensificar la volatilidad en el mercado, nuestro escenario de base no prevé una escalada que pueda modificar nuestras previsiones para los mercados de acciones y de bonos. Cabe señalar que, históricamente, el impacto de los acontecimientos geopolíticos en los mercados en general ha tendido a ser efímero.

Debido a los ataques a las embarcaciones en el Mar Rojo, más comercio se ha desplazado hacia rutas alternativas.

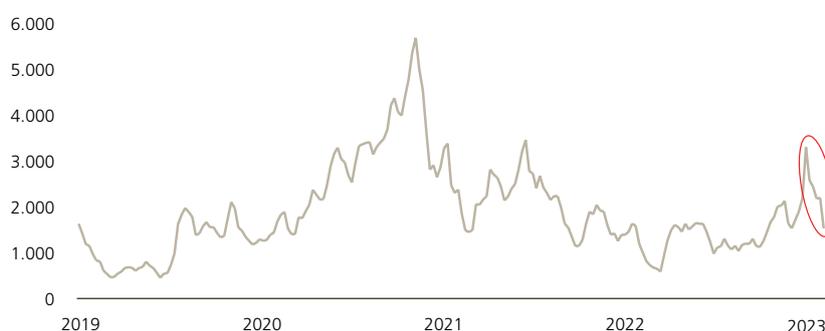
En esta etapa, también consideramos que el impacto en la inflación general debería verse acotado por algunas razones.

En primer lugar, la posibilidad de usar una ruta alternativa implica que, si bien los transportistas marítimos se enfrentarían a demoras y costos más altos, deberían poder evitarse situaciones categóricas de gran escasez. Esto debería limitar los efectos sobre la inflación y difiere notablemente de la situación vivida durante la pandemia (cuando se paralizó la producción o no era suficiente) y la guerra entre Rusia y Ucrania (cuando la oferta de materias primas sufrió restricciones o alteraciones).

Gráfico 5

El índice Baltic Dry ha caído en las últimas semanas

Índice Baltic Dry, una medida de los costos de transporte



Fuente: Bloomberg, UBS, a enero de 2024

En segundo lugar, si bien el costo de enviar contenedores de Asia a Europa ha aumentado, el impacto sobre otras rutas ha sido más limitado. Concretamente, el índice Baltic Dry —el índice de referencia mundial del precio de transportar materias primas por mar— ha caído en las últimas semanas. Aun así, será necesario estar atentos a otras dificultades que enfrenta el transporte marítimo de carga en el mundo, incluida la sequía en el Canal de Panamá.

Por último, el transporte marítimo de carga representa una proporción relativamente pequeña del costo total de las mercancías, de modo que los aumentos de precios asociados con los costos más altos del transporte no serían tan visibles para la mayoría de los consumidores. Los precios que los consumidores pagan responden más a factores que surgen después de que las mercancías llegan al puerto, lo que incluye distribución interna, publicidad y costos mayoristas y minoristas. Por ejemplo, los costos de transporte representan alrededor del 5% del costo total de un par de zapatillas.

En lo que respecta al petróleo, si bien la situación es cambiante, nuestro escenario de base prevé que no habrá gran disrupción en el suministro de petróleo, aun cuando el riesgo de una escalada posiblemente contribuya a una mayor demanda de petróleo para fines de cobertura. Creemos que los precios del crudo Brent podrían negociarse en un rango entre los 80 USD y 90 USD en los próximos meses, frente a un precio actual que ronda los 75 USD. Por ello, recomendamos que los inversores en activos de riesgo vendan riesgos de desvalorización del Brent o añadan exposición a contratos de Brent a largo plazo.

Los inversores deberían esperar gran cantidad de titulares políticos este año.

Los inversores deben tratar de desvincular las decisiones de inversión en general de los factores políticos

Cabe esperar una gran cantidad de titulares políticos este año, caracterizado por un nutrido calendario electoral en el mundo, en el que se estima participarán 4.000 millones de votantes en todo el mundo. A principios de este mes, las elecciones en Taiwán tuvieron un resultado sin cambios en el estado de cosas, si bien cabe esperar que las relaciones con China sigan siendo una fuente constante de tensiones geopolíticas en los próximos años.

En vista de que las elecciones primarias para presidente en Estados Unidos están en marcha, las elecciones presidenciales de noviembre en ese país también concitarán atención. El actual presidente, Joe Biden, y el expresidente Donald Trump son los presuntos candidatos, si bien aún no se han dado a conocer las propuestas políticas y es demasiado pronto para evaluar de forma significativa la probable composición del Congreso en distintos escenarios.

De momento, un área clave en la que concentrarse será el efecto que la elección que se avecina pueda llegar a tener sobre la política de la Fed. En nuestro escenario de base prevemos que la Fed disponga cuatro recortes de tasas de 25 p.b. cada uno este año, a partir de mayo. Cuanto más próximas estén las elecciones, mayor es la probabilidad de que la institución se vea afectada por la política. Sin embargo, el no actuar también podría considerarse un hecho político si se acelera una ralentización económica de cara a las elecciones.

Junto con un mayor crecimiento y una menor inflación, parte de nuestro escenario alcista ideal prevé la posibilidad de que las especulaciones en torno a los recortes preventivos de la Fed de cara al período de las elecciones tengan un efecto positivo para los mercados de bonos y de acciones.

Recomendamos tratar de separar las decisiones de inversión de la coyuntura política.

Con todo, creemos que es importante tratar de desvincular las decisiones de inversión generales de la política. Los estudios académicos³ indican que los inversores que comparten una afiliación al partido político gobernante son más proclives a aumentar su asignación a acciones, mientras los inversores decepcionados con el resultado de unas elecciones pueden tender a una estrategia de menor exposición a activos de riesgo. Producto de esto, las asignaciones a activos pueden apartarse de las que resulten más adecuadas para ayudar a los inversores a alcanzar sus objetivos a largo plazo.

³ Yosef Bonaparte y Alok Kumar, y otros., "Political Climate, Optimism, and Investment Decisions," University de Miami, 26 de febrero de 2012

Mensajes importantes

Gestionar la liquidez	Creemos que los inversores han de limitar los saldos de efectivo generales el año próximo. Cabe esperar que las tasas de interés sufran caídas potencialmente considerables en 2024. Esto reducirá la rentabilidad del efectivo y aumentará los riesgos de inversión. Fuera del efectivo y los fondos de mercado monetario, los inversores deben diversificar su estrategia de liquidez mediante la combinación de depósitos a plazo fijo, estrategias escalonadas de bonos y estrategias de inversión estructuradas para cubrir las retiradas de dinero previstas de la cartera en los próximos cinco años.
Comprar calidad	Esperamos rentabilidades positivas generales tanto para las acciones como para los bonos el próximo año. Pero dentro de cada clase de activo, pensamos que los inversores deben centrarse en la calidad. En renta fija, los bonos de calidad (incluidos los bonos sostenibles y los de bancos multilaterales de desarrollo) ofrecen rendimientos atractivos y deberían generar revalorización del capital si las expectativas apuntan a una caída de las tasas de interés, tal como prevemos. Entre las acciones, las empresas de calidad con balances sólidos y muy rentables, incluidas las del sector tecnológico y las líderes en ESG, deberían ser las que mejor posicionadas estén para generar beneficios en un entorno de crecimiento más débil.
Negociar dentro de rangos en divisas y materias primas	Esperamos que el USD se mantenga estable en torno a los niveles actuales en los próximos meses, si bien la moneda estadounidense podría debilitarse más avanzado el año cuando descendan las tasas de interés. En ese caso, resulta atractiva la venta de potencial alcista del USD para incrementar la rentabilidad. Mientras tanto, esperamos que los precios del petróleo fluctúen en el rango de 80 USD y 90 USD por barril en 2024, creando oportunidades para que los inversores vendan riesgos bajistas o negocien dentro del rango.
Diversificar con crédito alternativo	Prevemos que los altos saldos de la deuda global contribuyan a aumentar la volatilidad de los precios y de los diferenciales, llevando a los inversores a buscar formas de beneficiarse de la dispersión. Este es un entorno favorable para diversas estrategias de crédito, incluidas arbitraje de crédito y deuda distressed. También identificamos oportunidades en arbitraje convertible, una estrategia que esperamos genere más oportunidades a medida que las empresas refinancian la deuda al vencimiento.
Anticiparse al escenario «ideal»	En nuestro escenario alcista, los recortes preventivos de tasas que define la Fed, sumados a un crecimiento aún robusto y el descenso de la inflación, impulsan rentabilidades sólidas en los mercados de renta variable y de bonos. En consecuencia, los inversores deben procurar posicionarse en partes del mercado capaces de captar más potencial alcista en un escenario ideal y que también tengan buenos resultados en el escenario de base. Por ejemplo, cabe esperar que las acciones estadounidenses y europeas de pequeña capitalización, las acciones suizas de mediana capitalización y las acciones de mercados emergentes se beneficien particularmente debido a su sensibilidad a las tasas de interés y sus bajas valoraciones. También cabe esperar que tengan buenos resultados en nuestro escenario de base.
Cubrir los riesgos de mercado	En nuestro escenario bajista, un crecimiento económico más débil provocaría una gran debilidad en los mercados de renta variable globales. La buena noticia es que la volatilidad implícita del mercado de renta variable ha caído a mínimos de varios años, lo que convierte a este en un momento atractivo para considerar estrategias de preservación del capital para cubrirse de posibles riesgos de mercado. También creemos que el oro será un importante beneficiario de las tasas más bajas de interés y la creciente aversión al riesgo en un escenario bajista, y también identificamos potencial alcista para el oro en nuestro escenario de base. Mientras tanto, cabe esperar que los fondos de cobertura macro, que históricamente han generado rentabilidades constantes en épocas de turbulencia del mercado, sirvan como instrumento eficaz de diversificación de las carteras.
Escoger líderes que surgen de la disrupción	En la próxima década prevemos que algunas de las rentabilidades más altas en los mercados de renta variable provendrán de las empresas que puedan aprovechar las nuevas tecnologías para aumentar su presencia en los mercados, desplazar a las compañías existentes o reducir los costes. Identificar con éxito a estos «líderes que surgen de la disrupción» es fundamental para impulsar el potencial de la cartera a largo plazo. Creemos que en la década que se avecina veremos una ola de disrupción que se propagará por todos los sectores, desde el tecnológico hasta los de energía y atención sanitaria.
Captar crecimiento con los mercados privados	Un mundo nuevo será testigo de inversiones significativas en atención sanitaria, digitalización y energía. Sin embargo, debido a los altos niveles de endeudamiento de los gobiernos, la financiación pública para la innovación probablemente sea limitada. Los gestores de mercados privados tendrán un papel importante que desempeñar por su capacidad para proporcionar capital o deuda a las empresas en diferentes etapas de su ciclo de vida. Los mercados privados ofrecen un atractivo potencial de rentabilidad y un acceso diferenciado a la economía real, a cambio de una menor liquidez. También pueden ser un vehículo eficaz para los inversores interesados en impulsar un cambio positivo a través del impacto y la sostenibilidad.

Ideas de inversión

Mantenemos nuestra preferencia por los bonos de calidad.

Renta fija

Nos sigue gustando la renta fija de alta calidad. En nuestro escenario de base, cabe esperar que los rendimientos de la deuda estadounidense a diez años desciendan al 3,5% a finales de 2024 (frente al 4,1% actualmente) y creemos que las acciones como clase ofrecen una propuesta atractiva de riesgo-rentabilidad en todos los escenarios, que van de rentabilidades de un dígito alto en nuestro escenario de aterrizaje suave a dos dígitos en nuestro escenario de aterrizaje brusco.

Mantenemos una posición neutral en el crédito de alta rentabilidad y prudente respecto de los préstamos apalancados. Los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad respecto de los títulos del Tesoro se han contraído aún más y actualmente se negocian a 362 p.b. (frente a niveles históricos en torno a los 450 p.b. durante períodos caracterizados por un crecimiento nominal del PIB de entre el 4% y el 5%). Esto sugiere que hay margen para que aumenten los diferenciales si el crecimiento se desacelera este año tal como esperamos. Creemos que los impagos podrían aumentar hasta un 4%-5% en el próximo año, frente al 3,4% el año pasado. Mientras tanto, los préstamos apalancados tienen una mayor exposición a empresas de baja calificación que la deuda de alta rentabilidad (70% con una calificación de hasta B+ inclusive, frente a un 50%), las estructuras de capital suelen ser más débiles (solo préstamos, con pocas cláusulas de compromiso) y las señales de deterioro del crédito son más evidentes.

Un entorno de desaceleración del crecimiento económico debería de ser propicio para las acciones de calidad.

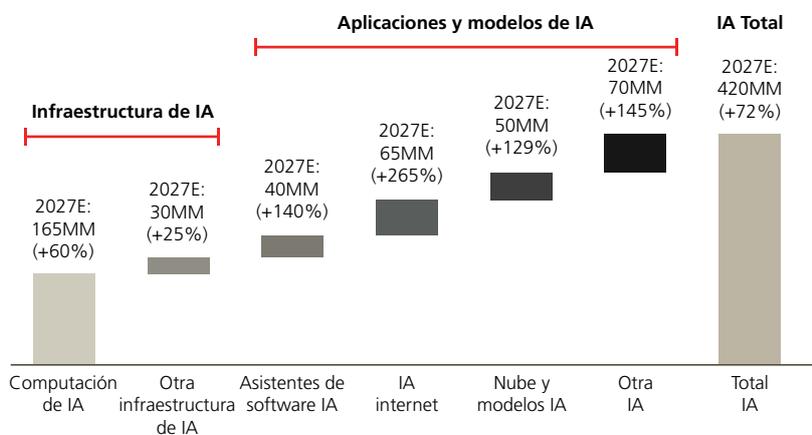
Acciones

Entre las acciones, seguimos considerando que las acciones de calidad —empresas con una alta rentabilidad sobre el capital invertido, balances sólidos y beneficios resilientes— son el tema central en 2024. La historia indica que las empresas de calidad han aventajado en rentabilidad a los índices generales durante períodos de desaceleración de la economía, como esperamos en nuestro escenario de base de aterrizaje suave.

Gráfico 6

Se espera un sólido crecimiento de la IA en todos los segmentos

Previsiones de CIO para la tasa de crecimiento anual compuesto de la IA en el período 2022-2027 en los distintos segmentos; ingresos en USD



Fuente: UBS, a enero de 2024

Identificamos oportunidades tácticas en las acciones de pequeña capitalización.

También nos gusta el sector tecnológico de Estados Unidos, que concentra muchas acciones de calidad y ofrece exposición a varias tendencias disruptivas atractivas, como la inteligencia artificial. Prevedemos que los ingresos de la industria de IA global subirán a 420.000 millones de USD para 2027, lo que supone un crecimiento anual del 72% desde los 28.000 millones de USD registrados en 2022 y un incremento quince veces mayor en tan solo cinco años. La demanda de computación mediante IA, incluidas las GPU (unidades de procesamiento de gráficos), los chips a medida, y la memoria está superando las expectativas y aumenta su visibilidad en los planes de gasto de las empresas.

Creemos que los inversores deben complementar sus tenencias centrales en acciones de calidad con exposición táctica a acciones de pequeña capitalización. En Estados Unidos, casi la mitad de la deuda de las empresas en el Russell 2000 es de tasa variable (frente a alrededor de una décima parte en el caso de las empresas de gran capitalización), de modo que las empresas de pequeña capitalización son las que más se benefician de las tasas de interés más bajas. Las valoraciones relativas se perfilan atractivas. El Russell 2000 se negocia con un descuento aproximado del 53% respecto del Russell 1000 a juzgar por la ratio precio-valor contable, frente a un descuento medio del 32% en diez años. Identificamos oportunidades en acciones europeas de pequeña y mediana capitalización, las cuales deberían beneficiarse de condiciones de crédito menos restrictivas y de una actividad que ha tocado fondo, con valoraciones relativas en mínimos de 20 años (índice MSCI EMU SMID frente al MSCI EMU Large).

Por último, mantenemos nuestra preferencia por las acciones de mercados emergentes. El panorama económico en los mercados emergentes sigue siendo favorable, aunque el impulso se ha moderado, y la inflación continúa normalizándose. El ciclo de aumento de tasas de los bancos centrales de todo el mundo ha sido un obstáculo para los activos de mercados emergentes en los últimos años. Pero el giro de la Fed y el descenso esperado de las tasas de interés en Estados Unidos deberían ser factores positivos de aquí en adelante. Prevedemos que las empresas de mercados emergentes registren un crecimiento sólido en torno al 15% en 2024, superando a sus homólogas globales.

Las valoraciones del índice MSCI Emerging Markets son acordes a su media de diez años, aunque con grandes divergencias dentro de la región, y se negocian con un descuento superior a la media respecto de los mercados desarrollados. En nuestra opinión, esta brecha no pondera las mejores perspectivas de crecimiento de los beneficios relativos que se presentan para los mercados emergentes. Por área geográfica, nos gustan los mercados de renta variable de China, India e Indonesia. En China, prevedemos medidas adicionales de apoyo en el primer trimestre, a modo de posible catalizador alcista a corto plazo, lo que debería de reforzar nuestra preferencia por las acciones chinas.

Cabe esperar que la mayoría de los cruces de divisas del G10 se lateralicen en los próximos meses.

Divisas y materias primas.

El USD ha recobrado terreno en las últimas semanas tras depreciarse a finales de 2023. La mayoría de los pares de divisas del G10 han vuelto a rangos conocidos (p. ej., EURUSD entre 1,05 y 1,10) y esperamos que allí se mantengan en los próximos meses. Un mejor crecimiento relativo en Estados Unidos y en Europa y una inversión parcial de las expectativas de recortes de tasas de Estados Unidos deberían de favorecer a la moneda estadounidense a corto plazo. Sin embargo, el giro moderado que ha dado la Reserva Federal posiblemente limite el alcance de cualquier recorrido alcista y contribuya al debilitamiento del dólar en 2024.

Nuestra divisa más preferida es el dólar australiano. También identificamos oportunidades para que los inversores vendan riesgos alcistas a corto plazo en los cruces EURUSD y GBPUSD, o riesgos bajistas en los cruces USDCHF, GBPCHF y USDJPY a cambio de una mejora del rendimiento.

Identificamos perspectivas positivas para los índices generales de materias primas en 2024, a pesar de la desaceleración del crecimiento económico. Nuestra previsión de rentabilidad total para el año es del orden del 10%. Esperamos que los precios del petróleo suban. Prevedemos un mercado con oferta levemente insuficiente (-0,1 millones de barriles por día) en 2024, ya que los países de OPEP+ reanudarán producción hasta mediados de año y solo volverán gradualmente a restablecerla en el segundo semestre. También identificamos potencial alcista de los precios del petróleo en el transcurso de este año y nos gusta el metal amarillo como instrumento de cobertura dentro de las carteras. Si los recortes de tasas de la Fed comienzan en el segundo trimestre, esperamos que la demanda de oro se positivice en los fondos cotizados en bolsa (ETF). Prevedemos un precio objetivo de 2.250 USD/onza para diciembre de 2024 y recomendamos que añadan nuevas posiciones largas al registrar caídas por debajo de 2.000 USD/onza.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Previsiones globales

Economía

PIB real, interanual, en %

	2023	2024E	2025E
EE.UU.	2,4	1,1	1,7
Canadá	1,1	0,2	1,3
Japón	2,0	0,6	1,0
Zona euro	0,5	0,6	1,2
Reino Unido	0,6	0,6	1,5
Suiza	0,7	1,2	1,5
Australia	2,0	1,5	2,1
China	5,2	4,4	4,6
India	7,0	6,2	6,2
ME	4,5	3,9	4,3
Mundo	3,2	2,6	3,1

Inflación (IPC promedio), interanual, en %

	2023	2024E	2025E
EE.UU.	4,1	2,5	2,2
Canadá	3,9	2,5	2,1
Japón	3,3	2,3	1,5
Zona euro	5,4	2,3	2,1
Reino Unido	7,3	2,3	2,1
Suiza	2,1	1,5	1,5
Australia	5,7	3,5	3,0
China	0,2	0,8	1,6
India	5,4	4,8	4,4
ME	7,5	8,3	5,0
Mundo	6,2	5,7	3,8

Fuente: Bloomberg, UBS, a 17 de enero de 2024. Últimos pronósticos disponibles en la publicación *Global forecasts*, con periodicidad semanal.

Clases de activos

	Contado	Dic-24
Acciones		
S&P 500	4.739	5.000
Eurostoxx 50	4.403	4.700
FTSE 100	7.446	7.900
SMI	11.149	11.640
MSCI Asia ex-Japan	595	685
MSCI China	51	60
Topix	2.496	2.620
MSCI EM	958	1.080
MSCI AC World	859	910

Dívisas

EURUSD	1,09	1,12
GBPUSD	1,27	1,27
USDCHF	0,86	0,87
USDCAD	1,35	1,32
AUDUSD	0,66	0,72
EURCHF	0,94	0,97
NZDUSD	0,61	0,62
USDJPY	148	140
USDCNY	7,20	7,00

	Contado	Dic-24
Rendimientos a 2 años, en %		
Bonos del gobierno de EE.UU. a 2 años USD	4,36	3,25
Bonos del gobierno alemán a 2 años EUR	2,69	2,00
Bonos del gobierno británico a 2 años GBP	4,36	3,50
Bonos del gobierno suizo a 2 años CHF	1,11	0,70
Bonos del gobierno japonés a 2 años JPY	0,02	0,25

Rendimientos a 10 años, en %

Bonos del gobierno de EE.UU. a 10 años USD	4,10	3,50
Bonos del gobierno alemán a 10 años EUR	2,31	2,25
Bonos del gobierno británico a 10 años GBP	3,98	3,50
Bonos del gobierno suizo a 10 años CHF	0,86	0,70
Bonos del gobierno japonés a 10 años JPY	0,60	0,80

Materias primas

Brent (USD/bbl)	78	82
WTI (USD/bbl)	73	77
Oro (USD/onza)	2.007	2.250

Fuente: Bloomberg, UBS, a 17 de enero de 2024. Últimos pronósticos disponibles en la publicación *Global forecasts*, con periodicidad semanal.

Implementación de la asignación de activos

La UBS House View es nuestra valoración actual de la economía y los mercados financieros globales, con las recomendaciones de inversión acordes. La implementación de la asignación de activos correspondiente a esta visión puede variar en función de los tipos de cartera y objetivos.

Jason Draho, PhD, Head of Asset Allocation Americas; **Michael Gourd**, Asset Allocation Strategist; **Danny Kessler**, Asset Allocation Strategist

Nuestras preferencias tácticas por clases de activos

+ Activos más preferidos

- Renta fija
- TIPS
- Títulos respaldados por hipotecas emitidos por agencias gubernamentales de EE.UU.
- **Nuevo** Títulos respaldados por hipotecas comerciales de EE.UU. (se eleva desde neutral)
- Bonos corporativos estadounidenses con grado de inversión
- Acciones estadounidenses de pequeña capitalización
- Acciones de mercados emergentes
- Petróleo

- Activos menos preferidos

- Acciones estadounidenses de gran capitalización
- Acciones británicas

Guía de implementación

Los datos económicos dados a conocer continuaron generando episodios de volatilidad en los mercados accionarios y, particularmente, en los de tasas en los últimos meses de 2023, ya que el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años cayó de 4,93% a 3,88% tan solo en noviembre y diciembre. Esta disminución de las tasas de mercado se vio impulsada, en gran medida, por el creciente optimismo de que la Fed está en condiciones de llevar la economía a un aterrizaje suave, evitando al mismo tiempo un aumento significativo de la inflación de los niveles actuales, lo que demandaría más medidas de política monetaria restrictiva.

La impresionante resiliencia de la economía confirma nuestra previsión de un aterrizaje suave y que no habrá recesión en los próximos 12 meses. Las últimas revisiones de los datos indican que los consumidores tienen más excedente de ahorro que lo que se suponía anteriormente, y en vista de que la inflación se sitúa por debajo del crecimiento del ingreso, los ingresos reales se están recuperando y apuntalan el consumo. Asimismo, los sectores de manufactura y de vivienda—dos de los más sensibles a la evolución de las tasas de interés en la economía—posiblemente ya hayan experimentado la peor parte de este ciclo. Dicho esto, tras el fuerte recorrido reciente, el crecimiento se debería moderar hacia la tendencia o ligeramente por debajo de esta, afectado por los efectos rezagados de la política de endurecimiento monetario y por condiciones de préstamo más res-

trictivas, así como presiones exógenas, como la reactivación de los pagos de préstamos de estudio. Las tendencias de inflación indican que las mediciones de inflación subyacente continúan desacelerándose hacia el 2%. Aunque el crecimiento del empleo se mantiene muy firme, el incremento salarial continúa moderándose. En vista de que la economía está creciendo por debajo de la tendencia y la política monetaria sigue siendo restrictiva, creemos que la inflación difícilmente vaya a reaccelerarse.

De cara al futuro, esperamos que la Fed comience a recortar las tasas en la reunión del FOMC prevista para mayo, suponiendo que los datos dados a conocer siguen confirmando una actividad económica desacelerada pero positiva, sin fuertes aumentos del desempleo. Los comentarios recientes de los funcionarios de la Fed expresaron que esperan que las tasas se mantengan en los niveles restrictivos actuales durante algunos meses, lo que les permite más opciones en cuanto al momento y magnitud que tenga el ciclo de recortes de tasas. Esperamos cuatro recortes de tasas de 25 p.b cada uno en 2024, por encima de las proyecciones actuales de la Fed que prevé tres recortes de 25 p.b., aunque inferior a las previsiones del mercado que proyecta cinco recortes y medio.

En vista de nuestra previsión macroeconómica de aterrizaje suave, mantenemos a los bonos en la categoría de más preferidos y una visión neutral de las acciones. Mantenemos nuestra previsión de un rendimiento del 3,5% para los bonos del Tesoro a 10 años para fines de año, pero advertimos que la trayectoria será volátil pues los mercados se negocian en torno a los datos económicos dados a conocer y todo posible cambio en la función de reacción de la Fed. Tras un 2023 sólido, creemos que las rentabilidades de las acciones estadounidenses serán más moderadas en 2024. Para fin de año, prevemos que el S&P 500 se sitúe en 5000, lo que implica rentabilidades de un dígito medio respecto del nivel actual. Tras una recesión moderada de los beneficios el año pasado, prevemos un crecimiento de los beneficios del orden del 8% para todo el año.

De cara a 2024, seguimos prefiriendo las acciones regionales, entre las cuales los mercados emergentes son las más preferidas. Dentro de las acciones estadounidenses, tenemos una visión neutral del valor frente al crecimiento y una preferencia relativa por las acciones de pequeña capitalización respecto de las de gran capitalización. Si bien esperamos que las acciones de pequeña capitalización tengan una buena rentabilidad en nuestro escenario de base, constituye nuestra mayor convicción para **los inversores que prevén un escenario «ideal»**. En este escenario alcista, la actividad económica robusta, sumada a los

recortes de tasas preventivos que dispone la Fed en respuesta a una rápida desinflación, deberían de impulsar las rentabilidades de las acciones, muy especialmente para los segmentos del mercado con más alto beta. Asimismo, el descuento relativo de valoración que tienen las acciones de pequeña capitalización respecto de las de gran capitalización es el más grande en años, lo que constituye una protección en caso de desviaciones de la valoración que puedan producirse en adelante.

En el universo de renta fija, nuestro mensaje sigue siendo **comprar bonos de calidad**. Prevemos que los bonos de alta calidad ofrezcan buenas rentabilidades totales en 2024, a medida que el crecimiento económico se desacelera y la inflación se reduce gradualmente a un nivel más próximo al objetivo. En concreto, identificamos valor atractivo en los TIPS de EE.UU., bonos corporativos con grado de inversión, títulos de agencias respaldados por hipotecas, títulos respaldados por hipotecas comerciales, bonos municipales y bonos sostenibles.

Ahora que la Fed posiblemente esté en el final del ciclo de subidas, pero cómoda con los niveles actuales durante algún tiempo, retiramos nuestro mensaje de **gestionar la liquidez**. Mientras la inflación continúa descendiendo, la Fed tiene margen para recortar las tasas muy rápido en respuesta a temor por el crecimiento. Esto sería particularmente perjudicial para los depositantes que no se hayan asegurado tasas más altas para los próximos años.

Para horizontes de largo plazo, recomendamos sectores e industrias que experimentan cambios innovadores. En concreto, nuestro mensaje de **escoger líderes que surgen de la disrupción** hace hincapié en las oportunidades en los sectores de tecnología, energía y salud. En el área tecnológica, esperamos que se amplíe el universo de los beneficiarios de la IA más allá de los facilitadores y las plataformas, para incluir empresas de software y de internet. En el sector de energía, el giro en curso hacia una economía renovable recibirá el respaldo adicional de la inversión fiscal en Estados Unidos y Europa, lo que dará a los inversores oportunidades para participar en esta transición. En el sector de salud, los avances recientes en el desarrollo de medicamentos en los campos de diabetes y pérdida de peso están dando impulso a un fuerte crecimiento de la industria, una tendencia que esperamos continúe pues la demanda es alta.

Seguimos aconsejando que los inversores **capten el crecimiento en los mercados privados (no cotizados)**. Nuestro futuro será testigo de inversiones significativas en salud, digitalización y eficiencia energética. Sin embargo, debido a los altos niveles de endeudamiento de los gobiernos, el gasto público en innovación probablemente sea limitado. Los gestores de mercados privados tendrán un papel importante que desempeñar por su capacidad para proporcionar capital o deuda a las empresas en diferentes etapas de su ciclo de vida. Por otra parte, en vista de que la mayoría de las empresas en Estados Unidos no cotizan en bolsa, el acceso a mercados privados es fundamental para lograr una mejor diversificación de la cartera y mejorar las rentabilidades ajustadas por el riesgo a largo plazo.

Este mes, modificamos nuestras visiones del sector accionario de Estados Unidos al elevar el sector de materiales de menos preferido a neutral debido a un menor riesgo bajista de las previsiones de beneficios en el contexto de un aterrizaje suave de la economía. Por lo demás, los sectores de consumo básico, energía, y tecnología de la información siguen estando entre los más preferidos. Los sectores inmobiliario y de servicios públicos están entre los menos preferidos. Las empresas de consumo básico se negocian con un descuento respecto del mercado general y deberían de ofrecer cierto grado de protección a la cartera en caso de un aterrizaje brusco de la economía. La energía debería de actuar como una cobertura de bajo costo frente a un aumento imprevisto de la inflación e intensificación de las fricciones geopolíticas. La tecnología de la información debería beneficiarse de su sesgo hacia una mayor calidad, un crecimiento impulsado por IA y una reactivación de la demanda de mercados finales clave.

Nuestras preferencias

	Menos preferidos	Más preferidos
Efectivo		=
Renta fija		+
Títulos del gobierno de EE.UU.		=
Títulos del gobierno de EE.UU. corto plazo		=
Títulos del gobierno de EE.UU. mediano plazo		=
Títulos del gobierno de EE.UU. largo plazo		=
TIPS		+
Títulos respaldados por hipotecas emitidos por agencias gubernamentales de EE.UU.		+
Bonos municipales de EE.UU.		=
Bonos corporativos con grado de inversión de EE.UU.		+
Bonos de alta rentabilidad de EE.UU.		=
Préstamos sénior		=
Acciones preferentes		=
Títulos respaldados por hipotecas comerciales (CMBS)		= → +
Bonos de ME en divisas fuertes		=
Bonos de ME en divisas locales		=
Renta variable		=
Renta variable de EE.UU.		=
Acciones de crecimiento de gran capitalización de EE.UU.	-	
Acciones de valor de gran capitalización de EE.UU.		=
Acciones de mediana capitalización de EE.UU.		=
Acciones de pequeña capitalización de EE.UU.		+
Mercados desarrollados internacionales		=
Reino Unido	-	
Zona euro		=
Japón		=
Australia		=
Mercados emergentes		+
Otros		
Materias primas		=
Oro		=
Petróleo		+
MLP (Soc. Resp. Limitada cotizadas)		=
REIT de EE.UU.		=

Nota: Ver las explicaciones sobre clases de activos en el Apéndice. Los cambios se basan en el cuadro de recomendaciones de clases de activos estadounidenses que se encuentra en la publicación *UBS House View Extended*, publicada el 14 diciembre de 2023.

Menos preferidos: Esperamos que esta clase de activo genere las rentabilidades ajustadas por el riesgo menos atractivas en los próximos 12 meses dentro de nuestro universo de clases de activos.

Más preferidos: Esperamos que esta clase de activo genere las rentabilidades ajustadas por el riesgo más atractivas en los próximos 12 meses dentro de nuestro universo de clases de activos.

Comité de inversiones

Descripción del Proceso de inversión global y del Comité de inversiones

El proceso de inversión de UBS está diseñado para lograr resultados replicables de alta calidad mediante la aplicación del rigor intelectual, un sólido proceso de gobierno, una clara responsabilidad y una cultura de cuestionamiento.

Basándose en los análisis y valoraciones realizados y examinados a lo largo del proceso de inversión, el Chief Investment Officer (CIO) formula el UBS Wealth Management Investment House View en el Comité Global de Inversiones (CGI). Experimentados profesionales de la inversión de todo UBS, cuya labor se complementa con la de expertos externos seleccionados, debaten y cuestionan rigurosamente la estrategia de inversión para garantizar uniformidad y control del riesgo.

Composición del Comité Global de Inversiones

El CGI reúne conocimientos de mercado e inversión de nivel superior de todas las divisiones de UBS:

- Mark Haefele (Presidente)
- Solita Marcelli
- Paul Donovan
- Tan Min Lan
- Themis Themistocleous
- Bruno Marxer (*)
- Adrian Zuercher
- Mark Andersen

Descripción del Comité de Estrategia de Inversión de Estados Unidos

Reconocemos que una visión interna obtenida a nivel global alcanza su eficacia máxima cuando se complementa con la perspectiva y la aplicación locales. Por ello, UBS ha formado un Comité de Asignación de Activos de Wealth Management Americas.

Comité de Estrategia de Inversión de Estados Unidos:

- Solita Marcelli
- Jason Draho (presidente)
- Leslie Falconio
- David Lefkowitz
- Brian Rose
- Daniel Scansaroli

(*) Áreas de negocio distintas de Chief Investment Office Americas, Global Wealth Management

Declaración preventiva con respecto a las declaraciones anticipadas

Este informe contiene declaraciones que constituyen "declaraciones anticipadas", incluidas, entre otras, declaraciones relacionadas con el estado actual y esperado del Mercado de títulos y supuestos del mercado de capitales. Si bien estas declaraciones representan nuestros juicios y expectativas futuras sobre los temas discutidos en este documento, un número de riesgos, incertidumbres, cambios en el mercado y otros factores importantes podrían provocar que los desarrollos y los resultados reales difieran significativamente de nuestras expectativas. Estos factores incluyen, entre otros: (1) la magnitud y la naturaleza de los desarrollos futuros en el mercado de EUA y en otros segmentos del mercado; (2) acontecimientos macroeconómicos y de otros mercados, incluidos movimientos en los mercados de valores locales e internacionales, diferenciales de crédito, tasas de cambio de divisas y tasas de interés, sean o no derivados directos o indirectos de la crisis del mercado actual; (3) el impacto de estos acontecimientos en otros mercados y clases de activos. UBS no tiene ninguna obligación (y renuncia expresamente a cualquier obligación) de actualizar o alterar sus declaraciones anticipadas como resultado de nueva información o eventos futuros o de otro tipo.

Explicaciones sobre las clases de activos

Nuestras preferencias (recomendaciones) representan la asignación de activos a largo plazo que consideramos adecuada para un inversionista particular y fueron formuladas y aprobadas por el Comité de Estrategia de Inversión de Estados Unidos. Nuestras preferencias se presentan para exclusivamente para fines ilustrativos y diferirán entre inversores en función de sus circunstancias, tolerancia al riesgo, objetivos de rentabilidad y horizonte temporal individuales. Por tanto, nuestras preferencias en esta publicación podrían no ser adecuadas para todos los inversores u objetivos de inversión y no deben utilizarse como la única base para la toma de ninguna decisión de inversión. Los requisitos de patrimonio neto mínimo podrían aplicarse a asignaciones a activos no tradicionales. Como siempre, consulte con su asesor financiero de UBS para ver cómo deben aplicarse o modificarse estas preferencias en función de su perfil y objetivos de inversión particulares.

Nuestras preferencias no garantizan beneficios ni previene las pérdidas de una cartera o cuentas de inversión en un mercado a la baja.

Declaración del riesgo

Acciones: los retornos del mercado de acciones son difíciles de predecir debido a las fluctuaciones en la economía, la psicología de los inversionistas, las condiciones geopolíticas y otras variables importantes.

Renta fija: los retornos del mercado de bonos son difíciles de predecir debido a las fluctuaciones en la economía, la psicología de los inversionistas, las condiciones geopolíticas y otras variables importantes. Los bonos corporativos están sujetos a una serie de riesgos, incluidos el riesgo de crédito, el de la tasa de interés, el de liquidez y el de eventos. Si bien las tasas de suspensión de pagos históricas son bajas en bonos corporativos con grado de inversión, los cambios adversos percibidos en la calidad crediticia de un emisor pueden afectar negativamente el valor de mercado de títulos. A medida que las tasas de interés aumentan, el valor de un título de cupón fijo probablemente disminuirá. Los bonos están sujetos a fluctuaciones en el valor de mercado, dados los cambios en el nivel de las tasas de interés libres de riesgo. No todos los bonos pueden venderse fácil o rápidamente en el mercado abierto. Los posibles inversionistas deben consultar a sus asesores fiscales sobre las consecuencias de impuestos federales, estatales, locales y fuera de EUA de poseer los valores a los que se hace referencia en este informe.

Títulos preferentes: los posibles inversionistas deben consultar a sus asesores fiscales sobre las consecuencias de impuestos federales, estatales, locales y fuera de EUA de poseer acciones preferentes. Las acciones preferentes están sujetas a fluctuaciones en el valor de mercado, dados los cambios en el nivel de las tasas de interés. Por ejemplo, si las tasas de interés aumentan, podría disminuir el valor de estos títulos. Si las acciones preferentes se venden antes de su vencimiento, el precio y el rendimiento pueden variar. Los cambios adversos en la calidad crediticia del emisor pueden afectar negativamente el valor de mercado de los títulos. La mayoría de los títulos preferentes pueden ser amortizados a valor nominal después de cinco años. Si esto ocurre, es posible que los tenedores de los títulos se enfrenten con la decisión de volver a invertir a menores tasas en el futuro. Las acciones preferentes también están sujetas a otros riesgos, incluidas la falta de liquidez y algunas disposiciones especiales de liquidación.

Bonos municipales: aunque las tasas de incumplimiento históricas son muy bajas, todos los bonos municipales tienen riesgo crediticio, con el grado de riesgo que sigue en gran parte el sector particular de los bonos. Además, todos los bonos municipales tienen riesgo de valoración, rentabilidad y liquidez. La valoración tiende a seguir los factores internos y externos, que incluyen el nivel de las tasas de interés, las calificaciones de los bonos, los factores de suministro y los informes de los medios de comunicación. Esto puede ser difícil o imposible de proyectar con precisión. Además, la mayoría de los bonos municipales son accesibles o están sujetos a una amortización antes de lo esperado, lo que puede reducir la rentabilidad total del inversionista. Debido al gran número de emisores municipales y estructuras de crédito, no todos los bonos pueden venderse fácil o rápidamente en el mercado abierto.

Apéndice

Inversiones en mercados emergentes

Los inversionistas deben estar al tanto de que los activos de los mercados emergentes están sujetos, entre otros factores, a posibles riesgos vinculados con la volatilidad de divisas, cambios abruptos en el costo de capital y el panorama del crecimiento económico, así como a riesgos normativos y socio-políticos, riesgos de tasas de interés y riesgos de mayores créditos. En ocasiones, los activos pueden ser muy poco líquidos, y las condiciones de liquidez pueden empeorar abruptamente. CIO Americas, WM suele recomendar solo los títulos que cree que se han registrado conforme a las normas de registro federal de EUA (Artículo 12 de la Ley de Mercado de Acciones de 1934) y las normas de registro estatales individuales (comúnmente conocidas como leyes de protección a los inversionistas, o "Blue Sky"). Los posibles inversionistas deben tener conocimiento de que, en la medida de que así lo permita la legislación estadounidense, CIO Americas, WM puede ocasionalmente recomendar bonos que no están registrados conforme a las leyes de títulos estatales o federales de EUA. Estos bonos pueden ser emitidos en jurisdicciones donde el nivel de declaraciones que los emisores están obligados a realizar no es ni tan frecuente ni tan completo como lo exige la legislación estadounidense.

Para obtener más información general sobre los mercados emergentes, consulte CIO Americas, WM Education Notes: "Investing in Emerging Markets (Part 1): Equities", 27 de agosto de 2007; "Emerging Market Bonds: Understanding Emerging Market Bonds", 12 de agosto de 2009 y "Emerging Markets Bonds: Understanding Sovereign Risk", 17 de diciembre de 2009.

Se aconseja a los inversionistas interesados en retener bonos durante un mayor período que seleccionen los bonos de los soberanos con las mayores calificaciones de crédito (en la banda con grado de inversión). Este enfoque debería disminuir el riesgo de que un inversionista termine reteniendo bonos de un soberano que esté en incumplimiento. Los bonos de grado especulativo se recomiendan únicamente para los clientes con una mayor tolerancia a riesgos y que buscan retener bonos de mayor rendimiento solo durante períodos cortos.

Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen fondos de cobertura, capital privado, bienes raíces y futuros administrados (en su conjunto, inversiones alternativas). Los intereses de los fondos de inversiones alternativas se venden solo a inversionistas calificados, y solo si se presentan documentos que incluyan información sobre los riesgos, el rendimiento y los gastos de fondos de inversiones alternativas, y que se urge a los clientes que lean detenidamente antes de suscribir y retener. Una inversión en un fondo de inversiones alternativas es especulativa e implica importantes riesgos. Específicamente, estas inversiones: (1) no son fondos mutuos y no están sujetas a los mismos requisitos normativos que los fondos mutuos; (2) pueden tener un rendimiento volátil, y es posible que los inversionistas pierdan toda su inversión o una parte importante de esta; (3) pueden participar en prácticas de apalancamiento y otras prácticas de inversión especulativa que pueden aumentar el riesgo de pérdida de la inversión; (4) son inversiones a largo plazo sin liquidez; generalmente, no existe un mercado secundario para los intereses de un fondo, y no se espera que se desarrolle uno; (5) los intereses de los fondos de inversiones alternativas suelen no tener liquidez y estar sujetos a restricciones sobre su transferencia; (6) pueden no estar obligadas a suministrar información periódica sobre su precio o evaluación a los inversionistas; (7) suelen implicar estrategias impositivas complejas y pueden haber demoras en la distribución de la información impositiva a los inversionistas; (8) están sujetas a altos honorarios, incluidos honorarios de gestión y otros honorarios y gastos, lo que disminuirá las utilidades.

Los intereses de los fondos de inversiones alternativas no son depósitos ni obligaciones de ningún banco ni otra entidad depositaria asegurada, así como tampoco están garantizados ni respaldados por ningún banco ni otra entidad depositaria asegurada, ni cuentan con un seguro federal de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos, el Consejo de Administración de la Reserva Federal ni ninguna otra agencia gubernamental. Los posibles inversionistas deben comprender estos riesgos y tener la capacidad financiera y la disposición para aceptarlos durante un período extenso antes de invertir en un fondo de inversiones alternativas, y deben considerar un fondo de inversiones alternativas como un complemento de un programa general de inversiones.

Además de los riesgos que se aplican a las inversiones alternativas en general, a continuación se especifican riesgos adicionales relacionados con una inversión en las siguientes estrategias:

Riesgo de Fondos de Cobertura: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en fondos de cobertura, que pueden incluir riesgos asociados con la inversión en ventas al descubierto, opciones, acciones de pequeña capitalización, "bonos basura", derivados, títulos depreciados, títulos no estadounidenses e inversiones sin liquidez.

Futuros administrados: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en programas de futuros administrados. Por ejemplo, no todos los gestores se enfocan en todas las estrategias en todo momento, y las estrategias de futuros administrados pueden tener factores de dirección sustanciales.

Bienes raíces: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en productos de bienes raíces y fideicomisos de inversión en bienes raíces. Implican riesgos asociados con deuda, cambios adversos en las condiciones económicas generales o del mercado local, cambios en la normativa o la legislación gubernamental, impositiva, de bienes raíces o urbanística, riesgos asociados con peticiones de aporte de capital y, para algunos productos de bienes raíces, riesgos asociados con la capacidad de calificar para un tratamiento favorable conforme a la legislación impositiva federal.

Capital privado: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en capital privado. Las peticiones de aporte de capital pueden realizarse con poca anticipación y su incumplimiento puede provocar importantes consecuencias negativas, incluida, entre otras, la pérdida total de la inversión.

Cambio de divisas/riesgo cambiario: los inversionistas en títulos de emisores ubicados fuera de los Estados Unidos deben estar al tanto de que, incluso para títulos con denominación en dólares estadounidenses, los cambios en el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la divisa "local" del emisor pueden tener efectos inesperados en el valor de mercado y la liquidez de dichos títulos. Estos títulos también pueden verse afectados por otros riesgos (por ejemplo, cambios políticos, económicos o normativos) que el inversionista estadounidense pueda desconocer.

Las opiniones sobre inversiones de UBS Chief Investment Office (“CIO”) son elaboradas y publicadas por el negocio Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por FINMA en Suiza) o sus filiales (“UBS”), que forman parte de UBS Group AG (el «Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye a Credit Suisse AG, sus subsidiarias, sucursales y filiales. Al final de este apartado figura una cláusula de exención de responsabilidad adicional relativa a la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse.

Las opiniones de inversión se han preparado de conformidad con requisitos legales diseñados para promover **la independencia del análisis de inversión**.

Análisis de inversión genérico – Información sobre riesgos:

Esta publicación tiene un fin exclusivamente informativo y no tiene por finalidad constituir una oferta o promocionar ofertas para comprar o vender ningún producto de inversión o cualquier otro producto específico. El análisis que este documento contiene no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de ningún destinatario específico. Se basa en numerosos supuestos. Los distintos supuestos pueden derivar en resultados sustancialmente diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de manera irrestricta, y/o pueden no ser elegibles para venderse a todos los inversores. Toda la información y las opiniones expresadas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas confiables y de buena fe, pero no se formula ninguna manifestación o garantía, sea expresa o implícita, respecto de su exactitud o integralidad (con excepción de la información importante relativa a UBS). Toda la información y las opiniones, así como los pronósticos, estimaciones y precios de mercado indicados están vigentes a la fecha de este informe, y están sujetos a modificaciones sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir o contradecir aquellas expresadas por otras divisiones o áreas de negocio de UBS, como resultado del uso de supuestos y/o criterios diferentes.

En ninguna circunstancia se podrá utilizar el presente documento ni ninguna información (incluyendo previsiones, valores, índices u otro importe calculado («Valores»)) con ninguno de los siguientes fines: (i) valoración o contabilidad; (ii) para determinar los importes vencidos o pagaderos, el precio o valor de un instrumento o contrato financiero; o (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, lo que incluye, entre otras cosas, el seguimiento de la rentabilidad o el rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cómputo de las comisiones de rentabilidad. Al recibir este documento y la información, se considerará que usted manifiesta y garantiza a UBS que no utilizará este documento ni ninguna otra parte de la Información para ninguno de los propósitos mencionados más arriba. UBS y sus consejeros o empleados pueden tener derecho en cualquier momento a tomar posiciones largas o cortas en los instrumentos de inversión a los que aquí se hace referencia, a realizar operaciones con los instrumentos de inversión pertinentes en calidad de principal o agente, o a prestar cualquier otro servicio o tener contratados a directivos que actúen en calidad de consejeros del emisor o por cuenta de este, del propio instrumento de inversión o de cualquier empresa que mantenga vínculos comerciales o financieros con dichos emisores o por cuenta de esta. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las relativas a la compra, venta o tenencia de títulos) adoptadas por UBS y sus empleados pueden diferir o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de análisis de UBS. Algunas inversiones pueden no ser realizables de forma inmediata, dado que el mercado de dichos valores puede carecer de liquidez y, por tanto, la valoración de la inversión y la identificación del riesgo al que usted está expuesto pueden ser difíciles de cuantificar. UBS utiliza barreras a la información para controlar el flujo de información en una o más áreas dentro de UBS, en otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación con futuros y opciones no es adecuada para todos los inversores y existe un riesgo sustancial de pérdida, y algunas pérdidas pueden superar la inversión inicial. Las rentabilidades pasadas de una inversión no suponen una referencia de rentabilidades futuras. Se facilitará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a caídas importantes y repentinas en su valor y, al hacer efectivas dichas inversiones, es posible que reciba menos de lo que invirtió o que tenga que pagar más. Las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un efecto negativo en el precio, el valor o el rendimiento de una inversión. El(los) analista(s) responsable(s) de la elaboración de este informe puede(n) interactuar con el personal de la mesa de operaciones, de ventas y de otros servicios a fin de recopilar, sintetizar e interpretar la información de mercado.

Diferentes áreas, grupos y personal dentro del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir productos de análisis **independientes entre sí**. Por ejemplo, las publicaciones de análisis de **CIO** las elabora UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** lo elabora UBS Investment Bank. **Las metodologías de análisis y los sistemas de calificación de cada organización de análisis pueden diferir**, por ejemplo, en términos de recomendaciones de inversión, horizonte de inversión, hipótesis de modelos y métodos de valoración. En consecuencia, a excepción de ciertas previsiones económicas (en cuya elaboración UBS CIO y UBS Global Research podrían colaborar), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones facilitadas por cada una de las organizaciones de análisis pueden ser diferentes o desiguales. Usted deberá consultar cada producto de análisis correspondiente para informarse de su metodología y sistema de calificaciones. No todos los clientes podrían tener acceso a todos los productos de cada organización. Cada producto de análisis se rige por las políticas y procedimientos de la organización que lo elabora.

La compensación del/de los analista(s) que elaboró/elaboraron este informe viene determinada en exclusiva por la gestión de análisis y por la alta dirección (que no incluye a la banca de inversión). La compensación de los analistas no se basa en los ingresos por banca de inversión, ventas y negociación o negociación principal; sin embargo, la compensación podría estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en su conjunto, del cual forman parte las áreas de banca de inversión, ventas y negociación y negociación principal.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias personales y puede cambiar en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no realiza declaraciones en relación con el tratamiento fiscal de los activos o la rentabilidad de la inversión, ya sea con carácter general o en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. Por razones de necesidad, no podemos tener en

cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades específicas de nuestros clientes particulares, y le recomendamos que busque asesoramiento financiero y/o tributario con respecto a las consecuencias (incluidas las tributarias) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en el presente.

Este material no puede reproducirse, ni pueden distribuirse copias sin la autorización previa de UBS. A menos que se acuerde por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros por cualquier motivo. El presente informe solo puede ser distribuido en las circunstancias permitidas por la ley aplicable. Si desea obtener información sobre cómo CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y ofertas de publicación, así como de sus metodologías de análisis y calificaciones, visite www.ubs.com/research-methodology. Usted puede solicitarle a su asesor de clientes cualquier información adicional sobre los autores de esta publicación y de otra(s) publicación(es) de CIO a la(s) cual(es) este informe hace referencia, así como copias de cualquier informe anterior sobre este tema.

Información importante sobre Estrategias de Inversión Sostenible: Las estrategias de inversión sostenible tienen como objetivo considerar e integrar el análisis de los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en el proceso de inversión y la construcción de las carteras. Las estrategias en los diferentes mercados geográficos ejecutan el análisis ESG e incorporan los hallazgos de diferentes maneras. La incorporación de factores ESG a las consideraciones de Inversión sostenible puede inhibir la capacidad de UBS de participar en o asesorar sobre ciertas oportunidades de inversión que de otro modo serían congruentes con los objetivos de inversión del Cliente. Las rentabilidades de una cartera que incorpora factores ESG o consideraciones de Inversión sostenible pueden ser más altas o más bajas que las de carteras respecto a las que UBS no tiene en cuenta los factores ESG, las exclusiones u otros problemas de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para tales carteras pueden ser diferentes.

Gestores de activos externos y consultores financieros externos: en caso de que esta investigación o publicación se haga llegar a gestores externos de activos o a consultores financieros externos, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos distribuya este material a sus clientes o a terceros.

EE.UU.: Distribuido a personas estadounidenses solamente por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, subsidiarias de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. admite la responsabilidad por el contenido de todo informe confeccionado por una filial no estadounidense cuando distribuye informes a personas estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por una persona estadounidense con los títulos-valores mencionados en el presente informe deben ser realizadas a través de un corredor-agente registrado en los EE.UU. y filial de UBS, y no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por ninguna autoridad de títulos-valores o inversiones en los Estados Unidos o en otro lugar. UBS Financial Services Inc. no actúa en carácter de asesor municipal de ninguna entidad municipal o persona obligada según la definición del Artículo 15B de la Ley de Títulos-valores (la "Norma de Asesores Municipales"), y las opiniones o visiones vertidas en el presente no tienen por fin, ni constituyen, un asesoramiento según la definición de la citada norma.**

Para obtener información sobre el país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o pida a su asesor financiero completa información sobre el riesgo.

Cláusula de exención de responsabilidad adicional relativa a la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse

Recibe este documento en calidad de cliente de la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse. Sus datos personales se tratarán de conformidad con lo dispuesto en la declaración de privacidad de Credit Suisse, a la que puede acceder desde su domicilio a través del sitio web oficial de Credit Suisse: <https://www.credit-suisse.com>. Para ofrecerle los materiales comerciales relacionados con sus productos y servicios, UBS Group AG y sus subsidiarias pueden tratar sus datos personales básicos (p.ej., datos de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) hasta que nos informe de que ya no desea recibirlos. Puede optar por no recibir estos materiales en cualquier momento informando a su director de relaciones.

Excepto como se especifique de otro modo en el presente y/o dependiendo de la entidad local de Credit Suisse de la que usted esté recibiendo este informe, este informe lo distribuye Credit Suisse AG, autorizada y regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA). Credit Suisse AG es una empresa del Grupo UBS.

Versión D/2023. CIO82652744

© UBS 2024. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.