

UBS House View

Monthly Letter | 9 de noviembre de 2023 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Traducción: 13 de noviembre de 2023

Generar beneficios a través de la calidad

Prevedemos que las empresas con atributos de «calidad» estarán en buenas condiciones para generar beneficios en un contexto de crecimiento económico más débil.

Oportunidad en el sector tecnológico

Los fundamentales corporativos están mejorando para el sector tecnológico estadounidense y creemos que la IA es un catalizador contundente del crecimiento a largo plazo.

Rendimientos más bajos por delante

Prevedemos que los bonos repuntarán en 2024 y que los rendimientos más bajos favorecerán a las acciones.

Asignación de activos

La renta fija continúa siendo nuestra clase de activos preferida. Entre las acciones, elevamos a neutral el mercado estadounidense y el sector de TI de EE.UU. a más preferido.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

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



Nuestras opiniones, en vivo con preguntas y respuestas

El próximo livestream mensual global de CIO tendrá lugar el 21 de noviembre. [Unirse aquí.](#)

Las acciones en el próximo año

La semana que viene publicaremos nuestras previsiones *Year Ahead 2024*, donde presentamos nuestra visión sobre las economías y clases de activos, y respondemos a algunos de los interrogantes clave que enfrentarán los inversores el próximo año. En esta carta, anticipamos someramente algunos aspectos clave de esa visión y analizamos las acciones en profundidad, en particular los cambios en nuestro posicionamiento en esa clase de activo.

Los índices bursátiles mundiales han tenido una evolución volátil durante 2023. Los principales índices repuntaron en el primer semestre del año, impulsados por algunas acciones tecnológicas de gran capitalización, pero cedieron parte de esas ganancias en el segundo semestre, producto de una combinación de temores por las tasas de interés altas y la desaceleración de la economía.

De cara al año próximo, esto nos plantea tres grandes interrogantes:

- ¿Cómo deben adaptar los inversores sus carteras de acciones en vista de la ralentización del crecimiento económico?
- ¿Cuáles son las perspectivas para el sector tecnológico y cómo deberían posicionarse los inversores?
- ¿Qué efecto tendrán los movimientos del mercado de bonos sobre las acciones?

En primer lugar, aunque prevedemos que el crecimiento económico más lento hará mella en el crecimiento de los beneficios en las empresas de corte cíclico, creemos que las empresas de calidad —aquellas con un alto rendimiento del capital invertido, balances sólidos y flujos de ingresos confiables— registrarán de todos modos un aumento de sus beneficios, aunque en una coyuntura operativa más difícil. La historia indica que las acciones de calidad tienden a generar rentabilidades relativas superiores en entornos de desaceleración de la actividad económica, cuando la economía se encuentra en una fase de «fin de ciclo».

En segundo lugar, nos inclinamos por el sector de tecnología de la información de EE.UU. y elevamos el sector de neutral a la categoría de más preferido. Esto obedece, en parte, a nuestro sesgo por las acciones de calidad; muchas de las empresas con rentabilidades más altas y balances más sólidos se encuentran dentro del sector de TI. Pero

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.



también tiene en cuenta las señales del último período de presentación de resultados, que dejaron entrever una recuperación de la demanda de teléfonos inteligentes y PC. Por otra parte, el sector también ofrece exposición a una de las oportunidades de inversión a largo plazo más atractivas actualmente: la inteligencia artificial (IA). Simultáneamente, entre nuestras preferencias regionales elevamos a EE.UU. de la categoría de menos preferido a neutral.

En tercer lugar, nuestro escenario de base prevé un repunte adicional de los bonos en el próximo año. En nuestra opinión, los rendimientos más bajos de los bonos deberían favorecer a las acciones, siempre que no coincidan con una desaceleración particularmente marcada del crecimiento económico.

La renta fija sigue siendo la clase de activo más preferida pues ofrece una combinación de rendimientos atractivos y potencial de revalorización del capital en caso de que desciendan las expectativas de tasas de interés. No obstante, también identificamos potencial alcista en índices de renta variable, respaldados por el crecimiento de los beneficios de empresas de calidad. En líneas generales, creemos que 2024 probablemente será un buen año para los inversores que inviertan en carteras equilibradas, con rentabilidades futuras positivas en acciones, bonos e inversiones alternativas.

El ritmo del crecimiento económico mundial probablemente disminuya en 2024.

Generar beneficios a través de la calidad

Para 2024 prevemos una desaceleración del crecimiento de la economía mundial. Cabe esperar una disminución de la propensión de los consumidores estadounidenses a gastar producto de las altas tasas de interés, la eliminación de los subsidios para el cuidado de niños, la reducción de beneficiarios de Medicaid y la reanudación de los pagos de préstamos para estudiantes. El crecimiento en Europa posiblemente siga siendo débil en un contexto caracterizado por la disminución de los préstamos bancarios. Por otro lado, es posible que el crecimiento de China se afiance en una «nueva normalidad», entre el 4% y el 5%.

Por tal motivo, los inversores tendrán que ser más perspicaces a la hora de seleccionar acciones. En 2024, algunas empresas afrontarán una difícil combinación de presiones bajistas sobre los ingresos y costes de financiación más altos. Pero creemos que las empresas con alto rendimiento del capital invertido (ROIC), una trayectoria de crecimiento estable de los beneficios y bajo apalancamiento financiero estarían mejor posicionadas para generar rentabilidades.

La historia indica que las acciones de calidad han generado rentabilidades relativas superiores durante períodos de bajo crecimiento económico.

Históricamente, a las empresas con estos atributos de «calidad» les ha ido mejor que al mercado de renta variable en general durante períodos en los que el crecimiento se desaceleró pero se mantuvo positivo, tal como prevemos que suceda en 2024. Por ejemplo, desde 2012 el índice de Calidad MSCI ACWI superó en rentabilidad al MSCI All Country World en un punto porcentual en períodos de seis meses cuando existieron condiciones de crecimiento semejantes (como las descritas en la encuesta GDPNow del Banco de la Reserva Federal de Atlanta). Las acciones de calidad también tienden a generar rentabilidades relativas superiores en períodos de contracción económica, lo cual debería de proteger a las carteras en caso de que la economía se desacelerase más de lo que prevemos.

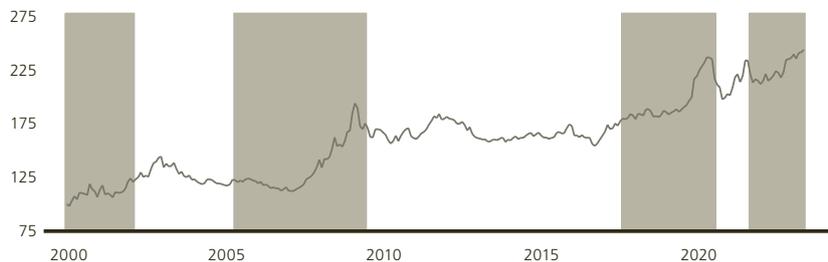
Otro dato que demuestra esta afirmación es que, desde el año 2000, en los períodos en que el diferencial entre los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 2 y 10 años fue inferior a los 75 puntos básicos, o en que la economía estadounidense estuvo en recesión, las empresas en el tercio superior del índice Russell 1000— medidas según el rendimiento del capital invertido— superaron en rentabilidad a las del tercio inferior (Gráfico 1).

Las acciones de calidad a menudo se negocian con una prima con respecto al mercado de renta variable en general, y esto también sucede hoy. Pero, en términos generales, creemos que vale la pena pagar por acciones de calidad en el contexto actual.

Figura 1

En el entorno actual, concentrarse en acciones de alta calidad

Evolución del ROIC alto (tercio superior del Russell 1000) con respecto al ROIC bajo (tercio inferior), neutral respecto a los sectores



Nota: Las áreas sombreadas representan los períodos en los cuales el rendimiento de los títulos del Tesoro de EE.UU. a 10 años menos el rendimiento de sus homólogos a 2 años es inferior a 75 puntos básicos o la economía está en recesión. ROIC = rendimiento del capital invertido

Elevamos el sector de TI de EE.UU. a la categoría de más preferida.

Oportunidad en el sector tecnológico

Un sector en el que los inversores pueden encontrar empresas de calidad en relativa abundancia es el de tecnología, y este mes elevamos el sector de TI de EE.UU. de la categoría neutral a más preferida.

De los 11 sectores de renta variable estadounidense, el tecnológico ofrece el rendimiento del capital invertido más elevado: un 19% en los últimos 12 meses (en comparación con apenas un 4% en los sectores de servicios públicos o inmobiliario). Además, los balances del sector tecnológico también son los más sólidos, con una relación deuda neta/EBITDA de tan solo 0,5 veces. Y en vista de que sus modelos de negocio combinan flujos de ingresos basados en suscripciones con una presencia en segmentos de alto crecimiento, creemos que las empresas tecnológicas van camino a generar un sólido crecimiento de los beneficios el año próximo.

Los beneficios del sector tecnológico estadounidense en el tercer trimestre están superando las expectativas.

Según los resultados presentados hasta el momento, los beneficios del sector tecnológico estadounidense deberían crecer un 11% en el tercer trimestre, superando así las previsiones del mercado, que esperaba un 4% antes del comienzo del período de presentación de resultados. Preveemos que en 2024 el crecimiento de los beneficios del sector se mantendrá un poco por encima de los diez puntos, lo que lo convierte en uno de los sectores con crecimiento más alto de beneficios dentro del universo de las acciones estadounidenses. El múltiplo PER (precio-beneficio por acción) previsto se redujo de 28 veces en julio a 25,5 veces en la actualidad. Aunque el sector continúa negociándose con una prima cercana al 30% respecto a su media histórica de 10 años, creemos que esto es razonable si se considera que el sector presenta ahora un perfil de ingresos más recurrentes y los inversores probablemente sigan estando atraídos hacia sectores que puedan producir un crecimiento sólido y sostenible de los beneficios en un entorno macroeconómico incierto.

Invertir en IA

En 2023, la inteligencia artificial entró en la corriente de inversión general. En particular, un pequeño grupo de valores de crecimiento de megacapitalización relacionados con la IA —apodados “los 7 magníficos”— han sido responsables de más del 80% del alza del S&P 500 este año.

Consideramos que la IA es una tecnología importante, disruptiva y potencialmente transformadora. Al igual que otros avances tecnológicos —desde el motor a vapor hasta Internet—, creemos que con el tiempo la IA creará valor en sectores adyacentes. A continuación utilizamos un marco de cuatro partes, extraído de la experiencia histórica, para ilustrar cómo será esta creación de valor dentro del ámbito de la IA. (Para leer una exposición más completa, en particular las comparaciones con avances tecnológicos anteriores, consulte la edición de *Year Ahead 2024 “Un mundo nuevo”*, que se publicará el 16 de noviembre de 2023):

- **Infraestructura y proveedores de insumos (nube)**

La informática en la nube es un insumo fundamental para la IA generativa, pues proporciona el poder informático necesario tanto para entrenar a las aplicaciones de IA generativa como para que estas puedan funcionar.

- **Fabricantes de hardware (fabricantes de chips para GPU)**

Las unidades de procesamiento gráfico (GPU, por sus siglas en inglés) son chips esenciales para entrenar las redes neuronales, una pieza clave de la IA, y las empresas líderes en este campo ya están observando un aumento de la demanda, un fuerte poder de fijación de precios y una revalorización importante del precio de las acciones.

- **Operadores y facilitadores (modelos de lenguaje de gran tamaño)** Los modelos de lenguaje de gran tamaño (LLM, por sus siglas en inglés) pueden considerarse como

unos de los «facilitadores» clave del ecosistema de IA.

Para desarrollar un LLM líder se requiere una escala significativa para aprovechar los recursos humanos, financieros y técnicos.

- **Beneficiarios de aplicaciones (generación de textos, programación, generación de imagen y vídeo)**

ChatGPT es el primer ejemplo más conocido de una aplicación de IA, pero ya se están gestando casos de uso más generalizado. Identificamos oportunidades significativas en los próximos trimestres en la integración de «copilotos» de IA en el software de productividad de oficina, en la demanda creciente del análisis de datos de IA y en la integración de la IA en imágenes, vídeos y otras aplicaciones empresariales.

A diferencia de avances tecnológicos anteriores, en donde los actores en cada uno de los cuatro sectores adyacentes solían diferenciarse al comienzo, la IA generativa es inusual para los patrones históricos, pues desde el inicio muchas de las empresas tecnológicas líderes ya están operando en varias capas de esta estructura. Merced a esa ventaja, los grandes actores podrían incluso seguir creciendo.

Creemos que los inversores que buscan exposición a IA deben adoptar una exposición amplia a toda la cadena de valor, incluida la nube, los semiconductores, el software y las empresas de Internet. Desde luego, aunque el potencial de crecimiento a largo plazo es grande, los inversores deberían prepararse para una posible volatilidad o caídas. Al igual que con otros auges tecnológicos, a un aumento inicial de la demanda puede seguirle, a menudo, un período de «digestión». Pero para los inversores a largo plazo, esos momentos podrían presentar oportunidades atractivas para incrementar la exposición a largo plazo.

Recomendamos una exposición diversificada a todos los subsectores de tecnología.

En lo que respecta al sector tecnológico mundial, nos inclinamos por una exposición diversificada a los subsectores, con preferencia por las empresas con sólidos márgenes operativos y de flujos de caja disponibles.

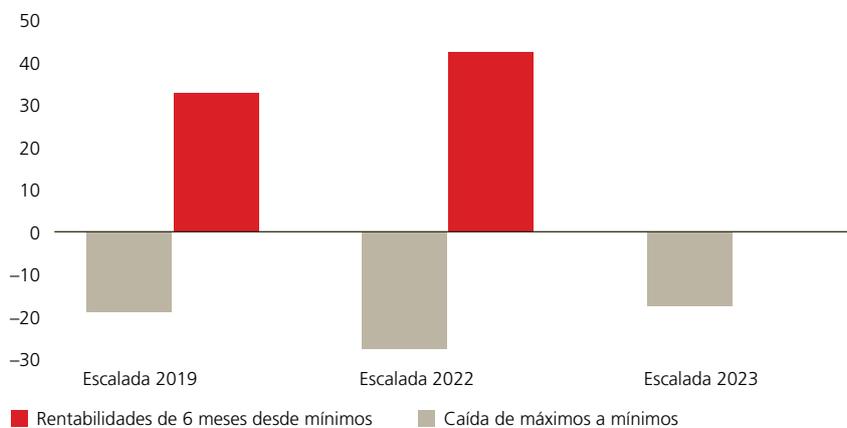
- **Software** Los resultados del tercer trimestre refuerzan nuestra visión positiva a largo plazo con respecto al sector de IA y software, que en general presentaron beneficios mejores de los esperados, gracias a un mayor poder de fijación de precios. Si bien las acciones de software no están baratas —se negocian con una prima media de entre el 15% y el 20% con respecto al sector tecnológico general—, consideramos que esa prima está justificada, dado que más dos tercios de los ingresos de software son recurrentes y las empresas, en general, tienen márgenes de beneficios más altos (cerca del 35%, el más elevado del sector de la tecnología).

- **Semiconductores** Aunque los resultados de los fabricantes de chips fueron dispares, creemos que los fundamentales han tocado mínimos. La oferta es escasa y el sector en general se beneficia de fuertes vientos de cola en los precios. Estamos cómodos con nuestra previsión de un crecimiento de los ingresos superior al 25% —basado esencialmente en los precios, con un crecimiento conservador del volumen de ventas— y del 50% para los beneficios en el sector global de semiconductores en 2024. Si bien las restricciones de EE.UU. a las exportaciones de chips a China han hecho mella en el sector, solo identificamos un impacto en los ingresos de entre un 1% y un 5% para el sector a medio plazo (2025 y posteriormente). En nuestro pronóstico de crecimiento de beneficios, el sector se negocia próximo a un múltiplo PER previsto de entre 18 y 19 veces, es decir, con un descuento importante con respecto al sector tecnológico mundial, cuyo PER es de entre 23 y 24 veces (según los cuatro sectores de tecnología que medimos utilizando los índices MSCI).
- **Internet** Nuestra posición con respecto al sector de Internet a corto plazo es más selectiva. La publicidad parece estar mejorando, pero las perspectivas siguen siendo inciertas. La rentabilidad del comercio electrónico finalmente está mostrando señales de mejora tras varios trimestres de inversiones. El sector de Internet registró una mejora inesperada de los márgenes de beneficios en el tercer trimestre, y a largo plazo prevemos un aumento gradual de la monetización de la IA.

Figura 2

Los mercados de semiconductores reaccionaron en exceso a las escaladas geopolíticas recientes

Datos de rentabilidad del Philadelphia Semiconductor Index (SOX), en %



2019 estuvo relacionado con Huawei.
 2022 fue cuando se apuntó a los chips y equipos de IA.
 2023 estuvo relacionado con los controles adicionales a las exportaciones de IA.

Fuente: Bloomberg, Factset, UBS, a noviembre de 2023

Los rendimientos más altos de los bonos han perjudicado a los mercados de renta variable en el segundo semestre.

Valoraciones y rendimientos

El impacto de los rendimientos más elevados de los bonos en los mercados de renta variable ha perjudicado tanto al sector tecnológico como al mercado en general en el segundo semestre de 2023. La evidencia empírica de un vínculo entre los rendimientos de los bonos y las valoraciones del mercado de renta variable no es inequívoca. La historia indica que si los rendimientos aumentan debido a un sólido crecimiento, la relación con las acciones tiende a ser positiva. Si los rendimientos aumentan porque la inflación es elevada, la relación tiende a ser negativa.

Sin embargo, los rendimientos más altos de los bonos efectivamente aumentan la competencia para la inversión en el mercado de renta variable y tienen un impacto teóricamente negativo en las valoraciones razonables. Para contextualizar un poco la magnitud del riesgo que presentan los rendimientos más altos, podemos usar el modelo de crecimiento de Gordon, una variante del modelo de descuentos de dividendos. Si la tasa de descuento aumentara 100 puntos básicos desde los niveles actuales (4,5%) suponiendo un crecimiento de los dividendos a largo plazo del 3%, en igualdad de condiciones, el valor razonable de las acciones sería un 15% más bajo que los niveles actuales. Para el S&P 500, esto equivaldría a un nivel de 3.725.

Pero creemos poco probable que los rendimientos sigan aumentando en 2024. Desde comienzos de noviembre, los anuncios del Departamento del Tesoro y la Reserva Federal han contribuido a la caída del rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años en unos 40 pb.

- El Tesoro decidió desacelerar el crecimiento de la emisión de bonos con vencimientos a largo plazo en respuesta al incremento de los rendimientos de los bonos de deuda pública a 10 y 30 años hasta los niveles más altos registrados desde 2007. En cambio, se inclinará más por plazos de dos a cinco años para las emisiones nuevas.
- La Reserva Federal (Fed) mantuvo las tasas de interés sin cambios en la reunión de noviembre y alimentó las esperanzas de que el ciclo de aumentos pudiera estar llegando a su fin. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) señaló que el «endurecimiento de las condiciones financieras» harían mella en la economía y confirmó los comentarios recientes de los gobernadores de la Fed de que ante el aumento de los rendimientos de la deuda pública, podría no ser tan necesario seguir subiendo las tasas.

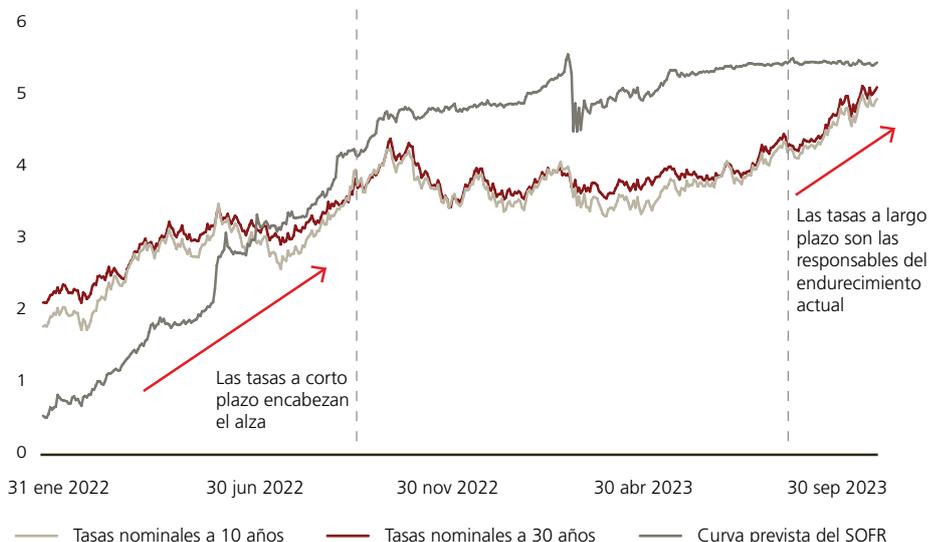
Prevedemos que los rendimientos de los bonos se reducirán en 2024.

Nuestro escenario de base prevé que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años caerá al 3,5% en diciembre de 2024 a medida que bajen las expectativas de las tasas de interés. Esto debería representar un contexto favorable para las acciones. El crecimiento económico probablemente se debilite, pero el crecimiento de los beneficios y los rendimientos más bajos deberían de favorecer a las acciones.

Figura 3

Los rendimientos a 10 años han aumentando a pesar del máximo de las tasas a corto plazo

Tasas nominales de títulos del Tesoro de EE.UU. a 10 y 30 años y curva prevista del SOFR



Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

El próximo año

El 16 de noviembre publicaremos *Year Ahead 2024*, donde explicamos por qué le pusimos por nombre «Un mundo nuevo», respondemos a interrogantes clave de cara al próximo año y al próximo decenio, exponemos nuestras ideas y escenarios más importantes, y analizamos en profundidad el sector la IA.

Mientras tanto, puede leer a continuación algunas de nuestras reflexiones actuales en materia de inversión:

Identificamos un potencial alcista moderado para las acciones el próximo año.

Opiniones sobre las clases de activos para el próximo año

Acciones. Para 2024 prevemos un repunte moderado de los índices bursátiles mundiales conforme los bancos centrales vayan recortando las tasas, los rendimientos caigan y las empresas de calidad continúen aumentando los beneficios. En nuestro escenario de base esperamos que el S&P 500 alcance los 4.700 puntos para diciembre del próximo año.

Mensajes importantes para el año próximo

Gestionar la liquidez	Creemos que los inversores han de limitar los saldos de efectivo generales y optimizar los rendimientos el año próximo. La guerra y la incertidumbre geopolítica podrían intensificar la percepción de seguridad que se atribuye al efectivo, pero prevemos que las tasas de interés bajarán en 2024, reduciendo la rentabilidad del efectivo e incrementando los riesgos de reinversión. Los inversores deben emplear una combinación de depósitos a plazo fijo, estrategias escalonadas de bonos y soluciones estructuradas para cubrir las retiradas de capital de las carteras previstas a lo largo de los siguientes cinco años.
Comprar calidad	Esperamos rentabilidades positivas generales tanto en las acciones como en 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 de 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 estar mejor posicionadas para generar beneficios en un entorno de crecimiento más débil.
Negociar dentro de rangos en divisas y materias primas	En divisas, prevemos que el USD se mantendrá estable en torno a los niveles actuales. Pero a medida que avance el año, el USD podría debilitarse al disminuir el crecimiento económico de EE.UU. respecto a otras economías. En ese caso, resulta atractiva la venta de potencial alcista del USD para incrementar la rentabilidad. En cuanto a las materias primas, los inversores que puedan esperar tienen capacidad para generar posibles rentabilidades de carry, así como protección contra riesgos geopolíticos o climáticos. En 2024, los precios del petróleo probablemente fluctúen en el rango de 90 USD - 100 USD/bbl.
Cubrir los riesgos de mercado	Invertir con un telón de fondo de guerra e incertidumbre geopolítica puede ser complicado y los inversores tienen que prepararse para la volatilidad que se avecina. Creemos que invertir en diferentes clases de activos y regiones debería ser la primera defensa de la mayoría de los inversores contra las potenciales turbulencias del mercado. Pero los inversores también pueden proteger las carteras de riesgos específicos mediante estrategias de preservación del capital, inversiones alternativas o posiciones en petróleo y oro.
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, incluidos el arbitraje de crédito y la deuda distressed.
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 provenirán de las empresas que puedan aprovechar las nuevas tecnologías para aumentar su presencia en los mercados, desplazar a las 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 el de energía y salud.
Captar crecimiento con los mercados privados (no cotizados)	El «mundo nuevo» será testigo de inversiones significativas en salud, digitalización y energía. Sin embargo, debido a los altos niveles de deuda pública, la financiación pública para la innovación probablemente sea limitada. Los gestores de mercados privados (no cotizados) tendrán un papel importante que desempeñar, debido a su capacidad para ofrecer capital mediante recursos propios o deuda a las empresas en diferentes etapas de su ciclo de vida. La clase de activo ofrece un potencial atractivo de rentabilidades y un acceso superior a la economía real, a cambio de una menor liquidez. También puede ser un vehículo eficaz para los inversores interesados en impulsar un cambio positivo a través del impacto y la sostenibilidad.

Los bonos de calidad habrán de generar buenas rentabilidades en 2024 al desacelerarse el crecimiento.

Además de elevar la categoría del sector tecnológico estadounidense, en nuestras preferencias regionales cambiamos la categoría del mercado de acciones de EE.UU. de menos recomendada a neutral. Por lo demás, nos gustan las acciones de los mercados emergentes (ME). El índice MSCI EM sigue teniendo valoraciones atractivas con un múltiplo PER previsto de 11 veces; prevemos un crecimiento de los beneficios del 16% para 2024; los rendimientos más bajos de los bonos de EE.UU. deberían de ser un factor favorable para las acciones; y somos optimistas en cuanto a China, India y el sector de semiconductores, que son algunos de los componentes más importantes del índice. A la renta variable del Reino Unido le asignamos la categoría de menos preferida, dada la evolución más débil de los beneficios en ese país en comparación con otras regiones.

Renta fija. La renta fija de calidad sigue siendo nuestra clase de activo preferida a la luz de los atractivos rendimientos que ofrecen y la posible revalorización del capital ante la caída de las expectativas de las tasas. Nos inclinamos por bonos (gubernamentales) de alta calidad y por bonos con grado de inversión, y tenemos una posición neutral respecto a la deuda de alta rentabilidad y de mercados emergentes. Nuestro escenario de base prevé que el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años descenderá al 3,5% en diciembre de 2024.

Divisas. Es probable que la moneda estadounidense se mantenga firme en los próximos meses, de la mano de datos económicos relativamente sólidos en EE.UU. Pero conforme avance 2024, el USD podría debilitarse un poco en respuesta a la desaceleración del crecimiento en EE.UU. y a una política más flexible de la Fed. Mantenemos una posición neutral respecto al USD y creemos que los inversores deberían procurar venderlo en los repuntes. El dólar australiano es nuestra moneda preferida, dado que identificamos riesgos de que el Banco de la Reserva de Australia disponga otro aumento de las tasas y prevemos que mantendrá las tasas elevadas al menos hasta el cuarto trimestre de 2024, mientras continúa combatiendo la inflación.

Materias primas. Creemos que la rentabilidad total de las materias primas en general en 2024 se situará entre el 11% y el 15%-16%. Cabe esperar una ralentización del crecimiento en las economías desarrolladas en el primer semestre del año próximo y ello hará mella en la demanda de las materias primas cíclicas. Sin embargo, los precios probablemente resulten favorecidos por la campaña de China para impulsar la actividad económica, la disciplina de la oferta de los productores de petróleo y los inventarios bajos. El petróleo es nuestra materia prima más preferida, y creemos que el crudo Brent se negociará en el rango de 90 USD - 100 USD/bbl. Consideramos que el oro seguirá siendo una cobertura valiosa de la cartera.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Previsiones globales

Economía

PIB real, interanual, en %

	2022	2023E	2024E
EE.UU.	1,9	2,4	1,1
Canadá	3,4	1,1	0,2
Japón	1,0	1,9	0,7
Zona euro	3,4	0,5	0,6
Reino Unido	4,3	0,6	0,6
Suiza	2,7	0,7	1,2
Australia	3,7	1,9	1,6
China	3,0	5,2	4,4
India	7,2	6,3	6,2
ME	4,1	4,3	3,9
Mundo*	3,4	3,1	2,6

* Sin Venezuela

Fuente: Bloomberg, UBS, a 8 de noviembre de 2023. Últimos pronósticos disponibles en la publicación *Global forecasts*, con periodicidad semanal.

Inflación (IPC promedio), interanual, en %

	2022	2023E	2024E
EE.UU.	8,0	4,2	2,7
Canadá	6,8	3,9	2,5
Japón	2,5	3,3	2,3
Zona euro	8,4	5,5	2,4
Reino Unido	9,0	7,4	2,6
Suiza	2,8	2,2	1,8
Australia	6,6	5,7	3,6
China	2,0	0,4	1,2
India	6,7	5,5	4,8
ME	9,5	7,6	8,7
Mundo*	8,4	6,3	6,0

Clases de activos

	Contado	Jun-24	Dic-24
Acciones			
S&P 500	4.383	4.500	4.700
Eurostoxx 50	4.178	4.600	4.700
FTSE 100	7.402	7.860	8.160
SMI	10.595	11.300	11.640
MSCI Asia ex-Japan	606	665	685
MSCI China	58	65	67
Topix	2.306	2.485	2.555
MSCI EM	958	1050	1080
MSCI AC World	805	845	890
Divisas			
EURUSD	1,07	1,10	1,12
GBPUSD	1,23	1,25	1,27
USDCHF	0,90	0,88	0,87
USDCAD	1,38	1,34	1,32
AUDUSD	0,64	0,69	0,72
EURCHF	0,96	0,97	0,97
NZDUSD	0,59	0,61	0,62
USDJPY	151	143	140
USDCNY	7,28	7,20	7,00

	Contado	Jun-24	Dic-24
Rendimientos a 2 años, en %			
Bonos del gobierno de EE.UU. a 2 años USD	4,93	3,75	3,25
Bonos del gobierno alemán a 2 años EUR	2,99	2,50	2,00
Bonos del gobierno británico a 2 años GBP	4,60	4,00	3,50
Bonos del gobierno suizo a 2 años CHF	1,28	0,75	0,70
Bonos del gobierno japonés a 2 años JPY	0,12	0,20	0,25
Rendimientos a 10 años, en %			
Bonos del gobierno de EE.UU. a 10 años USD	4,49	3,75	3,50
Bonos del gobierno alemán a 10 años EUR	2,62	2,25	2,25
Bonos del gobierno británico a 10 años GBP	4,24	3,75	3,50
Bonos del gobierno suizo a 10 años CHF	1,06	0,90	0,90
Bonos del gobierno japonés a 10 años JPY	0,85	1,00	0,80
Materias primas			
Brent (USD/bbl)	80	95	95
WTI (USD/bbl)	75	91	91
Oro (USD/onza)	1.958	1.950	2.150

Fuente: Bloomberg, UBS, a 8 de noviembre de 2023. Últimos pronósticos disponibles en la publicación *Global forecasts*, con periodicidad semanal.

Aviso legal

Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen hedge funds, private equity, activos inmobiliarios y futuros gestionados (colectivamente, inversiones alternativas). Las participaciones de fondos de inversiones alternativas se venden solo a inversores cualificados y únicamente por medio de documentos de oferta que incluyen información sobre los riesgos, el rendimiento y los gastos de los fondos de inversiones alternativas, instando a los clientes a que lean dichos documentos detenidamente antes de proceder a la suscripción y conservación de los fondos. Las inversiones en fondos de inversiones alternativas son especulativas e implican riesgos considerables. En concreto, estas inversiones (1) no son fondos de inversión colectiva y no están sujetas a los mismos requisitos normativos que los fondos de inversión colectiva; (2) su rendimiento puede ser volátil y los inversores pueden perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión; (3) pueden participar en apalancamientos y otras prácticas de inversión especulativa que pueden incrementar el riesgo de perder la inversión; (4) son inversiones ilíquidas a largo plazo, generalmente no existe un mercado secundario para las participaciones de un fondo y no se espera que surja ninguna; (5) las participaciones de los fondos de inversión alternativa suelen ser participaciones ilíquidas y su transferencia está sujeta a restricciones; (6) puede que no exista el requisito de proporcionar periódicamente información sobre precios o valoración a los inversores; (7) generalmente implican estrategias fiscales complejas y puede haber retrasos en la distribución de información fiscal a los inversores; (8) están sujetas a altas comisiones, incluyendo las comisiones de gestión junto a otros gastos y comisiones que mermarán los beneficios.

Las participaciones en los fondos de inversiones alternativas no son depósitos ni obligaciones de ningún banco u otra institución depositaria asegurada, ni cuentan con su garantía o aval; del mismo modo, tampoco están asegurados a nivel federal por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la Reserva Federal ni por ningún otro organismo gubernamental. Los posibles inversores deberían comprender estos riesgos antes de invertir en un fondo de inversiones alternativas y deberían contar con capacidad financiera suficiente para aceptarlos, así como la disposición de hacerlo durante un periodo de tiempo prolongado; asimismo, deberían considerar el fondo de inversiones alternativas como un complemento a un programa de inversión general.

Además de los riesgos generales aplicables a las inversiones alternativas, existen los siguientes riesgos adicionales propios de las inversiones en estas estrategias:

- **Riesgos de hedge funds:** existen riesgos específicamente asociados a la inversión en hedge funds que pueden incluir riesgos relacionados con la inversión en ventas a corto, opciones, títulos de pequeña capitalización, «bonos basura», derivados, valores de empresas en dificultades, valores no estadounidenses e inversiones de escasa liquidez.
- **Futuros gestionados:** existen riesgos específicamente asociados a la inversión en programas de futuros gestionados. Por ejemplo, no todos los gestores se centran en todas las estrategias en todo momento y las estrategias de futuros gestionados pueden tener elementos direccionales importantes.
- **Activos inmobiliarios:** existen riesgos específicamente asociados a la inversión en productos inmobiliarios y en fondos de inversión inmobiliaria. Entre ellos se incluyen los relacionados con la deuda, cambios adversos en las condiciones económicas generales o del mercado local, cambios en leyes o normativas gubernamentales, fiscales, inmobiliarias o de urbanismo, riesgos asociados con requerimientos de capital y, para algunos productos inmobiliarios, los riesgos relacionados con la posibilidad de tener derecho a un tratamiento ventajoso conforme a la legislación tributaria federal.
- **Private equity:** existen riesgos específicamente asociados a la inversión en private equity. Pueden solicitarse aportaciones de capital con poca antelación y el hecho de no responder a dichos requerimientos puede tener consecuencias negativas importantes, incluyendo, entre otras, la pérdida total de la inversión.
- **Riesgo cambiario/de divisas:** los inversores en valores de emisores situados fuera de Estados Unidos deben tener en cuenta que, incluso en el caso de los valores denominados en dólares estadounidenses, las variaciones del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la moneda «nacional» del emisor pueden tener efectos inesperados en el valor de mercado y la liquidez de esos valores. Estos valores también podrían verse afectados por otros riesgos (tales como cambios políticos, económicos o normativos) que un inversor estadounidense podría no conocer con facilidad.

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 2023. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.