

# Invertir en mercados emergentes

Ímpetu sólido

24 de enero de 2024 – 5:00 p. m. GMT  
Oficina Principal de Inversiones GWM  
Análisis de inversión



**UBS**

# Contenido

- 3 Editorial**  
Envío desde Davos
- 5 Perspectivas globales de inversión**
- 6 Enfoque**  
Medio Oriente: Crece el riesgo de escalada pese a los esfuerzos por rebajar la tensión
- 7 Economía**  
Perspectivas para Brasil 2024: tipos más bajos y menor crecimiento
- 8 Renta variable**  
El giro de la Fed favorece a los mercados emergentes
- 9 Estrategia de bonos en USD**  
2024 aún promete rendimientos sólidos, a pesar del repunte de fin de año
- 10 Divisas**  
Cómo pensar en el carry en divisas de mercados emergentes
- 11 Instantánea de activos de mercados emergentes**
- 13 Publicaciones de mercados emergentes**

## **Invertir en mercados emergentes**

Este informe ha sido elaborado por UBS AG Singapore Branch, UBS AG London Branch, UBS Financial Services Inc. (UBS FS) y UBS Switzerland AG. Consulte las cláusulas de exención de responsabilidad y divulgaciones importantes al final del documento.

## **Redactores jefe**

Alejo Czerwonko  
Michael Bolliger

## **Autores (en orden alfabético)**

Michael Bolliger  
Tatiana Boroditskaya  
Rafael Castilho  
Tilman Kolb  
Francisco Lima Filho  
Ronaldo Patah  
Pedro Quintanilla-Dieck  
Solange Srour  
Luciano Telo  
Xingchen Yu

## **Gestión de proyectos**

Xingchen Yu

## **Editor**

Abe De Ramos

## **Plazo editorial**

24 de enero de 2024

## **Autoedición**

CIO Diseño de contenidos

## **Contacto**

wmrfeedback@ubs.com

## **Foto de portada**

Base de datos de imágenes de UBS

## **Información importante**

Tenga en cuenta que pueden producirse cambios en nuestra House View (Visión de la Casa) y en las estrategias tácticas de asignación de activos antes de la próxima edición de *Invertir en mercados emergentes*. Para conocer todas las opiniones actualizadas, consulte la *Guía de estrategias de inversión de UBS House View*.

# Editorial

Envío desde Davos

**Alejo Czerwonko, Ph.D.**  
Director de Inversiones,  
Mercados Emergentes en América



**Solita Marcelli**  
Director de Inversiones en América  
UBS Global Wealth Management



La tranquila ciudad alpina de Davos experimenta una sorprendente transformación cada enero. Más de 30.000 visitantes, un número significativamente superior al de sus residentes permanentes, acuden aquí para asistir a la reunión anual del Foro Económico Mundial. Este acontecimiento se asemeja al Disney empresarial y político, ya que atrae a consejeros delegados, líderes nacionales, ministros de economía, empresarios sociales y otros, que entablan debates animados sobre las cuestiones más acuciantes. Este año tuve el privilegio de participar como miembro de la comunidad de Jóvenes Líderes Mundiales del foro.

Sorprendentemente, la mayoría de los negocios de la principal franja comercial de la ciudad, el Paseo (incluidos cafés y tiendas de ropa y de equipos de esquí) desalojan y alquilan sus locales para alojar a diversas organizaciones mundiales. Estas entidades construyen "casas" temporales para promocionar sus mensajes o servicios durante los cinco días que dura la conferencia.

Este año, el Paseo estuvo dominado por tres grupos:  
1) organizaciones especializadas en inteligencia artificial;  
2) gobiernos de lugares como India y los países del Golfo, cuyos perfiles se han visto reforzados por la rápida remodelación del panorama geopolítico mundial; y 3) potencias financieras y mediáticas.

Mi experiencia en innumerables paneles, reuniones de grupos reducidos y debates individuales en el centro de congresos me llevaron a la conclusión de que la ocupación del Paseo refleja los temas predominantes de la semana. A continuación están mis principales conclusiones:

## **Inteligencia artificial: Por cada oportunidad, hay un riesgo que hay que vigilar.**

Asistimos a una rápida democratización de herramientas tecnológicas poderosas. Estos están llegando a manos de agentes tanto buenos como malos, lo que probablemente desatará la productividad económica, pero también presentará amenazas sin precedentes.

En el lado positivo, observamos mejoras en la sanidad, la educación y los diversos servicios profesionales. Por ejemplo, los EAU han introducido un tutor personalizado para cada estudiante del país. [Microsoft está desarrollando](#) una batería que requiere un 75 % menos de litio que las tradicionales, lo que subraya el potencial de la tecnología para el avance de la ciencia.

Sin embargo, los debates también hicieron hincapié en la transformación del panorama de la seguridad de la IA. El ministro ucraniano de Asuntos Exteriores [destacó](#) el papel revolucionario de los drones en la guerra, y un alto ejecutivo bancario mencionó la defensa contra 5000 millones de ataques diarios a su infraestructura tecnológica, el doble que el año pasado.

El futuro de los empleos en la era de la IA fue un tema ardiente, ya que la mayoría de los participantes creía que la IA no le quitaría el trabajo a nadie, pero sí a una persona que la utilizara.

¿Le da curiosidad la revolución tecnológica? [Vea este debate](#) sobre cómo podría ser el mundo de la criptografía poscuántica.

## **Macroeconomía y mercados: Un panorama más benigno podría llevar a la complacencia**

La resistencia económica del año pasado, a pesar del intenso endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal y de diversas conmociones geopolíticas, sorprendió a muchos.

Dada la positividad de los mercados, tanto de renta variable como fija, muchos inversores y directivos bancarios subrayaron el riesgo de que el mercado se vuelva complaciente. Surgieron dudas sobre si la inflación bajaría tan suavemente como se supone actualmente en un entorno en el que las tensiones en Medio Oriente están perturbando el comercio mundial y las presiones salariales en países como Estados Unidos siguen siendo elevadas.

Nuestro CEO, Sergio Ermotti, [se unió a la conversación](#) se unió a la conversación y compartió que, tras la adquisición de Credit Suisse, UBS no solo es más grande, sino también más fuerte y diversificada. Expresó su preocupación por la forma en que el arbitraje regulador está provocando un fuerte crecimiento de la concesión de créditos fuera del sector bancario. También recordó a los reguladores que los bancos son facilitadores entre ahorradores e inversores, y en esta línea pueden apoyar, pero no controlar totalmente, la transición del mundo a cero neto.

## **Geopolítica: Un mundo fragmentado que impulsa el estatus de las potencias medias**

Los asistentes reconocieron que estamos entrando en un mundo multipolar, con una previsible aceleración de la fragmentación geoeconómica. El ministro neerlandés de Asuntos Económicos se refirió llamativamente a la economía como un "campo de batalla". El profesor Chris Miller, autor de "Chip War". [Professor Chris Miller, author of "Chip War," le recordó a la audiencia](#) que aproximadamente el 90 % de todos los chips avanzados del mundo se fabrican en Taiwán, una concentración mucho mayor que la que existe, por ejemplo, en los mercados mundiales del petróleo. Mitigar esta fuente de vulnerabilidad económica mundial tardará mucho tiempo en materializarse, incluso teniendo en cuenta la política industrial más asertiva que está adoptando hoy Estados Unidos. El armamentismo de las finanzas y la aplicación de controles a la exportación fueron otros de los temas que más preocuparon a los ejecutivos y a muchos responsables políticos.

Los representantes de los “estados pendulares” geopolíticos, como los países del Golfo y la India, expresaron su confianza en su posición estratégica. Hubo consenso en que América Latina también puede beneficiarse como proveedora fiable de materias primas, líder en la transición energética y centro potencial de fabricación. Lamentablemente, más autoridades latinoamericanas deberían haber estado presentes. En una línea similar, los ejecutivos y empresarios europeos expresaron repetidamente su deseo de que la integración económica, reguladora y financiera del bloque se produjera a un ritmo más rápido para aumentar la competitividad.

Por último, se dedicó mucho tiempo a debatir las perspectivas de todas las elecciones que tendrán lugar este año, el impacto que podrían tener en los asuntos nacionales e internacionales y la amenaza que la inteligencia artificial puede suponer para los procesos electorales en todo el mundo. Las tensiones internas en EE. UU. fueron el debate más activo, con pocos que se atrevieron a hacer predicciones electorales, pero con algunos miembros de la comunidad empresarial estadounidense que aparentemente aceptan una segunda presidencia de Donald Trump.

**Transición energética: La COP28 ofrece esperanzas, pero aún queda mucho por hacer en la financiación de la lucha contra el cambio climático**

Se tenía la sensación de que lo conseguido en la COP28 de Dubai era significativo en términos de un nuevo consenso mundial para abandonar los combustibles fósiles. Al mismo tiempo, había un escepticismo generalizado en torno a la aplicación, teniendo en cuenta que se calcula que cada año se necesitará el equivalente al 5 % del PBI mundial para financiar la transición energética. El hecho de que actualmente el mundo solo alcance aproximadamente una sexta parte de esa cantidad habla de la enormidad del reto.

Los científicos asistentes recordaron a los participantes que incluso si el mundo dejara de quemar combustibles fósiles hoy, el calentamiento global seguiría superando el umbral de 1,5 grados centígrados, dado el daño que ya se ha producido. El aumento de la inversión para mitigar el impacto potencial parece inevitable.

A pesar de las fascinantes conversaciones durante la conferencia, los participantes más veteranos recordaron a menudo a los asistentes que los “sentimientos” y las “predicciones” que salen de esta reunión anual no siempre envejecen bien, que nadie sabe con certeza cómo será el mundo en los próximos años, y que la única forma que tienen las empresas y los gobiernos de sobrevivir es mantenerse ágiles y flexibles a las circunstancias surjan.

Lo que se debatió en Davos coincidió en líneas generales con nuestra visión del mundo. En las páginas siguientes describimos cómo los inversores pueden aprovechar mejor las oportunidades en los mercados emergentes en este contexto.



**Alejo Czerwonko**, Ph.D.  
Director de inversiones,  
Mercados emergentes en América



**Solita Marcelli**  
Director de Inversiones en América



¡Podcast LatAm Access!

No se pierdas nuestro podcast LatAm Access, el primero de UBS en español y portugués, donde podrá seguir nuestras opiniones sobre las principales tendencias macroeconómicas, políticas y sociales a nivel mundial y en Latinoamérica. Escúchelo ahora y suscríbese:

En español: Escuche nuestro último podcast en [Apple](#) o [Spotify](#).

En portugués: Escuche nuestro último podcast en [Apple](#) o [Spotify](#).

# Perspectivas globales de inversión

---

## Perspectivas de los mercados financieros

En nuestra estrategia global, mantenemos nuestra preferencia por la renta fija frente a la renta variable. Dentro de la renta variable, mantenemos nuestra preferencia por los ingresos de calidad. Los mercados emergentes son nuestra región preferida, y entre ellos nos gusta China. Dentro de la renta fija, preferimos el grado de inversión al alto rendimiento y al crédito de mercados emergentes. Dentro de las materias primas, tenemos preferencia por el petróleo. En cuanto al cambio de divisas, mantenemos una posición neutral en todas las monedas principales, a excepción del dólar australiano, que, como muchos, preferimos.

---

## Renta variable

La renta variable se recuperó a finales de año ante la esperanza de que los bancos centrales adopten una postura menos restrictiva. A principios de enero se produjo una cierta consolidación desde los niveles más altos. La sensibilidad a los rendimientos aún es alta, pero parece estar muy bien descontada. Creemos que la economía estadounidense, aunque se está ralentizando, es lo suficientemente resistente como para lograr un aterrizaje suave. Gracias a la IA, es probable que los beneficios se recuperen el año que viene, pero la opinión de consenso ya parece bastante optimista. Mantenemos una posición neutral respecto a la renta variable mundial y esperamos una rentabilidad de un dígito medio a alto en 2024. Por regiones, preferimos los mercados emergentes (incluida China) antes que el Reino Unido. Además, tenemos preferencia por los ingresos de calidad.

---

## Bonos

Preferimos los segmentos de mayor calidad de la renta fija, dados los rendimientos “todo incluido” que se ofrecen y la transición de los bancos centrales de un ciclo de subidas a otro de recortes de tipos. En concreto, mantenemos una preferencia por los bonos con grado de inversión, y somos neutrales en cuanto al crédito de alto rendimiento y de mercados emergentes. El endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y la subida de los tipos de interés oficiales durante los dos últimos años seguirán transmitiéndose a la economía real y ejercerán una presión a la baja sobre el crecimiento y la inflación y, por derivación, sobre los tipos de interés nominales. Este es un factor positivo para el rendimiento de los bonos de alta calidad. Las perspectivas de bajadas de tipos se han incorporado a las expectativas del mercado y, por tanto, ya han dado lugar a una cierta relajación de las condiciones financieras.

---

## Cambio de divisas

A principios de año se puso a prueba la tendencia bajista del dólar estadounidense, que se mantuvo con éxito. Nuestro amplio rango de previsión para el EURUSD entre 1,05 y 1,10 se mantiene intacto. Nuestra divisa preferida con potencial alcista frente al USD es el dólar australiano. La caída del dólar en noviembre también impulsó a las divisas de los mercados emergentes, y las vinculadas al euro fueron de las que mejor se comportaron. Sin embargo, no debemos extrapolar la experiencia de los dos últimos meses, ya que, en nuestra opinión, los mercados han llevado muy lejos las expectativas de recortes de tipos de la Reserva Federal. A corto plazo, nos gusta utilizar las opciones de recuperación del rendimiento cuando se trata del USD, mientras que los inversores deberían considerar las posibles ganancias derivadas de la subida de los precios de la energía (AUD, corona noruega o dólar canadiense).

---

## Materias primas

Nuestras perspectivas de rentabilidad de las materias primas siguen siendo positivas, y esperamos que los índices de materias primas ampliamente diversificados se revaloricen a tasas de entre un dígito medio y un dígito alto, con una rentabilidad total de alrededor del 10 % para todo el año. Todos los sectores de materias primas deberían contribuir a unos resultados probablemente decentes. Como es poco probable que los movimientos al contado sean sincrónicos, se aconseja una exposición amplia a las clases de activos. Esto debería venir acompañado de una volatilidad esperada de entre el 10 % y el 15 % en 2024. En nuestra opinión, el riesgo subyacente está equilibrado. Aunque el panorama macroeconómico sugiere riesgos a la baja, los factores estructurales de la demanda, los riesgos relacionados con la oferta y los bajos inventarios actuarán probablemente como contrapesos. Mantenemos nuestra preferencia por el petróleo y seguimos recomendando gestionar activamente la exposición a las materias primas.

---

# Enfoque

## Medio Oriente: Crece el riesgo de escalada pese a los esfuerzos por rebajar la tensión

**Michael Bolliger**, Ph.D.

Director de inversiones, Mercados emergentes mundiales

### Mensaje clave

Recientes informes de los medios de comunicación han puesto de relieve que las naciones árabes se centran en la vía hacia un Estado palestino independiente como condición para poner fin al conflicto de Gaza. Creemos que el compromiso político en favor de una solución de dos Estados parece demasiado limitado en este momento para que esta sea una opción viable. La probabilidad de una nueva escalada en Medio Oriente ha aumentado, aunque por ahora no es nuestro caso base. Creemos que los precios de la energía serán de los más afectados en caso de escalada, por lo que pensamos que la energía es un instrumento adecuado para cubrir las carteras.

Aunque Israel ha retirado algunas fuerzas del norte de Gaza, continúan los intensos combates en el centro y el sur. Y aunque Hamás ya no dispara tantos cohetes contra Israel (y es posible que partes de la resistencia de Hamás se hayan separado de las estructuras generales de mando y control), Israel sigue considerando al grupo una amenaza. El Primer Ministro Benjamin Netanyahu declaró el 14 de enero que “continuaremos la guerra hasta el final, hasta la victoria total, hasta que alcancemos todos nuestros objetivos”.

A medida que aumentan el número de muertos y la destrucción en Gaza, también lo hacen las críticas contra Israel. Cabe destacar que el gobierno sudafricano alegó ante la Corte Internacional de Justicia que las acciones de Israel en Gaza equivalían a genocidio. Mientras tanto, las potencias siguen trabajando para apaciguar las tensiones en la región: El ministro de Asuntos Exteriores de Arabia Saudí, el príncipe Faisal bin Farhan, afirmó que el reino reconocería a Israel como parte de un acuerdo político más amplio, mientras que el secretario de Estado estadounidense, Anthony Blinken, sugirió que sería necesaria una misión de la ONU en Gaza y que “una solución duradera” debe “incluir una vía hacia un Estado palestino”, opinión compartida por los líderes árabes. La oposición también aumenta dentro de Israel: El ex jefe militar Gadi Eisenkot pidió elecciones anticipadas, haciéndose eco de los líderes de los partidos de la oposición. Según Eisenkot, es “imposible devolver con vida a los rehenes en un futuro próximo sin un acuerdo [con Hamás]”, aunque sigue siendo cuestionable que se pueda llegar a algún acuerdo en este momento.

Aun así, ha aumentado el riesgo de una escalada: Los continuos ataques de Hezbolá contra Israel y los ataques israelíes contra los dirigentes de Hamás y Hezbolá en Líbano pueden provocar una espiral de hostilidades. La futura presencia de fuerzas estadounidenses en Irak está en entredicho, lo que podría eliminar una fuente de estabilidad en la región. En el sur, los ataques de los hutíes contra buques de transporte marítimo en el Mar Rojo han continuado a pesar de las defensas y los ataques llevados a cabo por las fuerzas británicas y estadounidenses contra las instalaciones de los hutíes en Yemen. Por último, Irán ahora está más abiertamente implicado en el conflicto, atacó a un grupo yihadista en Pakistán y realizó ataques contra objetivos en Irak y Siria. Los representantes iraníes también siguen atacando al personal y las posiciones estadounidenses en la región.

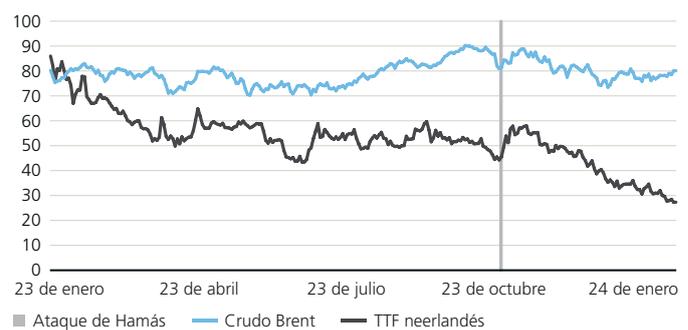
Los ataques de los hutíes han provocado que una cantidad creciente de barcos eviten la ruta comercial a través del Mar Rojo; debieron optar por un viaje más largo alrededor del Cabo de Buena Esperanza. Aunque los gastos de envío se han más que duplicado, su contribución a los precios finales de los bienes es pequeña, por lo que es poco probable que su impacto inflacionista sea perceptible. Y aunque las interrupciones de la cadena de suministro han empezado a afectar a varios sectores, creemos que el impacto en la economía y los mercados mundiales será limitado, sobre todo porque los retrasos pueden medirse en días (y no en meses o trimestres, como ocurrió durante la pandemia).

Aunque una escalada no es nuestro caso base, reconocemos que el riesgo de que se produzca ha aumentado por la gran cantidad de partes implicadas en el conflicto. También observamos que el margen de error de cálculo es pequeño. Sin embargo, hasta ahora los mercados financieros mundiales han prestado poca atención en general. Los precios del petróleo y el gas, por ejemplo, están por debajo de sus niveles de principios de octubre: El crudo Brent cotiza actualmente a 79 USD/bbl (frente a los 81,4 USD del 6 de octubre) y el precio del gas natural TTF holandés es de 29 EUR/MWh (por debajo de los 45 EUR/MWh de principios de octubre). Dado que un conflicto más amplio podría interrumpir los flujos de energía (siendo el Estrecho de Ormuz un posible punto de estrangulamiento) pensamos que la energía es un instrumento adecuado para cubrir el riesgo de una escalada.

Figura 1

### En nuestra opinión, los precios de la energía no reflejan los riesgos geopolíticos

Petróleo crudo Brent (en USD/bbl) y futuros del gas natural TTF holandés (en EUR/MWh)



Fuente: Bloomberg, UBS, 23 de enero de 2024

# Economía

## Perspectivas para Brasil 2024: tipos más bajos y menor crecimiento

**Luciano Telo**

Estratega

**Solange Srour**

Estratega

**Ronaldo Patah**

Jefe de la Oficina de Inversiones de Brasil

**Francisco Lima Filho**

Estratega

**Rafael Castilho**

Estratega

### Mensaje clave

Tras mantener el tipo Selic durante un año en el máximo del 13,75 % en su último ciclo de endurecimiento, el Banco Central de Brasil (BCB) inició su ciclo de relajación en agosto de 2023 con un recorte de 50 puntos básicos del tipo de interés oficial. Cuatro reuniones después, el tipo es ahora del 11,75 %. Para 2024, las principales incógnitas siguen siendo si el BCB aumentará su ritmo de recortes de tipos a 75 pb en cada reunión, y cuál será el tipo terminal. En sus últimas reuniones, el BCB ha hecho hincapié en que está supervisando el escenario exterior; la inflación local a corto plazo y las expectativas de inflación; la actividad económica interna; y el mercado de trabajo encendido.

A lo largo de 2023, los componentes más volátiles de la inflación (alimentos y energía) disminuyeron rápidamente debido a la caída de los precios del petróleo y a una buena cosecha agrícola, mientras que la inflación subyacente se benefició de la caída de los precios industriales. Las expectativas de inflación a largo plazo se estabilizaron en el 3,5 %, por encima del objetivo de inflación del BCB, debido sobre todo a la incertidumbre fiscal. Para 2024, se prevé que la inflación subyacente siga bajando, impulsada por la ralentización de la actividad y el empleo. El mercado espera que la inflación termine 2024 en el 3,9 %, muy por encima del objetivo oficial del 3 %. El principal riesgo a la suba proviene del impacto de El Niño en la cosecha brasileña, que podría afectar a los precios de los alimentos, mientras que una caída de la actividad mayor de lo previsto podría hacer bajar la inflación.

El consenso del mercado prevé una reducción del ritmo de crecimiento del PBI brasileño del 2,9 % en 2023 al 1,6 % en 2024 y un aumento de la tasa de desempleo del 7,5 % al 8,1 %. Por el lado de la oferta, el principal motor de la ralentización es el sector agrícola, que tuvo una cosecha récord en 2023 que probablemente no se repita en 2024. Esta perspectiva debería repercutir en el crecimiento de las exportaciones por el lado de la demanda del PBI. El consumo de los hogares también debería ralentizarse pero seguir siendo saludable, respaldado por un mercado laboral encendido, con una tasa de desempleo en niveles históricamente bajos y la continuación de la transferencia de ingresos y otros programas sociales.

Las exportaciones de materias primas de Brasil por volumen han aumentado en los últimos años; esperamos que esta tendencia continúe en 2024. La incertidumbre en torno a los precios de las materias primas y la ralentización del crecimiento mundial podrían ampliar ligeramente el déficit por cuenta corriente del país, pero debería mantenerse en niveles cómodos en relación con otras economías emergentes (la expectativa del mercado

es del 1,8 % del PBI). Las fuertes exportaciones, principalmente de los sectores agrícolas y extractivos como el petróleo y el hierro, respaldaron al real brasileño en 2023; esto debería continuar este año.

La nueva regla fiscal pretende llevar el déficit primario a cero en 2024. Según el presupuesto anual de 2024, el Gobierno espera que el 1,5 % del PBI proceda de nuevas medidas de ingresos parcialmente aprobadas en el Congreso. Sin embargo, por ahora el mercado no espera que estos ingresos se materialicen plenamente, proyectando un déficit primario del 0,8 % del PBI.

En 2023 se aprobó una medida de reforma fiscal que unifica cinco impuestos federales, estatales y municipales sobre el consumo en un impuesto unificado coherente con el formato del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Este año quedan por definir algunos términos, como el nivel arancelario y los artículos que compondrán la cesta básica. Esta debería ser la agenda principal del Congreso en el primer semestre, ya que es probable que el trabajo legislativo se reduzca en el segundo semestre debido a las elecciones municipales.

Figura 1

### El mercado prevé una ralentización de la economía en 2024

Crecimiento del PBI en Brasil

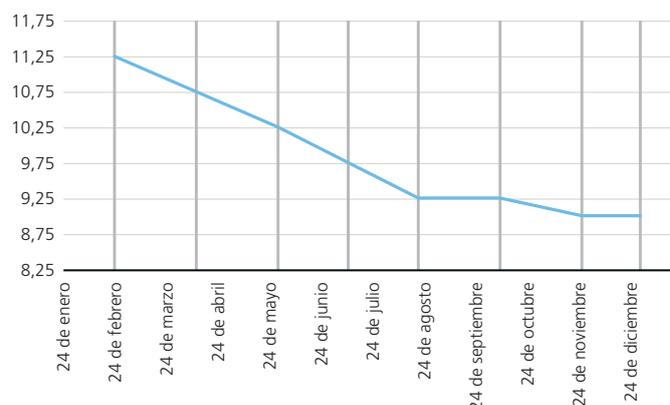
	2021	2022	2023E	2024E
<b>Tasa de crecimiento del PBI (%)</b>	<b>5,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>
suministro	5,2	4,2	2,4	1,7
Servicios de				
Industria	4,8	1,6	1,2	1,8
Agricultura	0,3	-1,7	16,0	0,2
Demanda				
Consumo de los hogares	3,7	4,3	3,1	1,9
Consumo público	3,5	1,5	1,5	1,3
Formación bruta de capital fijo	16,5	0,9	-2,3	1,0
Exportaciones	5,9	5,5	8,7	2,5
Importaciones	12,0	0,8	-0,4	2,0

Fuente: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística, y Focus - Informe de Mercado (Banco Central de Brasil), 22 de enero de 2024.

Figura 2

### Trayectoria de Selic prevista por el mercado

En % anual



■ Reuniones posteriores — Expectativas del mercado Selic

Fuente: Focus, Banco Central de Brasil, UBS, 22 de enero de 2024

# Renta variable

El giro de la Fed favorece a los mercados emergentes

**Xingchen Yu**  
Estratega

## Mensaje clave

Mantenemos la renta variable de los mercados emergentes como la preferida en nuestras carteras mundiales por las mejores perspectivas de crecimiento de los beneficios, las valoraciones poco exigentes y el giro de política previsto por la Fed para este año. Por geografía, preferimos China, India e Indonesia. También nos gustan los líderes ESG por su capacidad para mitigar los riesgos a la baja y sus atractivas valoraciones. En nuestra opinión, los principales riesgos son la fortaleza del dólar estadounidense, la fuerte subida de los tipos de interés en EE. UU., el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, una recesión pronunciada en EE. UU. y la decepción del crecimiento en China.

Creemos que el contexto de crecimiento de las economías emergentes sigue siendo saludable, aunque el impulso se ha ralentizado. Los PMI manufactureros agregados se mantienen en territorio de expansión, las sorpresas económicas han sido positivas y la inflación sigue normalizándose. Esperamos que las empresas de los mercados emergentes registren un sólido crecimiento de los beneficios de mediados de la década en 2024.

Creemos que los tipos de interés mundiales han tocado techo y esperamos que los rendimientos de la deuda pública bajen este año. Dado que la Fed está por aplicar su primer recorte de los tipos de interés este año, creemos que el viento en contra de la política monetaria se está convirtiendo finalmente en viento a favor (Fig. 1). En este contexto, las valoraciones del índice MSCI Emerging Markets parecen justas en términos absolutos, pero aún presentan un descuento superior a la media y cada vez mayor con respecto a los valores de los mercados desarrollados. En nuestra opinión, esta diferencia se reducirá si el crecimiento de los beneficios en los mercados emergentes supera al de los mercados desarrollados, como esperamos en nuestra hipótesis de base.

## Nuestras preferencias

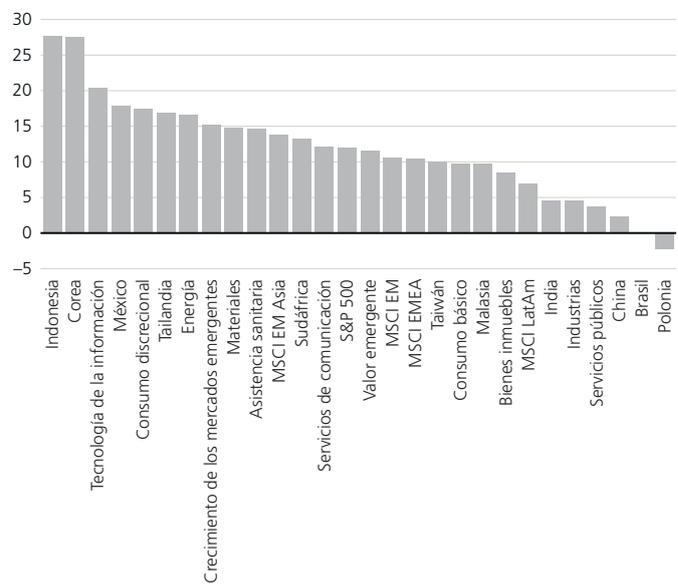
Desde el punto de vista geográfico, China sigue siendo el país preferido. Creemos que los mercados han descontado muchos de los aspectos negativos relacionados con la ralentización cíclica y los problemas estructurales del país. Mientras tanto, es probable que la política de apoyo continúe y se acelere y, si sorprende al alza, debería ser un buen augurio para una revalorización. También mantenemos a la India como país preferido. Creemos que las valoraciones de la renta variable india son razonables, mientras que las perspectivas empresariales son saludables. Por último, pero no menos importante, subimos la calificación de Indonesia a la preferida; esperamos que los factores internos tomen las riendas, dado que los rendimientos reales de EE. UU. probablemente hayan tocado techo.

Desde un punto de vista temático, nos gustan los líderes medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) de los mercados emergentes, que creemos que pueden ayudar a mitigar los riesgos a la baja y presentar valoraciones atractivas. Para los inversores con un horizonte plurianual, recomendamos la exposición a tres oportunidades temáticas: mercados fronterizos, infraestructuras de mercados emergentes y asistencia sanitaria de mercados emergentes.

Figura 1

## De viento en contra a viento a favor

Rentabilidad total media de 6 meses tras el primer recorte de la Fed para el S&P 500 y los mercados y sectores emergentes desde 1989 (en %)



Fuente: Bloomberg, UBS, enero de 2024

# Estrategia de bonos en USD

2024 aún promete rendimientos sólidos, a pesar del repunte de fin de año

**Tatiana Boroditskaya**, Ph.D.

Analista

**Pedro Quintanilla-Dieck**, CFA

Analista

## Mensaje clave

Tras el fuerte repunte de los bonos de los mercados emergentes a finales de 2023, los elevados rendimientos nominales y las perspectivas de un dólar estadounidense más débil y de recortes de los tipos de interés oficiales en EE. UU., deberían respaldar el rendimiento de esta clase de activos este año. Por ello, creemos que sigue siendo posible obtener rentabilidades de un solo dígito en 2024. Sin embargo, las condiciones difíciles de financiación podrían provocar tensiones adicionales para varios emisores corporativos este año. Aunque vemos riesgos limitados para los soberanos que cubrimos, aconsejamos a los inversores tener cuidado por ahora, dados los riesgos aún elevados para el crecimiento mundial benigno y las perspectivas de inflación que los mercados actualmente descuentan.

Históricamente, invertir en bonos de mercados emergentes después de que la Reserva Federal iniciara su ciclo de relajación ha demostrado ser una valiosa propuesta de inversión (Fig. 1). Por término medio, los bonos soberanos del índice EMBIG Diversified y los bonos corporativos del índice CEMBI Diversified obtuvieron rendimientos respectivos de alrededor del 10 % en los 12 meses siguientes al primer recorte de los tipos de interés oficiales en EE. UU. Además, pensamos que el billete verde ya ha pasado su punto álgido y que se suavizará aún más a lo largo del año, lo que también debería ser un buen augurio para las perspectivas de rentabilidad de los bonos.

## Situación más grave para los emisores de menor calificación

Los emisores soberanos y corporativos de los mercados emergentes se lanzaron al mercado a principios de 2024. Aunque las entidades con grado de inversión deberían seguir teniendo las puertas ampliamente abiertas para acceder a los mercados internacionales (a menos que se deteriore el contexto económico o se agrave uno de los diversos puntos de tensión geopolítica), la situación parece más grave para las entidades con calificaciones inferiores. En nuestra opinión, a los emisores con calificaciones "basura", como los del África subsahariana con calificaciones B o CCC, les puede resultar especialmente difícil, o imposible, acceder a los mercados en el entorno actual.

En algunos países, los vencimientos inminentes se presentan como un reto. Por ejemplo, Egipto se enfrenta a más de 30.000 millones de dólares de amortización de deuda externa en 2024. La buena noticia es que una parte significativa de estos reembolsos se realiza a través de instituciones multilaterales, que esperamos se amplíen. Los eurobonos egipcios que vencen este año ascienden a 2000 millones de dólares. Creemos que el país se mantendrá al corriente de estos pagos y que el Fondo Monetario Internacional (FMI) prorrogará su programa de préstamos (véase nuestro informe "El crédito egipcio: Cuidado con el déficit de financiación exterior").

Dicho esto, tras un repunte significativo a finales de 2023, los eurobonos egipcios ya descuentan en gran medida estos aspectos positivos a corto plazo, y las perspectivas a medio plazo siguen siendo difíciles. Por lo tanto, creemos que es un momento oportuno para que los inversores reduzcan su exposición.

En cuanto a los bonos de los mercados emergentes en general, y partiendo de la base de que los emisores con rendimientos superiores al 10 % no pueden acceder al mercado, estimamos que aproximadamente el 12 % del índice EMBIG Diversified y el 6 % del índice CEMBI Diversified podrían tener graves dificultades para reembolsar su deuda a punto de vencer.

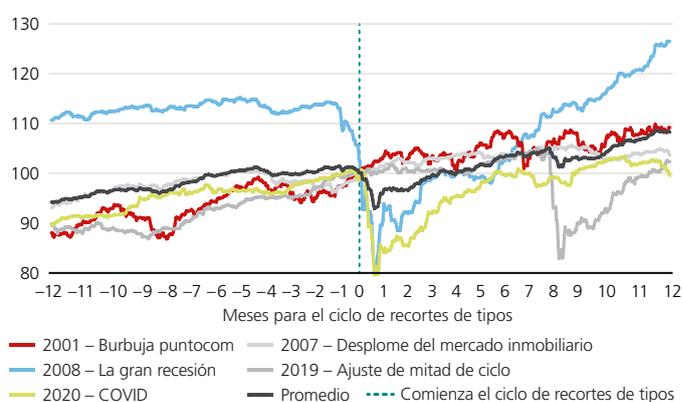
Aunque estas cifras son elevadas a primera vista, cabe señalar que muchos de estos emisores ya se encuentran en situación de impago (desde 2020, se han producido impagos en países como Zambia, Ghana, Ucrania, Sri Lanka y Etiopía) o, como en el caso de Egipto, ya tienen acceso a financiación del FMI o de otros prestamistas bilaterales, o han iniciado conversaciones con dichas instituciones para obtener acceso este año. En el resto del África subsahariana, Kenia también debe reembolsar 2000 millones de USD en junio. Pero el país completó con éxito su revisión del FMI a finales de 2023 y tiene un calendario de reembolsos muy limitado hasta 2027; en consecuencia, calificamos algunos de sus bonos como Atractivos.

Además, las condiciones externas van en la dirección adecuada para que los mercados de financiación acaben siendo más accesibles para las entidades en dificultades. Si países como Kenia, Angola y Nigeria logran emitir nuevos títulos en 2024, creemos que esto podría servir de importante catalizador para una mayor asunción de riesgos en el espacio de alto rendimiento.

Figura 1

Históricamente, los bonos soberanos de los mercados emergentes han ofrecido una rentabilidad aceptable en los 12 meses siguientes a la primera bajada de tipos en EE. UU.

JPMorgan EMBIG índice de bonos diversificados (reajustado a 100 al principio de cada ciclo histórico de bajada de tipos)



Fuente: JPMorgan, Bloomberg, UBS, enero de 2024

# Divisas

## Cómo pensar en el carry en divisas de mercados emergentes

Tilmann Kolb, CFA  
Analista

### Mensaje clave

Creemos que el telón de fondo macroeconómico mundial debería ser lo suficientemente sólido como para que las divisas de los mercados emergentes ganen algo de fuerza frente al dólar estadounidense, aunque a corto plazo no nos sorprendería ver retrocesos en el excesivo entusiasmo que han mostrado los mercados en los últimos meses. Por lo tanto, por ahora recomendamos estrategias de aumento de la rentabilidad; buscaríamos oportunidades más adelante para volver a entrar directamente en las divisas de mayor rendimiento. Nuestra excepción sería la lira turca, que recomendamos comprar frente antes que el dólar estadounidense mediante contratos a plazo a 12 meses.

Al igual que muchos activos de riesgo, las divisas de los mercados emergentes subieron hasta finales de 2023, a medida que los inversores confiaban en un aterrizaje suave de la economía mundial este año y preveían una larga serie de recortes de los tipos de interés por parte de los bancos centrales mundiales, en primer lugar la Reserva Federal. En los primeros días de 2024 se ha producido una caída en el rendimiento de las divisas, pero sus ganancias previas están lejos de revertirse.

Dado que es probable que la inflación haya tocado techo, la atención de los inversores se ha desplazado hacia el posible inicio y la velocidad de los recortes de los tipos de interés. Esta anticipación se refleja en las expectativas del mercado, y el carry nominal disponible en las monedas de los mercados emergentes no está a la altura de lo que se ofrecía el año pasado. Aun así, en comparación con los mercados desarrollados, donde los ciclos de recorte de tipos deberían comenzar también a mediados de año, todavía se ofrecen rendimientos atractivos en las divisas de los mercados emergentes, muchos de los cuales deberían seguir presentando tipos reales prospectivos atractivos gracias a la menor inflación.

Es probable que el carry de los tipos de interés no baste por sí solo para sostener las divisas de los mercados emergentes. Es importante un contexto mundial favorable. Y como detallamos en nuestro "2024, el año por delante: Actualización del escenario", publicado el 5 de enero, la dinámica del crecimiento, la inflación y la política monetaria de los dos últimos meses ha reforzado la probabilidad de nuestra hipótesis de base de un aterrizaje suave. El mercado laboral estadounidense se mantiene bien, la inflación reciente ha sido más benigna de lo que esperaban los mercados y la Reserva Federal ha señalado que está considerando cuándo recortar su tipo de interés oficial. Un crecimiento mundial ligeramente por debajo de la tendencia, en un momento en que los bancos centrales vuelven a relajar su política monetaria, debería crear unas condiciones suficientemente favorables para las divisas de los mercados emergentes.

Por el lado interno, las economías emergentes y sus divisas deberían ofrecer a los inversores una compensación lo suficientemente elevada vía carry por asumir riesgos adicionales. Sin embargo, por ahora no recomendamos acumular carry en divisas de mercados emergentes, por dos razones fundamentales: En primer lugar, aunque esperamos que la Reserva Federal recorte los tipos de interés en 100 puntos básicos este año, el mercado actualmente valora los recortes en más de 130 puntos básicos. En nuestra opinión, esto parece excesivo. Vemos una reevaluación a favor de menos recortes, lo que permitiría al dólar estadounidense protagonizar una reactivación parcial. En segundo lugar, el apetito por las divisas de los mercados emergentes durante el repunte del riesgo de los dos últimos meses sugiere que los inversores ya están preparados para un aterrizaje suave. Creemos que la recompensa del riesgo de perseguir la subida desde los niveles

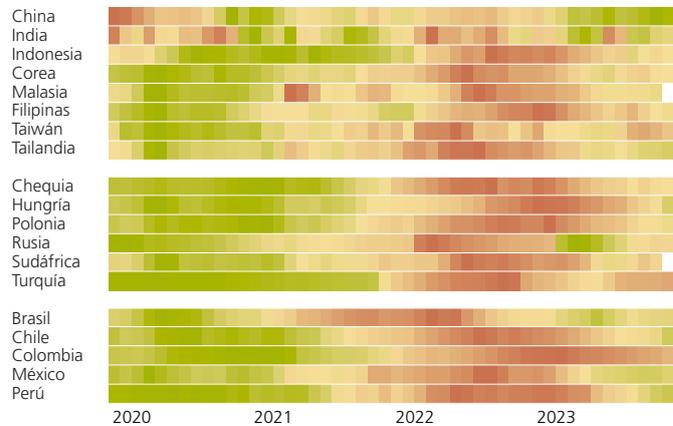
actuales es desfavorable, ya que las sorpresas negativas podrían desencadenar una liquidación de posiciones que perjudicaría a las divisas de los mercados emergentes más de lo que las beneficiarían las sorpresas positivas.

Por lo tanto, recomendamos a los inversores que se mantengan al margen a la espera de oportunidades para entrar en las divisas carry más adelante. Por ahora, sugerimos enfocarse en estrategias de mejora de la rentabilidad a corto plazo. Especialmente en USDZAR, han aparecido oportunidades durante el último año. Buscamos golpes en los niveles altos de 19 USDZAR. También recomendamos comprar la lira turca frente al dólar estadounidense. Las políticas turcas se han vuelto más ortodoxas desde la reelección del Presidente Recep Tayyip Erdogan la primavera pasada, y esperamos que el apoyo a dichas políticas se mantenga en los próximos trimestres. En nuestra opinión, los rendimientos actuales de la TRY son atractivos y deberían compensar con creces la continua depreciación al contado de la lira frente al dólar estadounidense. Una política monetaria insuficientemente restrictiva, la vuelta a políticas poco ortodoxas antes de mejorar los retos macroeconómicos del país y las tensiones geopolíticas son factores de riesgo a tener en cuenta. Para más información, consulte "Türkiye: Recopilar carry en TRY", publicado el 30 de noviembre de 2023.

Figura 1

### El fantasma de la inflación ha pasado casi desapercibido en los mercados emergentes

IPC general (en % interanual; rojo = inflación alta, verde = inflación baja)

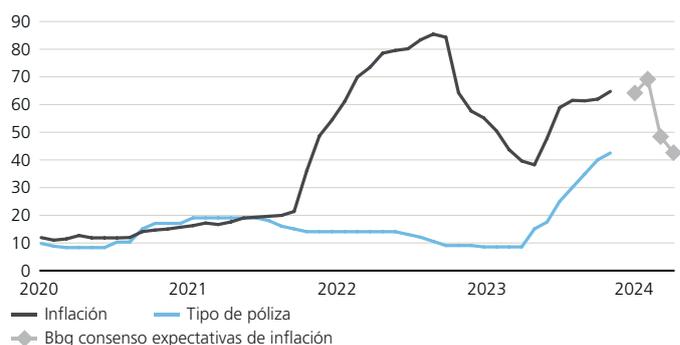


Fuente: Bloomberg, UBS, 19 de enero de 2024

Figura 2

### Turquía optó por opciones políticas ortodoxas desde mayo

Inflación turca (en % interanual) y tipo de interés oficial (en % anual)



Fuente: Bloomberg, UBS, 19 de enero de 2024

# Instantánea de activos de mercados emergentes

Rendimiento de los activos, rendimientos totales en USD, en % (rojo = rendimiento negativo; verde = rendimiento positivo)

	Renta variable (MSCI)			Deuda sob. en USD (EMBI)			Deuda corp. en USD (CEMBI)			Deuda pública loc. actual (GBI-EM)			FX (ELMI+)		
	1 m	3 m	YTD	1 m	3 m	YTD	1 m	3 m	YTD	1 m	3 m	YTD	1 m	3 m	YTD
<b>Asia</b>	-2,9	3,5	-6,3	-1,2	8,9	-1,4	0,3	6,8	0,0	-1,1	5,2	-2,0	-1,1	2,7	-1,9
China	-8,0	-11,2	-12,3	-0,3	4,9	-0,5	0,4	5,6	0,1	-	-	-	-0,7	3,4	-1,5
India	3,0	16,0	1,2	-1,1	6,5	-1,1	1,1	7,7	0,8	-	-	-	0,6	1,8	0,6
Indonesia	0,8	10,3	-0,4	-2,3	9,7	-2,6	-0,1	8,2	-0,3	-0,4	6,6	-1,3	-0,6	3,0	-1,3
Corea	-6,9	6,7	-11,0	-	-	-	0,1	3,8	-0,1	-	-	-	-2,4	1,9	-3,6
Malasia	-0,6	4,2	-1,4	-2,2	9,3	-2,2	0,0	5,8	-0,2	-1,6	3,9	-2,5	-1,8	1,6	-2,7
Filipinas	-0,7	11,1	-0,1	-2,1	9,4	-2,4	1,4	6,8	1,1	-1,9	0,9	-2,3	-1,4	2,2	-1,4
Taiwán	2,2	15,2	-1,6	-	-	-	-0,8	6,7	-1,1	-	-	-	-0,8	3,6	-2,4
Tailandia	-6,0	-0,8	-8,3	-	-	-	-0,8	9,5	-0,9	-2,4	6,9	-3,3	-2,9	2,9	-4,2
<b>EMEA</b>	0,8	11,6	-1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
República Checa	-4,1	-1,2	-5,0	-	-	-	0,8	6,8	-0,2	-	-	-	-1,6	3,9	-1,5
Hungría	5,6	19,8	5,0	-2,1	10,6	-2,6	0,3	5,5	0,4	-0,9	13,3	-0,8	-0,9	5,4	-1,1
Polonia	-7,2	16,5	-7,5	-1,7	8,9	-1,9	0,6	2,9	0,8	-1,7	8,6	-1,8	-1,1	6,8	-1,6
Sudáfrica	-7,1	1,3	-11,3	-2,6	10,8	-2,9	-0,8	8,8	-1,2	-3,1	6,7	-4,2	-3,0	0,9	-4,2
Turquía	1,7	2,5	5,3	-2,2	8,3	-2,3	0,5	5,0	0,1	-5,9	-5,3	-4,6	-1,1	2,1	-0,4
<b>América Latina</b>	-5,7	16,0	-6,6	-1,7	10,5	-1,9	0,0	8,7	-0,5	-0,8	12,0	-1,5	-0,6	7,8	-1,3
Argentina	-3,3	37,6	-1,5	-1,9	31,1	-0,5	1,7	11,6	1,2	-15,5	35,4	-8,9	-19,1	115,8	-20,7
Brasil	-6,3	12,9	-7,4	-1,1	7,3	-1,2	0,4	7,4	0,0	-2,1	6,9	-2,3	-1,5	4,1	-2,2
Chile	-6,7	7,9	-9,1	-2,1	11,7	-2,4	0,6	8,0	0,1	-2,4	11,7	-4,1	-1,6	5,5	-3,6
Colombia	6,8	27,8	3,0	-4,0	12,5	-4,7	-0,9	7,6	-1,5	2,3	22,3	1,0	0,9	12,3	-1,6
México	-5,6	22,2	-6,0	-0,9	11,4	-1,3	-0,2	9,2	-0,7	-1,0	12,8	-1,9	-0,2	9,9	-0,6
Perú	-3,7	25,7	-2,7	-3,1	9,8	-3,4	0,5	6,8	0,3	0,3	12,4	-0,1	-1,2	5,3	-0,7
<b>Mercados emergentes</b>	-2,7	5,5	-5,8	-1,5	10,0	-1,7	0,2	7,1	-0,1	-1,3	7,5	-2,0	-1,0	4,1	-1,6

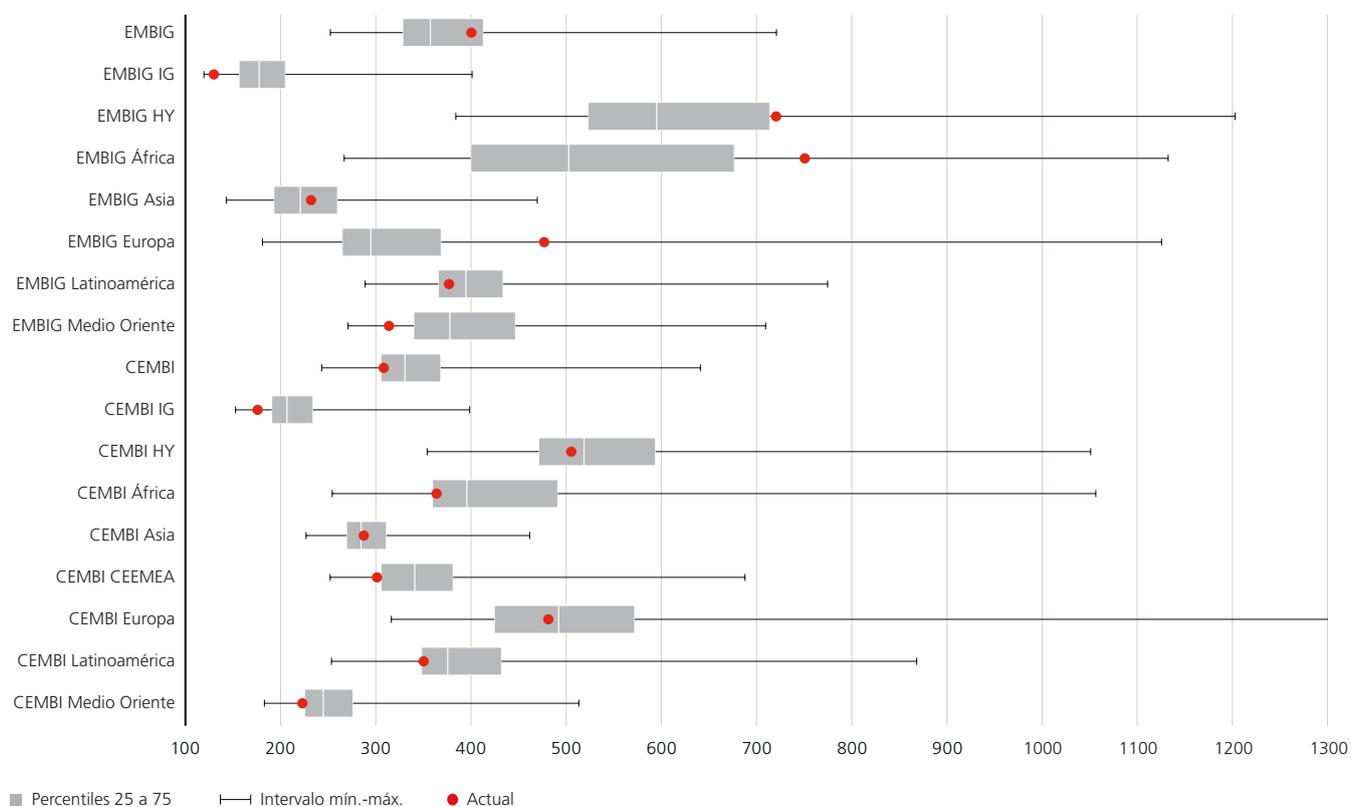
Previsiones clave de CIO (rojo = depreciación; verde = apreciación)

	PBI (%)		Inflación (%)		FX	Actual	FX			
	2023	2024	2023	2024			1 T 2024	2 T 2024	3 T 2024	4 T 2024
<b>Asia</b>	5,1	4,7	2,1	2,1						
China	5,2	4,6	0,2	0,8	USDCNY	7,15	7,30	7,20	7,10	7,00
India	7,0	6,2	5,4	4,8	USDINR	83,13	83,50	83,00	82,00	81,50
Indonesia	5,0	4,8	3,7	3,0	USDIDR	15.710	15.900	15.700	15.500	15.300
Corea	1,3	2,0	3,7	2,3	USDKRW	1337	1320	1280	1260	1240
Malasia	4,3	4,0	2,6	2,2	USDMYR	4,73	4,75	4,65	4,60	4,50
Filipinas	5,1	5,3	6,0	3,6	USDPHP	56,32	57,00	56,50	56,00	56,00
Taiwán	1,1	3,1	2,5	2,2	USDTWD	31,34	32,00	31,60	31,20	30,80
Tailandia	2,4	3,4	1,3	1,2	USDTHB	35,68	34,80	34,50	34,20	33,80
<b>EMEA</b>	2,3	2,0	17,3	16,6						
República Checa	-0,3	2,0	10,7	1,9	EURCZK	24,84	24,70	24,70	24,70	24,70
Hungría	-0,8	2,4	17,1	4,0	USDHUF	353,36	-	-	-	-
Israel	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	USDILS	3,73	3,65	3,60	3,50	3,50
Polonia	0,5	2,6	11,4	3,7	EURPLN	4,37	4,50	4,55	4,60	4,65
Sudáfrica	0,8	2,0	5,9	4,7	USDZAR	18,81	18,00	17,80	17,60	17,60
<b>América Latina</b>	2,0	1,6	20,8	28,1						
Argentina	-1,8	-0,8	134,7	212,1	USDARS	822,45	-	-	-	-
Brasil	2,9	1,4	4,6	3,4	USDBRL	4,92	5,00	5,00	5,00	5,00
Chile	-0,6	1,7	7,6	3,3	USDCLP	906,78	-	-	-	-
Colombia	1,5	2,0	11,7	6,9	USDCOP	3924	-	-	-	-
México	3,3	2,2	5,5	4,0	USDMXN	17,18	17,20	17,40	17,60	17,50
Perú	-0,3	2,0	6,5	3,5	USDPEN	3,76	-	-	-	-
<b>Mercados emergentes</b>	4,4	4,0	7,5	8,3						

Nota: El ciclo de previsión no siempre coincide con el ciclo de inversión en mercados emergentes y, por lo tanto, puede no reflejar las últimas opiniones del CIO.  
Fuente: UBS, Bloomberg, 23 de enero de 2024

# Instantánea de activos de mercados emergentes

Diferenciales de crédito ME, últimos 10 años, en bps



**Métricas clave de equidad de ME** (rojo = desfavorable en relación con la historia; verde = favorable en relación con la historia)

	MSCI EM peso	P/E, 12 m en adelante* (promedio a 10 años)	P/B (promedio a 10 años)	Rentabilidad por dividendo (promedio a 10 años)	Crecimiento del BPA, a 12 meses*
<b>Asia</b>	<b>77,5 %</b>	<b>11,8 veces (12,5 veces)</b>	<b>1,5 veces (1,5 veces)</b>	<b>2,7 % (2,8 %)</b>	<b>21,5 %</b>
China	25,2 %	8,0 veces (11,4 veces)	1,0 veces (1,5 veces)	3,2 % (2,7 %)	14,6 %
India	17,9 %	21,9 veces (18,9 veces)	3,7 veces (3,2 veces)	1,4 % (1,7 %)	15,1 %
Indonesia	2,0 %	13,8 veces (14,8 veces)	2,3 veces (2,7 veces)	4,3 % (3,2 %)	8,0 %
Corea	12,2 %	10,4 veces (10,4 veces)	1,0 veces (1,0 veces)	2,3 % (2,2 %)	64,0 %
Malasia	1,4 %	13,5 veces (15,1 veces)	1,4 veces (1,7 veces)	4,2 % (3,6 %)	9,2 %
Filipinas	0,6 %	12,0 veces (16,7 veces)	1,7 veces (2,3 veces)	2,7 % (2,0 %)	8,4 %
Taiwán	16,6 %	15,8 veces (14,1 veces)	2,4 veces (2,0 veces)	3,1 % (4,0 %)	18,2 %
Tailandia	1,7 %	15,5 veces (15,3 veces)	1,6 veces (2,0 veces)	3,2 % (3,2 %)	15,8 %
<b>EMEA</b>	<b>13,1 %</b>	<b>10,4 veces (10,0 veces)</b>	<b>1,7 veces (1,3 veces)</b>	<b>4,5 % (4,6 %)</b>	<b>8,1 %</b>
República Checa	0,2 %	11,6 veces (13,1 veces)	1,3 veces (1,4 veces)	6,8 % (6,3 %)	-2,0 %
Hungría	0,3 %	5,5 veces (9,2 veces)	1,0 veces (1,3 veces)	5,1 % (3,5 %)	-6,0 %
Polonia	0,9 %	8,7 veces (11,2 veces)	1,1 veces (1,2 veces)	5,9 % (4,2 %)	-9,1 %
Arabia Saudí	5,8 %	17,6 veces (17,5 veces)	2,4 veces (2,2 veces)	3,5 % (3,8 %)	0,2 veces
Sudáfrica	2,9 %	9,0 veces (12,6 veces)	1,4 veces (2,1 veces)	4,8 % (3,9 %)	14,8 %
Turquía	0,7 %	4,6 veces (7,0 veces)	1,8 veces (1,3 veces)	7,1 % (5,4 %)	18,6 %
<b>América Latina</b>	<b>9,4 %</b>	<b>8,6 veces (11,8 veces)</b>	<b>1,6 veces (1,8 veces)</b>	<b>6,1 % (4,4 %)</b>	<b>6,4 %</b>
Brasil	5,8 %	7,7 veces (10,5 veces)	1,6 veces (1,7 veces)	6,8 % (5,3 %)	7,6 %
Chile	0,5 %	7,7 veces (13,9 veces)	1,1 veces (1,6 veces)	6,2 % (4,3 %)	4,5 %
Colombia	0,1 %	5,8 veces (11,0 veces)	0,9 veces (1,1 veces)	7,5 % (4,4 %)	0,5 %
México	2,8 %	12,2 veces (15,1 veces)	2,0 veces (2,3 veces)	4,8 % (3,1 %)	3,2 %
Perú	0,3 %	11,6 veces (12,5 veces)	2,0 veces (2,1 veces)	4,0 % (3,2 %)	14,8 %
<b>Mercados emergentes</b>	<b>100,0 %</b>	<b>11,2 veces (12,0 veces)</b>	<b>1,5 veces (1,6 veces)</b>	<b>3,2 % (3,1 %)</b>	<b>17,4 %</b>

Nota: \*Previsiones de IBES.

Fuente: UBS, Bloomberg, Thomson Reuters, 23 de enero de 2024

# Publicaciones de mercados emergentes

Publicado mensualmente

## Invertir en mercados emergentes

Inclusión de las perspectivas de inversión en todas las clases de activos y regiones



Libros blancos

## Implicaciones mundiales del compromiso entre EE. UU. y China

Un camino lleno de baches hacia un mundo multipolar



Publicaciones sobre clases de activos

### Divisas

- FX de ME Mensual incluidas las preferencias de divisas
- One-pagers de FX (BRL, MXN, RUB, ZAR, ILS, PLN, CZK, APAC)

### Renta variable

- Acciones de ME Mensual incluidas las preferencias temáticas y de mercado

Actualizaciones regionales, informes especiales y temas de inversión

### Actualizaciones regionales

Inversiones en Brasil y en México, publicadas mensualmente

### Informes especiales entre activos

Implicaciones de la evolución económica y política en países como Sudáfrica y Argentina

### Inversiones a largo plazo (ILP)

Inversiones temáticas con un horizonte de inversión de cinco años o más

## Información de riesgo/descargo de responsabilidad

Las opiniones de inversión de la Chief Investment Office («CIO») de UBS las elabora y publica Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulado por la FINMA en Suiza) o sus filiales («UBS»), que forman parte de UBS Group AG («Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye a Credit Suisse AG, sus filiales, sucursales y filiales. Al final de este apartado se incluye una cláusula adicional de exención de responsabilidad relativa a Credit Suisse Wealth Management.

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

### **Análisis genérico de inversión – Información sobre riesgos:**

Esta publicación es **exclusivamente para su información** y no pretende ser una oferta, ni una solicitud de oferta, para comprar o vender ninguna inversión u otro producto específico. El análisis contenido en este documento 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. Las distintas hipótesis podrían dar lugar a resultados sustancialmente diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin restricciones o pueden no ser aptos para su venta a todos los inversionistas. La información y las opiniones expresadas en este documento se han obtenido de fuentes que se consideran fiables y de buena fe, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, respecto a su exactitud o integridad (aparte de las divulgaciones relativas a UBS). La información y las opiniones, así como las previsiones, estimaciones y precios de mercado indicados, están vigentes a la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones expresadas en este documento pueden diferir o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o divisiones de UBS como resultado del uso de supuestos o criterios diferentes.

En ningún caso se podrá utilizar este documento o cualquier información (incluida cualquier previsión, valor, índice u otro importe calculado («Valores»)) para ninguno de los siguientes fines (i) de valoración o contabilidad; (ii) para determinar los importes adeudados o a pagar, el precio o el valor de cualquier instrumento financiero o contrato financiero; o (iii) para medir el rendimiento de cualquier instrumento financiero, incluidos, entre otros, los fines de hacer un seguimiento de la rentabilidad o el rendimiento de cualquier Valor o de definir la asignación de activos de la cartera o de calcular las comisiones de rendimiento. Al recibir este documento y la información, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no utilizará este documento ni se basará en la información para ninguno de los fines mencionados. UBS y cualquiera de sus administradores o empleados pueden tener derecho en cualquier momento a mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos de inversión mencionados en el presente documento, a realizar operaciones que impliquen instrumentos de inversión relevantes en calidad de principal o agente, o a prestar cualquier otro servicio o tener directivos que actúen como administradores, ya sea al emisor, al propio instrumento de inversión o a cualquier empresa afiliada comercial o financieramente a dichos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluida la compra, venta o tenencia de valores) adoptadas por UBS y sus empleados pueden diferir o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de investigación de UBS. Algunas inversiones pueden no ser fácilmente realizables, ya que el mercado de los valores es ilíquido y, por tanto, valorar la inversión e identificar el riesgo al que está expuesto puede ser difícil de cuantificar. UBS se basa en barreras de información para controlar el flujo de información contenida en una o más áreas dentro de UBS, hacia otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación de futuros y opciones no es adecuada para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo sustancial de pérdida y pueden producirse pérdidas superiores a una inversión inicial. La rentabilidad pasada de una inversión no es garantía de su rentabilidad futura. Se facilitará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a caídas repentinas y grandes de valor y, en el momento de la realización, 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 adverso sobre el precio, el valor o los ingresos de una inversión. El analista o los analistas responsables de la elaboración de este informe pueden interactuar con el personal de la mesa de negociación, el personal de ventas y otras partes interesadas con el fin de recopilar, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Las diferentes áreas, grupos y personal del Grupo UBS pueden producir y distribuir productos de investigación independientes **de forma independiente entre sí**. Por ejemplo, UBS Global Wealth Management elabora publicaciones de investigación del **CIO**. **UBS Global Research** es producido por UBS Investment Bank. **Las metodologías de investigación y los sistemas de calificación de cada organización de investigación pueden diferir**, por ejemplo, en términos de recomendaciones de inversión, horizonte de inversión, hipótesis de modelos y métodos de valoración. En consecuencia, salvo determinadas previsiones económicas (en las que pueden colaborar la CIO de UBS y UBS Global Research), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones proporcionadas por cada una de las organizaciones de investigación independientes pueden ser diferentes o incoherentes. Consulte cada producto de investigación relevante para obtener más detalles sobre sus metodologías y sistema de calificación. No todos los clientes pueden tener acceso a todos los productos de todas las organizaciones. Cada producto de investigación está sujeto a las políticas y procedimientos de la organización que lo produce.

La remuneración de los analistas que elaboraron este informe la determinan exclusivamente la dirección de investigación y la alta dirección (sin incluir la banca de inversión). La remuneración de los analistas no se basa en los ingresos de banca de inversión, ventas y negociación o negociación principal; sin embargo, la remuneración puede referirse a los ingresos del Grupo UBS en su conjunto, del que forman parte la banca de inversión, las ventas y la negociación y la negociación principal.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no hace declaraciones sobre el tratamiento fiscal de los activos ni sobre los rendimientos de las inversiones de los mismos, tanto en general como en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. Es necesario que no podamos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de nuestros clientes individuales y le recomendamos que preste asesoramiento financiero o fiscal sobre las implicaciones (incluidos los impuestos) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en el presente documento.

Queda prohibida la reproducción o distribución de este material sin la autorización previa de UBS. A menos que se acuerde otra cosa por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no asume responsabilidad alguna por ninguna reclamación o demanda de terceros que se derive del uso o la distribución de este material. Este informe debe distribuirse únicamente en las circunstancias que permita la legislación aplicable. Para obtener información sobre las formas en que el CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y su oferta de publicaciones, así como de sus metodologías de análisis y calificación, visite [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Puede solicitar información adicional sobre los autores relevantes de esta publicación y otras publicaciones del CIO a las que se hace referencia en este informe, así como copias de cualquier informe anterior sobre este tema a través de su asesor personal.

**Información importante sobre las estrategias de inversión sustentable:** Las estrategias de inversión sustentable tienen por objeto considerar e incorporar factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el proceso de inversión y la construcción de carteras. Las estrategias en todas las zonas geográficas abordan el análisis ASG e incorporan las conclusiones de diversas maneras. La incorporación de factores ASG o consideraciones de inversión sustentable puede inhibir la capacidad de UBS para participar o asesorar sobre determinadas oportunidades de inversión que de otro modo serían coherentes con los objetivos de inversión del cliente. Los rendimientos de una cartera que incorpora factores ASG o consideraciones de inversión sustentable pueden ser inferiores o superiores a los de las carteras en las que UBS no tiene en cuenta los factores ASG, las exclusiones u otros problemas de sustentabilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para dichas carteras pueden diferir.

**Gestores de activos externos/Consultores financieros externos:** En caso de que esta investigación o publicación se proporcione a un gestor de activos externos o a un consultor financiero Externo, UBS prohíbe expresamente que sea redistribuida por estos sujetos y que se ponga a disposición de sus clientes o de terceros.

**EE. UU.:** Distribuido a personas estadounidenses únicamente por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, filiales 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. acepta la responsabilidad por el contenido de un informe preparado por una filial no estadounidense cuando distribuye informes a personas estadounidenses. Todas las transacciones realizadas por una persona estadounidense en los valores mencionados en este informe deben realizarse a través de un agente bursátil registrado en EE. UU. afiliado a UBS, y no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido aprobado ni será aprobado por ninguna autoridad de valores o inversión en Estados Unidos ni en ningún otro lugar. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal u persona obligada en el sentido del artículo 15B de la Ley del Mercado de Valores (la «Norma del Asesor Municipal») y las opiniones o puntos de vista contenidos en el presente documento no pretenden ser, ni constituyen, asesoramiento en el sentido de la Norma del Asesor Municipal.**

Para obtener información sobre el país, visite [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](https://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o solicite a su asesor personal la exención de responsabilidad completa.

#### **Exención de responsabilidad adicional relevante para Credit Suisse Wealth Management**

Recibe este documento en su calidad de cliente de Credit Suisse Wealth Management. Sus datos personales se tratarán de conformidad con la declaración de privacidad de Credit Suisse accesible en su domicilio a través del sitio web oficial de Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Con el fin de proporcionarle materiales de marketing relativos a nuestros productos y servicios, UBS Group AG y sus filiales podrán tratar sus datos personales básicos (es decir, datos de contacto como nombre, dirección de correo electrónico) hasta que nos notifique que ya no desea recibirlos. Puede optar por no recibir estos materiales en cualquier momento informando a su gestor personal.

Salvo que se especifique lo contrario en el presente documento o dependiendo de la entidad local de Credit Suisse de la que reciba este informe, este informe es distribuido por 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 clave y UBS se encuentran entre las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.