

# Year Ahead 2024

Un mundo nuevo

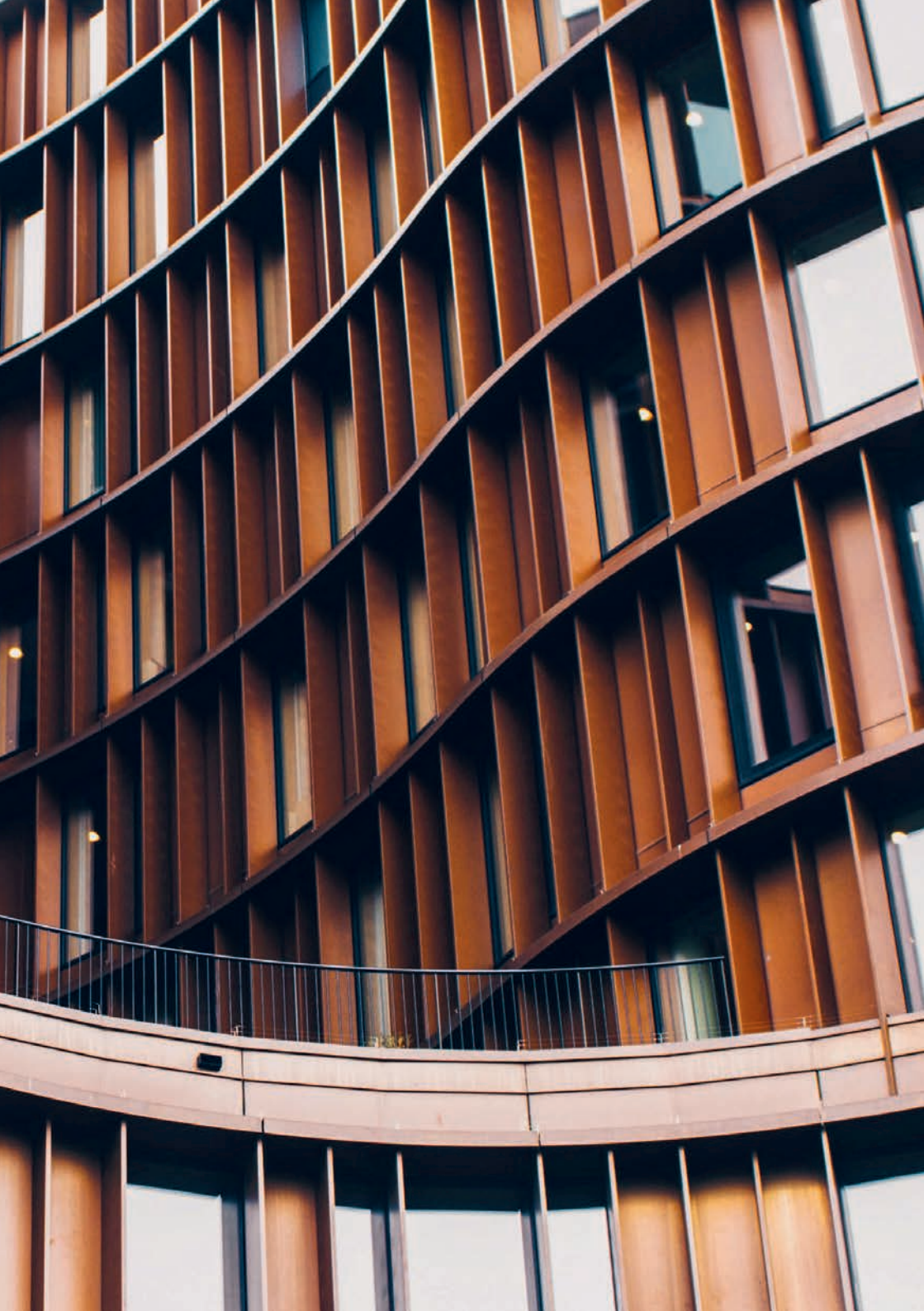
Chief Investment Office GWM | Análisis de Inversión



**UBS**

## **Year Ahead 2024 – UBS House View**

Este informe lo han elaborado UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch y UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.. Se ruega leer atentamente el aviso legal importante que figura al final del documento.





# Prefacio

Bienvenido/a al *Year Ahead 2024*.

2023 ha sido un año histórico para los mercados. Los rendimientos de los bonos se situaron en los niveles más altos en más de 15 años. Por primera vez una empresa de inteligencia artificial alcanzó una valoración de un billón de dólares. La solidez de la economía estadounidense, pese a los fuertes aumentos de las tasas, trastocó las expectativas.

Sin duda, el año también fue histórico para UBS y quisiera aprovechar esta oportunidad para agradecerle que siga depositando su confianza en nosotros. Es un privilegio ayudarle a lograr sus objetivos financieros en el próximo año y los siguientes.

En este *Year Ahead* visualizamos lo que hemos dado en llamar «un mundo nuevo», caracterizado por incertidumbre económica e inestabilidad geopolítica, pero también por un profundo cambio tecnológico.

Creemos que valdrá la pena enfocarse en activos de calidad en 2024. A medida que las tasas de interés descendan, esperamos que los bonos de calidad generen ingresos atractivos y revalorización del capital. Y pensamos que las acciones de calidad, incluso muchas del sector tecnológico, serán las que mejor posicionadas estén para acrecentar los beneficios en una economía mundial en desaceleración.

A medida que se vaya gestando el mundo nuevo y que las tendencias de la desglobalización, la demografía, la digitalización, la descarbonización y la deuda tengan un impacto cada vez mayor en la economía y en los mercados en los años venideros, esperamos ver una ola disruptiva especialmente en los sectores tecnológico, energético y de la atención sanitaria. Consideramos que el éxito de inversión en este horizonte temporal estará dado por identificar a las «empresas líderes surgidas de la disrupción» y las oportunidades de inversión asociadas tanto en los mercados públicos como privados.

Esperamos que este *Year Ahead 2024* le aporte el contexto, el análisis y las ideas adecuadas para ayudarle a transitar con su cartera por este mundo nuevo. Estamos deseosos de dar estos pasos junto a usted.



Iqbal Khan

Presidente, UBS Global Wealth Management

08

## El próximo año



### Perspectiva

09 Un mundo nuevo

### Principales interrogantes para 2024

- 12 ¿Cuál es la perspectiva para el crecimiento?
- 16 ¿Cuál es la perspectiva para las tasas y los rendimientos?
- 19 ¿Cómo incidirá la política en los mercados?

### Invertir en 2024

- 25 Gestionar la liquidez
- 27 Comprar calidad
- 31 Negociar dentro de rangos en divisas y materias primas
- 34 Cubrir los riesgos de mercado
- 36 Diversificar con crédito alternativo

38

## La próxima década



### Invertir en la próxima década

- 39** La próxima década
- 43** Expectativas por clase de activo
- 45** ¿Qué significará la IA generativa para los mercados y las economías?

### Invertir en el futuro

- 51** Escoger líderes que surgen de la disrupción
- 55** Captar crecimiento con los mercados privados
- 58** Lograr un equilibrio el próximo año y la próxima década

### Mirar atrás y mirar adelante

- 62** Revisión de 2023
- 63** Previsiones



Para obtener más información sobre el *Year Ahead 2024*, vaya a [ubs.com/yearahead](https://ubs.com/yearahead)





# Un mundo nuevo

Los efectos secundarios de la pandemia mundial, tanto en el plano económico como el político, siguen haciéndose sentir, después de años de que se desatara. Estamos en un mundo nuevo. Es momento de diseñar un plan, buscar un equilibrio y mantener la disciplina sin perder la agilidad.



**Mark Haefele**  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

Nunca antes en la historia de la humanidad una pandemia obligó a los gobiernos a paralizar a la fuerza y casi simultáneamente sus economías y luego volverlas a la vida mediante medidas de shock. ¿El resultado? El regreso de la inflación, tensión en el mercado laboral y un aumento de las tasas de interés, los rendimientos de los bonos y la deuda pública. Al mismo tiempo, las guerras en regiones productoras de petróleo, una China en proceso de maduración y el surgimiento de una política industrial y medioambiental en la órbita nacional son factores que están reconfigurando la escena geopolítica. Y si bien parece haber resurgido la antigua amenaza de las grandes potencias en guerra, las nuevas investigaciones en materia de inteligencia artificial (IA) también podrían transformar a la humanidad.

Esto nos deja en «un nuevo mundo», caracterizado por incertidumbre económica e inestabilidad geopolítica, pero también por un profundo cambio tecnológico.

## ¿Qué debemos esperar en el próximo año?

*En primer lugar*, esperamos una desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense en 2024, ya que los consumidores enfrentan crecientes dificultades. Prevemos que el crecimiento europeo seguirá siendo moderado y que China iniciará una «nueva normalidad» con un crecimiento más lento pero, eventualmente, de mayor calidad. Creemos que este entorno es propicio para inclinar las posicio-

nes de renta variable hacia acciones de calidad, con inclusión del sector tecnológico, que puede generar crecimiento de los beneficios aun en un contexto de desaceleración del crecimiento mundial.

*En segundo lugar*, prevemos que los bancos centrales comenzarán a recortar las tasas en 2024. En nuestra opinión, los mercados de deuda pública están sobreestimando el riesgo de que unas tasas de interés altas representen la nueva normalidad y también esperamos que los rendimientos caigan en 2024. Esto acentúa la necesidad de limitar las asignaciones a efectivo y asegurarse los rendimientos que ofrecen los bonos de calidad.

*En tercer lugar*, prevemos que la política ocupe un lugar importante en 2024. La elección presidencial de Estados Unidos, las guerras entre Israel y Hamás y entre Rusia y Ucrania y la persistente rivalidad de Estados Unidos y China podrían tener repercusiones en los mercados mundiales. Y las decisiones políticas de incurrir en un gasto fiscal significativo y sin financiación generan riesgos alcistas y bajistas de inversión para las previsiones económicas del escenario de base. Los inversores deben prepararse para protegerse de los riesgos de mercado. Creemos que las estrategias de preservación del capital, los hedge funds macro y el oro constituyen instrumentos de cobertura a los que estar atentos en 2024.

### Una década de transformación

De cara a la próxima década, esperamos que los efectos de la IA, la economía china que alcanza su madurez, la transición ener-

gética y los altos niveles de deuda en el mundo sigan en aumento.

Creemos que la IA estimulará una creación de valor significativa en varios sectores. Por el momento, los inversores se han enfocado en los posibles beneficiarios del hardware y las plataformas de IA, pero los eventuales efectos secundarios en las aplicaciones habrán de llegar lejos.

Se vislumbra una nueva normalidad para China. Las limitaciones de los antiguos modelos de crecimiento posiblemente generen un crecimiento más lento de lo que ha sido la norma en los últimos 20 años. Las inversiones mejor posicionadas deberían de ser las que se alinean con los esfuerzos del país por impulsar la actividad manufacturera de valor añadido, promover la transición verde y adquirir una mayor autonomía.

La preocupación por el cambio climático y la seguridad nacional impulsarán una transición mundial hacia la descarbonización. Lograr una transición total hacia una economía con cero emisiones de carbono es una empresa compleja. Pero una inversión significativa en proyectos de descarbonización debería de acarrear un alto potencial de crecimiento para los proveedores de soluciones en el espacio.

Producto de la inversión pública en seguridad tecnológica, medioambiental, energética y física —así como del envejecimiento de la población—, cabe esperar que los niveles de deuda suban. Creemos que el aumento de la deuda provocará más volatili-

dad de la renta fija, pero también más oportunidades para que inversores privados proporcionen financiación. Estas tendencias hablan de la importancia de acumular activos alternativos en carteras diversificadas para inversores capaces de gestionar los riesgos específicos asociados con estos.

### ¿Qué deben hacer los inversores?

*En primer lugar*, asegúrese de tener un plan. En este mundo nuevo hay mayor acceso a los datos, pero eso no significa que sean más informativos. Debido a la penetración de las redes sociales, cada dato se amplifica más que nunca. ¿El resultado? El poder de los relatos para influir en el comportamiento ha crecido, la información (o desinformación) puede impactar en los mercados más rápido que nunca y la opinión popular puede darse la vuelta en cuestión de días. Un plan claro, que vincule las estrategias con valores y objetivos, puede ayudar a los inversores a no perder de vista el panorama general en un mundo cada vez más ruidoso.

*En segundo lugar*, los inversores deben lograr un equilibrio. En nuestro escenario de base prevemos rentabilidades positivas para las carteras equilibradas en 2024 y nuestro análisis de escenarios sugiere que la diversificación entre múltiples activos también debería resultar eficaz para cubrirse en escenarios de riesgo. A largo plazo creemos que los inversores que mantengan una cartera multiestrategia diversificada —tradicional o sostenible— como estrategia de inversión «principal» serán los que seguramente logren protegerse y acrecentar su patrimonio real en el tiempo.

*En tercer lugar*, es preciso mantener la disciplina sin perder la agilidad. La disciplina es fundamental para una inversión de éxito: con la estrategia «principal» correcta, el adagio «más vale tiempo en el mercado que anticiparse al mercado» se ha verificado a lo largo del tiempo. Pero de igual modo, los mercados evolucionan y las necesidades de los inversores cambian. Los inversores, por lo tanto, deben examinar regularmente los planes para las asignaciones estratégicas, las asignaciones tácticas y las ideas de inversión «periféricas».

### Lecciones del “viejo mundo”

Al adentrarnos en un mundo nuevo, sería fácil sentir cierta desazón. Sin embargo, vale la pena recordar que desde 1900 el mundo ha sido testigo de dos guerras mundiales, nueve pandemias, cientos de guerras civiles y regionales, más de 2.000 detonaciones nucleares, revoluciones en los países más grandes y más poblados del mundo, al menos una docena de hiperinflaciones, más de 15 mercados bajistas, más de 20 recesiones y casi 200 impagos soberanos o crisis de deuda.

Cuando de invertir se trata, todos estos años de adversidad nos han enseñado tres cosas: el valor de la diversificación global, la virtud de la paciencia y, lo que es más importante, la resiliencia y el ingenio de la humanidad.

Le deseamos un Año Nuevo lleno de felicidad, salud y prosperidad.



# ¿Cuál es la perspectiva para el crecimiento?

Esperamos que la sólida economía estadounidense de 2023 dé paso a un crecimiento más lento, aunque todavía positivo, en 2024, pues los consumidores enfrentan crecientes dificultades. Prevedemos que la actividad en Europa siga siendo moderada y que China inicie una «nueva normalidad» caracterizada por un crecimiento más lento pero, eventualmente, de mayor calidad.

## Estados Unidos

### *Una desaceleración largamente esperada.*

El crecimiento económico de Estados Unidos fue más resiliente de lo esperado en 2023, gracias al excedente de ahorro de los consumidores. En 2024 cabe esperar que el crecimiento se desacelere. Las altas tasas de interés probablemente frenen la propensión al gasto: los artículos que normalmente se compran recurriendo a deuda, como las viviendas y los automóviles, se encuentran en los niveles menos asequibles en años. Los hogares se enfrentan a 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 estudio. Y creemos que las tasas de ahorro probablemente suban al disminuir la confianza.

*Sin contracción significativa.* Si bien esperamos una desaceleración, no prevedemos una contracción significativa de la actividad económica. A la luz de la historia, sería inusual que la economía estadounidense evitara

una recesión tras un periodo de subidas de tasas, pero creemos que hay motivo para el optimismo en esta ocasión. En primer lugar, la seguridad laboral en los hogares de ingresos medios —el grupo clave de gasto de consumo— probablemente siga siendo elevada. En segundo lugar, prevedemos un fuerte gasto de inversión relacionado con la inteligencia artificial, los semiconductores, la infraestructura y la energía verde. En tercer lugar, los sólidos balances de los hogares y las empresas deberían aportar cierto grado de resiliencia contra los shocks negativos.

## Europa

*Cierto apoyo.* Los ingresos reales de los consumidores probablemente aumenten gracias a la bajada de la inflación y a un mercado laboral resiliente y esperamos que se traduzcan en un mayor gasto de consumo. Los hogares ya han acumulado ahorro preventivo y han reducido la deuda. Una política fiscal favorable, en especial en los países del sur y este de Europa, también debería de estimular el crecimiento, pues los fondos del

plan fiscal NextGenerationEU promueven la inversión en infraestructura y producción de energía con bajas emisiones de carbono.

*Persisten las dificultades.* Prevemos que el crecimiento europeo permanecerá débil en general. La política monetaria probablemente seguirá siendo restrictiva durante el próximo año, incluso después de los tres recortes de tasas que esperamos. Los préstamos bancarios probablemente se vean limitados por presiones sobre la rentabilidad de los bancos, un apoyo menos generoso del

Banco Central Europeo (BCE) y la preocupación por la remuneración de las reservas. Una demanda externa moderada y los altos costes de la energía posiblemente afecten a los exportadores y fabricantes.

### China

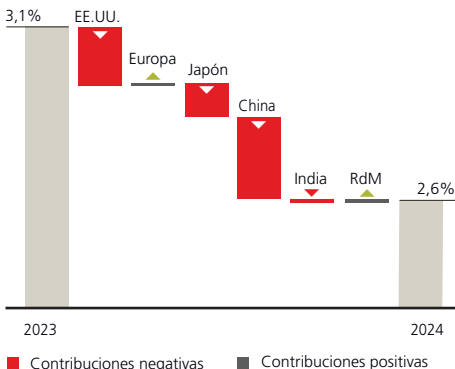
*Una nueva normalidad.* Esperamos que la economía china crezca un 4,4% en 2024, por debajo del 5,2% estimado en 2023, debido a los efectos de un consumo bajo, una demanda externa lenta y las dificultades en el sector inmobiliario. A largo plazo, en vista de la contracción de la fuerza laboral, los límites estructurales al crecimiento impulsado por el comercio y un equilibrio geopolítico frágil, la era en que China crecía al 6% anual probablemente haya quedado atrás.

*Todavía un motor del crecimiento.* Sin embargo, una nueva normalidad para la economía china no es motivo para considerarlo un fracaso. Beijing recientemente anunció un programa de emisión de bonos por valor de un billón de CNY que podría aumentar el crecimiento del PIB el próximo año entre 0,4 y 0,8 puntos porcentuales y esto podría ser la antesala de más medidas concretas en 2024. A largo plazo, prevemos que el gasto de consumo, el liderazgo en la transición hacia cero emisiones de carbono y las mejoras en la cadena de suministro industrial habrán de constituir catalizadores de crecimiento duradero y de calidad.

Gráfico 1

## Estados Unidos y China determinarán la desaceleración del crecimiento mundial

Previsiones de crecimiento del PIB mundial y principales catalizadores de la desaceleración



Nota: RdM: Resto del mundo

Fuente: UBS, a noviembre de 2023

## ¿Qué significará la nueva normalidad de China para la próxima década?

Puede leer más sobre el tema en la sección La próxima década en [ubs.com/yearahead](https://ubs.com/yearahead)



### Consecuencias para la inversión

*Comprar bonos de calidad.* Creemos que la desaceleración del crecimiento conducirá a expectativas de tasas de interés más bajas y rendimientos más reducidos en 2024, lo que convierte a los bonos de alta calidad en una oportunidad atractiva de inversión. Puede leer más sobre este tema en la [página 27](#).

*Comprar acciones de calidad.* Prevemos que los mercados de renta variable subirán en general, pero nos gustan especialmente las empresas de calidad, incluidas las tecnológicas, que tienen potencial para aumentar sus beneficios en un contexto de actividad

económica menos robusta. Puede leer más sobre este tema en la [página 28](#).

### Previsiones de UBS del crecimiento del PIB real

| 2023 |   | 2024 |           |
|------|---|------|-----------|
| 2,4% | ▶ | 1,1% | EE.UU.    |
| 0,5% | ▶ | 0,6% | Zona euro |
| 5,2% | ▶ | 4,4% | China     |

Fuente: UBS, a 13 de noviembre de 2023

### Lecciones de la historia

## ¿La Fed puede desafiar la historia y evitar causar una recesión?

La historia sugiere que un endurecimiento monetario agresivo a menudo, aunque no siempre, provoca una recesión.

Desde 1971 ha habido ocho ciclos de aumentos de tasas de interés antes del actual durante los cuales la Reserva Federal subió las tasas más de 200 puntos básicos (pb). En cinco de esas instancias sobrevino una recesión, incluidas las cuatro en que las tasas subieron 375 pb o más. En dos, 1983-84 y 1994-95, la Fed logró un aterrizaje suave de la economía. Las condiciones que lo hicieron posible incluyeron un buen an-

claje de las expectativas de inflación futura, una escasa oferta de mano de obra en el mercado laboral y un ahorro significativo de los hogares, tres características que se dan en el contexto actual. La recesión de 2020 fue provocada por la pandemia.

Nuestro escenario de base sigue previendo que Estados Unidos logrará un aterrizaje tirando a suave en 2024, gracias a una demanda laboral robusta, un sólido gasto de inversión y la fortaleza de los balances de los consumidores y de las empresas.

# ¿Cuál es la perspectiva para las tasas y los rendimientos?

Esperamos que los bancos centrales comiencen los ciclos de recortes de tasas en 2024. En nuestra opinión, los mercados de deuda pública están sobrevalorando el riesgo de que unas tasas de interés altas representen la nueva normalidad y esperamos que los rendimientos disminuyan en 2024.

## Inflación y tasas

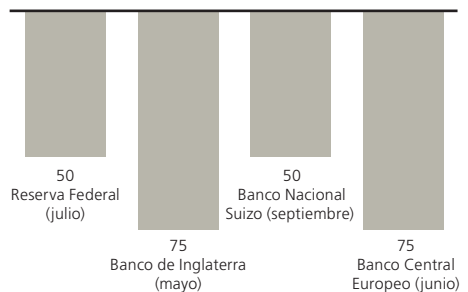
*Vuelta a la normalidad.* La inflación se aproximó hacia los objetivos de los bancos centrales en 2023 y continuará ese derrotero en 2024. En nuestro escenario de base preveemos que la inflación subyacente de precios al consumidor tanto de Estados Unidos como de la zona euro se sitúen en el rango del 2%-2,5% para fines de 2024. Los catalizadores principales incluyen el descenso de la inflación relacionada con la vivienda, una demanda de consumo más débil y la desaceleración del crecimiento salarial.

*Previsión de tasas más bajas.* Creemos que la combinación de un crecimiento más bajo y una inflación más reducida debería conducir a recortes de las tasas de interés en 2024. Si bien la inflación posiblemente se mantenga por encima de los objetivos del 2% durante la mayor parte de, sino todo, el próximo año, creemos que para mitad de año las autoridades económicas

Gráfico 2

## Nuestras previsiones de recortes de tasas de los bancos centrales

Recortes de tasas acumulados en 2024, en pb, y mes del primer recorte (entre paréntesis)



Fuente: UBS, a noviembre de 2023



tendrán suficiente confianza en que la inflación está disminuyendo de manera sostenible hacia el objetivo. Nuestro escenario de base prevé que el BCE y el Banco de Inglaterra recorten las tasas 75 pb en 2024, mientras que esperamos que la Fed y el Banco Nacional Suizo las bajen 50 pb el próximo año.

### Rendimientos

*Los mercados descuentan tasas más altas durante mucho más tiempo.* Los mercados sugieren que la Fed no recortará las tasas por debajo del 4,2% en los próximos cinco años. Si bien es posible que las tasas pudieran mantenerse altas durante más tiempo de lo esperado, consideramos muy improbable que la Fed no necesite recortar las tasas por debajo del 4%, o intervenir en los mercados si no, en los próximos cinco años. Durante ese horizonte de tiempo, cabe esperar al menos una recesión, periodo de inflación baja o turbulencia financiera. Las decisiones políticas de incurrir en un gasto fiscal significativo y sin financiación plantean riesgos para esta visión.

*Los rendimientos de los bonos previsiblemente bajen.* Prevemos que la desaceleración del crecimiento económico en 2024 dará lugar a expectativas de tasas de interés

más bajas, tanto a corto como a largo plazo. En este sentido, para finales del próximo año esperamos que el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años disminuya al 3,5%. Como analizamos en más detalle en nuestro contenido extra (véase el enlace más abajo), estimamos que el rendimiento de equilibrio a 10 años será del 3,5% (con base en una combinación de inflación del 2%-2,5%, una tasa de intereses real neutral del 0,5%-1% y una prima a plazo del 0,5%).

### Consecuencias para la inversión

*Gestionar la liquidez.* En vista de que las tasas de interés y las expectativas de tasas tienen visos de descender, creemos que los inversores deben asegurarse de no mantener demasiado efectivo y procurar optimizar las rentabilidades potenciales. Puede leer más sobre este tema en la [página 25](#).

*Comprar bonos de calidad.* Creemos que los bonos de calidad ofrecen rendimientos atractivos y potencial de revalorización del capital si los mercados comienzan a descontar expectativas de tasas de interés más bajas en 2024. Puede leer más sobre este tema en la [página 27](#).

---

## ¿Una deuda y unas tasas más altas son la nueva normalidad?

Puede leer más sobre el tema en la sección La próxima década en [ubs.com/yearahead](https://ubs.com/yearahead)



Lecciones de la historia

## ¿Qué sugiere la historia sobre la trayectoria de las tasas y los rendimientos?

*Las tasas no duran mucho en niveles máximos.* En los diez ciclos de aumento de tasas de la Fed desde 1970, estas se mantuvieron en niveles máximos durante una media de tres meses. El periodo más breve fue de apenas un mes y el más largo, de 15 meses.

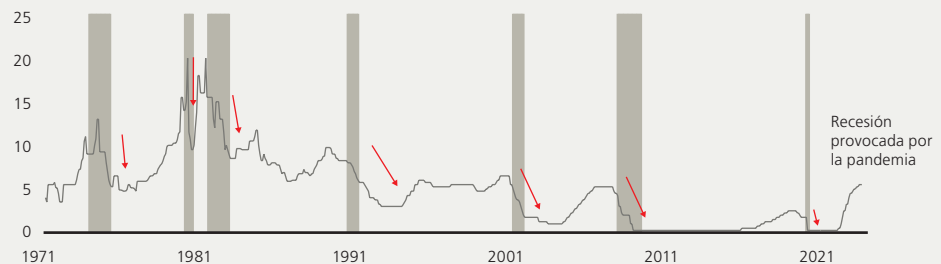
*Los recortes pueden ser fuertes.* Cuando la Fed comenzó a recortar las tasas, lo hizo en un promedio de 260 pb en los primeros 12 meses (excluidos 1987 y 2006, cuando las tasas volvieron a subir tras una pausa) y de 410 pb dentro de los primeros 24 meses. Hoy día, los mercados están descontando un recorte de 150 pb en los próximos dos años.

*Los rendimientos vuelven a la realidad.* Si bien la reciente subida de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU a 10 años ha sido rápida, esto tiene antecedentes: desde 1962 ha habido 16 episodios en los que el rendimiento a largo plazo ha aumentado más de 100 pb en seis meses. A excepción de uno (1979-1980), a todos les siguieron 12 meses de disminución de los rendimientos. Creemos que esta vez no será la excepción.

Gráfico 3

### Los recortes de tasas pueden ser fuertes

Tasa de los fondos federales, en %, periodos de recesión de EE.UU. sombreados



Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

# ¿Cómo incidirá la política en los mercados?

Esperamos que la política ocupe un lugar importante en 2024. La elección presidencial de Estados Unidos, las guerras entre Israel y Hamás y entre Rusia y Ucrania y la rivalidad de Estados Unidos y China podrían afectar a los mercados mundiales. Los inversores deben prepararse para episodios de volatilidad de origen político y considerar la utilización de coberturas.

## Elección presidencial en EE.UU.

*Midiendo las probabilidades.* El presidente Joe Biden y el ex presidente Donald Trump actualmente llevan la delantera por amplio margen en la búsqueda de su nominación en sus respectivos partidos.

Los mercados de apuestas atribuyen una probabilidad del 70% a que Biden sea el candidato del Partido Demócrata, un valor inusualmente bajo para un presidente en funciones que busca la reelección. Por su parte, si bien Trump tiene una probabilidad del 80% de obtener la nominación del Partido Republicano según los mercados de apuestas, los impedimentos legales podrían socavar su atractivo para los votantes no afiliados al partido y reducir sus probabilidades de acceder a la presidencia: los mercados le atribuyen una probabilidad del 35% (y a Biden de tan solo el 30%). Un riesgo externo es que esta insatisfacción pueda llevar a que candidatos externos incidan en la elección o incluso a impedir que un candidato obtenga

la mayoría de los votos en el Colegio Electoral, dejando la decisión de la elección en manos de la Cámara de Representantes.

*Cabe esperar un Congreso dividido.* Creemos que un Congreso dividido es el escenario más probable tras las elecciones de 2024. Esperamos que los republicanos asuman el control del Senado porque tienen menos escaños que defender. Sin embargo, creemos que los demócratas tienen mayores probabilidades de retener el control de la Cámara Baja, ya que algunos republicanos tienen campañas de reelección difíciles tras la destitución del expresidente de la Cámara de Representantes, Kevin McCarthy.

Con un Congreso dividido, la sanción de las leyes requeriría el acuerdo de ambos partidos. Esto reduciría la probabilidad de que se adoptaran reformas profundas —tales como cambios en la política tributaria o la sanitaria o la eliminación del gasto climático—, pero el presidente en ejercicio mantendría las fa-

cultades discrecionales en política exterior, lo que incluye áreas como las relaciones comerciales con China y la posición de Estados Unidos respecto a las guerras entre Rusia y Ucrania y entre Israel y Hamás.

### Guerra entre Israel y Hamás

En medio de una creciente crisis humanitaria, la guerra entre Israel y Hamás continúa entrañando incertidumbre. Mientras preparamos esta publicación, el conflicto sigue siendo una confrontación contenida que se limita exclusivamente a Hamás e Israel en las zonas geográficas bajo su control. Sin embargo, los riesgos parecen inclinarse hacia una escalada regional con intervención de otras naciones. Las operaciones terrestres de Israel en Gaza y el fuego cruzado entre Israel y Hezbolá y otros grupos milicianos vinculados a Irán son indicativos del riesgo de una escalada.

*Impacto en los mercados del petróleo.* En nuestro escenario de base prevemos que el Brent se negocie en un rango de 90 a 100 USD por barril. Pero si las exportaciones de crudo iraní descienden en unos 500.000 barriles diarios, esto podría empujar los precios del petróleo a un rango de 100 a 110 USD por barril. Una ampliación del conflicto en la región que involucre a otros productos de petróleo podría empujar los precios por encima de 120 USD por barril.

### Guerra entre Rusia y Ucrania

Mientras preparamos esta publicación, la guerra está teniendo un impacto diario relativamente limitado en los mercados financieros mundiales. No obstante, una reducción de la oferta en los mercados globales del petróleo ha dejado al mundo más vulnerable a otros shocks de la oferta.

*¿Estados Unidos primero?* Si Biden tuviera la reelección asegurada, cabría esperar una continuación del estatus quo en el que Estados Unidos proporciona apoyo financiero y militar a Ucrania. Sin embargo, si Trump compite con el mensaje «Estados Unidos primero» y resulta ganador, cabría esperar que el apoyo financiero y militar de Estados Unidos a Ucrania disminuyera considerablemente. En ese caso, los gobiernos europeos se verían obligados a aumentar sensiblemente el gasto —un riesgo fiscal— o a aceptar posibles triunfos militares de Rusia.

### Rivalidad de EE.UU. y China

*Comercio y tecnología.* Las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China parecen haber encontrado un nuevo equilibrio incómodo en 2023, pero los esfuerzos de China por lograr su autonomía en la producción de semiconductores están poniendo a prueba ese equilibrio. La Casa Blanca está intentando bloquear el acceso de China a chips de IA fundacionales y a tecnología de fabricación de chips.

**Taiwán.** Si bien esperamos que haya interés mutuo en que continúe la cooperación a ambos lados del estrecho de Taiwán y también entre este último país y Estados Unidos, las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China en relación con Taiwán podrían tener consecuencias significativas en las cadenas de suministro mundiales, con efectos secundarios en los mercados mundiales y en las relaciones diplomáticas.

**Consecuencias para la inversión**

En la [página 34](#) explicamos en detalle algunas de las formas principales en que los inversores pueden proteger las carteras en 2024, lo que incluye estrategias de preservación del capital, el oro, el petróleo y los hedge funds.

**Lecciones de la historia**

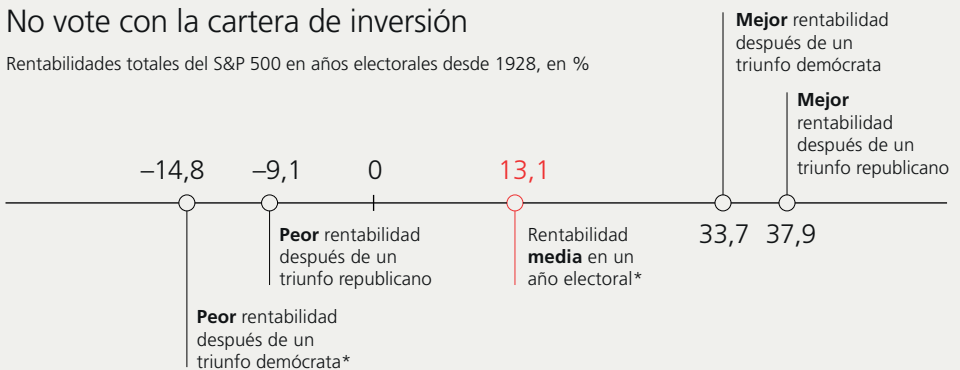
# ¿Las elecciones presidenciales en Estados Unidos tienen impacto en los mercados?

Si bien las elecciones presidenciales en Estados Unidos son importantes para la política nacional y exterior, nuestro análisis indica que no tienen un impacto fiable en los mer-

cados. Recomendamos que los inversores expresen sus preferencias políticas con el voto y no con las carteras de inversión.

## No vote con la cartera de inversión

Rentabilidades totales del S&P 500 en años electorales desde 1928, en %



\*Excluye 2008, cuando el S&P 500 cayó un 37%, principalmente como consecuencia de la crisis financiera mundial. Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

# Escenarios

## **Escenario de base: Aterrizaje tirando a suave**

**Probabilidad: 60%**

S&P 500: 4.700 | Rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años: 3,5% | EURUSD: 1,12

Esperamos que tanto las acciones como los bonos tengan rentabilidades positivas en 2024. La desaceleración del crecimiento económico de Estados Unidos, el descenso de la inflación y las expectativas de tasas de interés más bajas deberían de conducir a rendimientos más reducidos, lo que favorecería las valoraciones de los bonos y de las acciones, en tanto la ausencia de una fuerte recesión en Estados Unidos debería de permitir que los beneficios empresariales siguieran creciendo.

## **Escenario bajista: Aterrizaje brusco**

**Probabilidad: 15%**

S&P 500: 3.500 | Rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años: 2,75% | EURUSD: 1,00

Esperamos que las acciones registren rentabilidades negativas y los bonos, positivas. Una fuerte desaceleración del crecimiento —posiblemente como consecuencia del efecto acumulado de los aumentos de las tasas de interés decididos hasta ahora— genera una recesión moderada o severa. El ánimo pesimista de los inversores y las expectativas de beneficios mucho más bajos provocan la caída de las cotizaciones de la renta variable. A los bonos les va bien mientras se desploman las expectativas de las tasas y los inversores buscan protección en activos considerados seguros.

## **Escenario alcista: Despegue**

**Probabilidad: 20%**

S&P 500: 5.100 | Rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años: 5% | EURUSD: 1,18

Prevedemos rentabilidades positivas para las acciones y planas para los bonos. El fuerte crecimiento económico impulsa los beneficios empresariales, el ánimo de los inversores y, en última instancia, los precios de las acciones. Por el contrario, un crecimiento resiliente y una inflación persistentemente por encima del objetivo mantienen los rendimientos de los bonos en niveles altos o los elevan aún más, lo que provoca rentabilidades planas para esta clase de activo.

## **Escenario bajista alternativo: Vigilantes de los bonos**

**Probabilidad: 5%**

S&P 500: 3.800 | Rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años: 6% | EURUSD: 1,10

Prevedemos una evolución deslucida tanto de las acciones como de los bonos. Los rendimientos de los bonos continúan aumentando posiblemente por temor a abultados déficits fiscales, el encarecimiento de la energía o un periodo prolongado de inflación superior al objetivo. La subida de los rendimientos de los bonos también pesa sobre las acciones, dado que unas tasas de interés más altas deprimen las valoraciones razonables y algunos inversores se desprenden de acciones para invertir en bonos.



# ¿Cómo debo invertir en 2024?

Para transitar el próximo año, creemos que los inversores deben optar por inversiones en torno a cinco amplias ideas:

## Gestionar la liquidez

Puesto que las tasas de interés probablemente bajen, pensamos que los inversores deben limitar los saldos de efectivo y aprovechar oportunidades para optimizar los rendimientos, utilizando depósitos a plazo fijo, estrategias escalonadas de bonos y soluciones estructuradas.

## Comprar calidad

Esperamos rentabilidades positivas tanto para las acciones como para los bonos, pero hay que centrarse en la calidad. Prevedemos que los bonos de calidad generen rendimiento y también revalorización del capital. Y creemos que las acciones con una alta rentabilidad sobre el capital, balances sólidos y beneficios fiables son las que están mejor posicionadas para generar beneficios pese a un entorno de menor crecimiento.

## Negociar dentro de rangos en divisas y materias primas

Esperamos que el dólar se estabilice al iniciar 2024; sin embargo, el USD podría ex-

perimentar cierta debilidad a medida que avance el año. Por ello, creemos que es atractivo vender potencial alcista del USD para generar rendimientos. Entre las materias primas, prevemos que el Brent se negociará en un rango de entre 90 y 100 USD por barril durante 2024.

## Cubrir los riesgos de mercado

La incertidumbre geopolítica significa que los inversores tienen que prepararse para la volatilidad que se avecina. Además de diversificar, los inversores pueden ayudar a proteger las carteras de riesgos específicos mediante estrategias de preservación del capital, utilizando inversiones alternativas o con posiciones en el petróleo y el oro.

## Diversificar con crédito alternativo

Prevedemos una elevada volatilidad de los precios y de los diferenciales en la renta fija en medio de unos altos saldos de deuda en todo el mundo. Este es un entorno favorable para diversas estrategias de crédito, incluidas arbitraje de crédito y deuda distressed.



# Gestionar la liquidez



Creemos que los inversores deben 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.

## ► Depósitos a plazo fijo

Las tasas de interés del efectivo previsiblemente caerán en 2024, a medida que el crecimiento y la inflación globales se moderen. Con esto en mente, creemos que los inversores han de utilizar depósitos a plazo fijo para asegurarse las altas rentabilidades actuales sobre el efectivo y cubrir potenciales gastos y pasivos de hasta 12 meses. Los inversores a quienes preocupen los riesgos de emisor y contraparte pueden diversificar los depósitos. Invertir en depósitos a plazo fijo de diferentes vencimientos también puede ayudar a igualar los pasivos y a reducir los riesgos de tasas de interés y de reinversión.

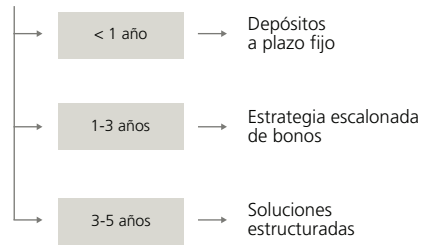
## ► Estrategias escalonadas de bonos

Las estrategias escalonadas de bonos pueden contribuir a proporcionar a los inversores mayor certidumbre sobre las rentabilidades futuras. Una estrategia escalonada de bonos implica comprar una serie de bonos de duración corta con diversos vencimientos, organizados por fases para proporcionar una fuente de ingresos estable y alineados con el tamaño y el calendario de las retiradas de capital de la cartera previstas a lo largo de los siguientes 12 a 36 meses. Consideramos que las actuales rentabilidades de los bonos de duración corta son atractivas y no esperamos que los rendimientos de hoy duren si los bancos centrales bajan las tasas. Mantener bonos de calidad también puede ofrecer margen para obtener ganancias en escenarios de recesión económica.

► **Soluciones estructuradas con características de preservación del capital**

En el caso del efectivo que se pretenda usar en un plazo de 3 a 5 años, las inquietudes por la liquidez y la seguridad tienen que equilibrarse con los costes de oportunidad de potenciales recorridos alcistas bursátiles. Los inversores preocupados por limitar las pérdidas pero también por participar de las subidas de la renta variable pueden considerar soluciones estructuradas con características de preservación del capital. La bajada de los precios de los bonos y la menor volatilidad de las bolsas en 2023 han mejorado los precios de tales estrategias, las cuales deberían de enfocarse principalmente en cubrir los pasivos a largo plazo, ya que pueden aplicarse costes si los inversores se ven obligados a vender antes del vencimiento.

## Cómo estructurar su liquidez



Fuente: UBS, a noviembre de 2023

*Las variaciones de las tasas de interés, la volatilidad implícita y los niveles de dividendos también pueden influir en los precios de las soluciones estructuradas. Los inversores han de tener presentes los riesgos adicionales soportados cuando se utilizan soluciones estructuradas u otras estrategias basadas en opciones, incluido que el emisor no pueda cumplir sus obligaciones o devolver el capital principal de un inversor al vencimiento.*

# Comprar calidad



Esperamos rentabilidades positivas generales tanto para las acciones como para los bonos el próximo año. Pero dentro de cada clase de activo, pensamos que los inversores deben centrarse en la calidad. En renta fija, los bonos de calidad ofrecen rendimientos atractivos y deberían generar revalorización del capital si las expectativas apuntan a una bajada de las tasas de interés, como prevemos. En cuanto a las acciones, las empresas de calidad con balances sólidos y muy rentables, incluidas las del sector tecnológico, parecen las mejor posicionadas para generar beneficios en un entorno de menor crecimiento.

## ► La perspectiva para los bonos

Prevedemos que los rendimientos de la deuda pública caigan en 2024, apuntalando unas rentabilidades positivas para la clase de activo.

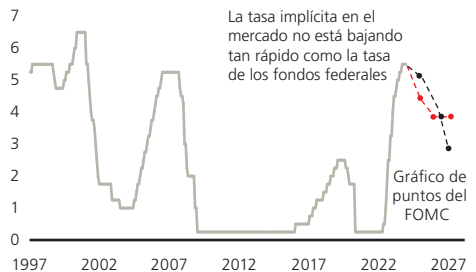
Pensamos que un crecimiento más débil debería contribuir a unas expectativas de tasas de interés más bajas. En nuestra opinión, las estimaciones del mercado de que la Fed no recortará las tasas a un nivel por debajo del 4% dentro de los próximos cinco años son demasiado restrictivas. Y, en un mundo incierto, creemos que la deuda pública podría atraer periódicamente flujos de capital en busca de activos considerados refugio.

*Bonos de calidad.* Pensamos que este es un momento oportuno para incorporar bonos de elevada calidad, concretamente de alta

Gráfico 4

## El mercado tiene un sesgo excesivamente restrictivo

Tasa de los fondos federales, precios del mercado con base en contratos a plazo, en %



Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

calidad (deuda pública) y con grado de inversión. Los rendimientos actuales deberían proporcionar rentabilidades atractivas, siendo posible unas rentabilidades positivas en una variedad de escenarios (ver la [página 22](#)) y particularmente en escenarios de recesión económica.

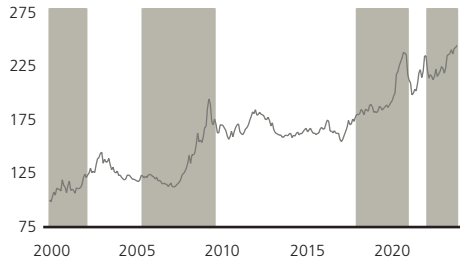
Vemos valor en el segmento de duración de 1 a 10 años y especialmente en la duración a cinco años. Creemos que esta parte media de la curva de rentabilidades ofrece una atractiva combinación de rendimientos más altos y mayor estabilidad que en el extremo largo, así como cierta sensibilidad a las expectativas de bajadas de las tasas de interés. Somos ligeramente más cautelosos respecto a los bonos a más largo plazo debido a su mayor vulnerabilidad a los factores técnicos, incluida la elevada oferta actual de títulos del Tesoro estadounidense.

Sí vemos determinadas oportunidades en segmentos de crédito de más riesgo, incluida la deuda de alta rentabilidad y los bonos de mercados emergentes. No obstante, unos requisitos crediticios más estrictos, unos costes de financiación más altos y un crecimiento económico más lento apuntan a unos mayores riesgos de impago. Las primas de riesgo de liquidez también podrían aumentar a medida que la oferta monetaria mundial se reduce. En consecuencia, consideramos que los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad son vulnerables a una ampliación respecto a los bonos con grado de inversión y de alta calidad.

Gráfico 5

## En el entorno actual concentrarse en acciones de alta calidad

Rentabilidad de las empresas con una ROIC alta (tercio superior del Russell 1000) frente a las de ROIC baja (tercio inferior), neutralidad sectorial, en base 100



ROIC = Rentabilidad del capital invertido

Nota: Las áreas sombreadas denotan períodos en los que el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años menos el rendimiento de los bonos del Tesoro a 2 años es inferior al 0,75% o la economía está en recesión

Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

### ► La perspectiva para las acciones

Prevedemos que se produzca un recorrido alcista moderado de los índices mundiales de renta variable en 2024, al aumentar los beneficios y bajar las tasas de interés y los rendimientos de los bonos. En nuestro escenario de base esperamos que el S&P 500 alcance los 4.700 puntos para diciembre del próximo año.

También prevemos un aumento del 9% en los beneficios por acción de las empresas del S&P 500 el año que viene, después de un resultado plano en 2023. Creemos que unos inventarios adelgazados, los efectos base puntuales en la atención sanitaria y las contribuciones de los beneficios del sector tecnológico y de otras empresas de calidad

deberían contrarrestar los escollos cíclicos de un crecimiento económico más lento en Estados Unidos. Preveemos un crecimiento del 3% en el caso de las empresas europeas y del 16% en los mercados emergentes.

También pensamos que los niveles más bajos de tasas de interés y de rendimientos de los bonos deberían de impulsar a las acciones, siempre que se evite una contracción significativa del crecimiento económico. En 2023 la prima de riesgo de la renta variable se deterioró al subir los rendimientos de los bonos, lo que hizo a las acciones cada vez menos atractivas con relación a los bonos. Preveemos que esta tendencia se invertirá en 2024.

Por supuesto, una incertidumbre más generalizada en el plano macroeconómico y geopolítico genera una mayor incertidumbre también en torno a nuestras estimaciones de beneficios y el índice MSCI All Country World está cotizando a 15,9 veces la relación precio-beneficio (PER) a 12 meses, alrededor de un 10% por encima de la media de 15 años. Así pues, mantenemos una postura neutral en renta variable en general, mientras aguardamos a que surjan oportunidades para cambiar la asignación a acciones.

Por regiones, nos gustan las acciones de mercados emergentes y situamos a las británicas entre las menos preferidas.

*Acciones de calidad.* Estas acciones están entre nuestras recomendaciones de mayor convicción en el mercado de renta variable. Creemos que las empresas con fuertes ren-

tabilidades sobre el capital invertido, márgenes operativos resilientes y una deuda relativamente baja en los balances serán las que mejor posicionadas estén para continuar generando beneficios en un entorno de menor crecimiento.

Un barómetro de estos valores, el índice MSCI ACWI Quality, históricamente ha rendido 1 punto porcentual más que el MSCI ACWI en periodos de seis meses en los que el crecimiento se ha ralentizado pero ha seguido siendo positivo (según la medición de la encuesta GDPNow de la Fed de Atlanta) y este es el entorno que esperamos en 2024.

Las acciones de calidad también han registrado una rentabilidad superior históricamente en las últimas fases del ciclo económico, incluidos los periodos de contracción económica, lo cual debería proteger a las carteras si la economía se desacelera más de lo que preveemos. El sesgo hacia la calidad se alinea asimismo con nuestra preferencia por las empresas tecnológicas estadounidenses, que deberían de situarse entre las principales beneficiarias de la demanda tanto de hardware como de software relacionados con la IA.

Las acciones de calidad suelen tener valoraciones más altas que el índice general, pero pensamos que en 2024 merecerá la pena pagar por la calidad. Los inversores pueden encontrar acciones de calidad dentro del sector tecnológico de EE.UU., valores cíclicos de alta calidad y con ingresos de calidad estables en Europa y nombres selectos en Asia.

## Centrarse en la sostenibilidad en renta fija y variable

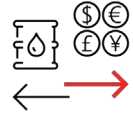
Los inversores pueden colocar capital en renta fija y variable a la vez que se alinean con objetivos de sostenibilidad.

Los bonos de bancos multilaterales de desarrollo (BMD), que canalizan capital hacia proyectos de desarrollo con objetivos medioambientales y sociales, tienen una calificación de AAA y ofrecen rentabilidades ligeramente más altas que la deuda pública de referencia.

Los bonos sostenibles —que comprenden los bonos verdes, sociales, de sostenibilidad y ligados a la sostenibilidad— brindan rendimientos comparables con los que por lo demás son bonos tradicionales idénticos, a la vez que presentan transparencia sobre los proyectos financiados con el capital obtenido de ellos.

Las estrategias de «líderes en ESG» dentro de la renta variable y los bonos se centran en empresas con los indicadores más altos en criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. Algunos estudios empíricos apuntan a un vínculo entre una mejor gestión de la sostenibilidad de una empresa y su rendimiento financiero. Además, las carteras de líderes en ESG se correlacionan fuertemente con factores «de calidad» y suelen presentar primas de valoración tanto en acciones como en bonos.

# Negociar dentro de rangos en divisas y materias primas



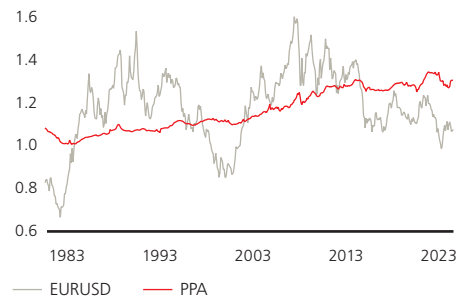
Al adentrarnos en 2024, el dólar debería mantenerse estable en torno a los niveles actuales. Pero a medida que avance el año, el USD podría comenzar a depreciarse, lo que hace atractiva la venta de potencial alcista del USD para obtener una mayor rentabilidad. En cuanto a las materias primas, los inversores pueden posicionarse para aprovechar las posibles rentabilidades del carry y, simultáneamente, cubrirse frente a riesgos geopolíticos o climáticos. Nos gustan las estrategias de generación de rendimiento o aquellas que permiten a los inversores comprar divisas sistemáticamente en niveles más baratos.

## ► La perspectiva para las divisas

Prevedemos que el dólar se mantenga estable en los primeros meses del año debido a un sólido crecimiento económico en Estados Unidos y a unas altas tasas de interés en dicho país con relación al resto del mundo. No obstante, las valoraciones actuales ya descuentan un fuerte rendimiento económico y unas tasas relativas altas en EE.UU. Al mismo tiempo, los avances del euro, la libra esterlina y el franco suizo probablemente sean reducidos ante un deslucido crecimiento y unos bancos centrales dependientes de los datos. En consecuencia, nos inclinamos por las estrategias de aumento de la rentabilidad dentro de estas divisas.

Gráfico 6

El dólar sigue estando sobrevalorado  
EURUSD y valor del PPA del EURUSD



Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

El dólar australiano es nuestra divisa preferida, ya que el Banco de la Reserva de Australia debería ser uno de los últimos grandes bancos centrales en recortar las tasas de interés. Las favorables posiciones fiscal y de la cuenta externa se suman a un atractivo mix de divisas.

También nos gusta el yen japonés, dado que el Banco de Japón está restringiendo la política monetaria y las autoridades podrían intervenir para evitar que el yen siga depreciándose. Dicho esto, el carry negativo del yen probablemente obstaculizará los avances de la divisa, lo que exigirá a los inversores centrarse en la dinámica del tipo de cambio.

Prevedemos que el yuan chino toque fondo frente al dólar a comienzos de 2024. Aun así, creemos que cualquier repunte del CNY será limitado, considerando los problemas estructurales de China y los persistentes riesgos geopolíticos. Pensamos que esto dificulta la subida de las divisas asiáticas que

se benefician del crecimiento, a menos que la actividad económica fuera de la región sorprenda muy positivamente.

Los riesgos para nuestra visión incluyen la posibilidad de que la economía estadounidense siga superando las expectativas y experimente un sólido crecimiento. Y a la inversa, la actividad económica de la zona euro o de China podría ser objeto de mayores presiones, impidiendo que sus divisas se beneficien de un descenso del crecimiento en EE.UU. Los riesgos geopolíticos también abundan y una escalada de los mismos podría volver a otorgar al dólar su característico brillo de activo refugio, probablemente eclipsado solo por el franco suizo.

*Transitar el mercado de divisas en 2024.*

Para aquellos inversores cuya divisa base sea el dólar, pensamos que vender el potencial alcista del dólar para aumentar la rentabilidad o vender el dólar en los recorridos alcistas constituye una estrategia atractiva. Creemos que el riesgo de subida del USD es

| <b>Cruces de divisas</b> | <b>Comprar en el extremo inferior del rango</b> | <b>Vender en el extremo superior del rango</b> |
|--------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| EURUSD                   | 1,0–1,05                                        | 1,10–1,12                                      |
| USDCHF                   | 0,85–0,87                                       | 0,92–0,94                                      |
| EURCHF                   | 0,94                                            | 1,0                                            |
| GBPUSD                   | 1,19–1,21                                       | 1,26–1,30                                      |
| USDJPY                   | 137–140                                         | 152–155                                        |
| AUDUSD                   | 0,63–0,64                                       | 0,70–0,72                                      |

Fuente: UBS, a noviembre de 2023



limitado en el corto plazo y que las valoraciones actuales ya descuentan un fuerte crecimiento económico en Estados Unidos.

A los inversores en el euro, la libra esterlina, el franco suizo u otras monedas selectas les sugerimos que busquen oportunidades de cotización dentro de los rangos en los cruces (ver el cuadro).

Por otra parte, nos gusta el AUD desde una perspectiva del carry y creemos que vender el riesgo bajista en el JPY, la NOK y el AUD son estrategias interesantes desde una perspectiva del riesgo de contado y de la volatilidad.

### ► La perspectiva para las materias primas

Puesto que el crecimiento del PIB sigue siendo moderado en China, es prácticamente nulo en Europa y está disminuyendo en Estados Unidos, el potencial de subidas de los precios de las materias primas es relativamente limitado.

Pero unos rendimientos del colateral en efectivo de más del 5% y las ganancias por renovación de contratos de curvas de futuros en descenso en energía y partes de la agricultura tienen visos de apuntalar las rentabilidades totales. Esto probablemente agregue entre uno y dos puntos porcentuales por año a las rentabilidades de los índices generales (con base en el índice UBS CMCI).

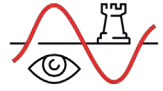
En conjunto, prevemos que los índices generales de materias primas generen rendimientos de entre el 10% y el 12% a lo largo de los próximos 12 meses. Pensamos que esta estrategia proporciona una atractiva ventaja de riesgo-rentabilidad a los inversores que continúen manteniendo las posiciones, a la vez que ofrece cierta protección frente a riesgos geopolíticos y climáticos que amenazan el suministro.

*Negociar dentro de rangos.* Nos gustan las estrategias que aprovechan los rangos en las materias primas, vendiendo el potencial alcista en algunos casos y el bajista en otros.

En energía, al restringir la producción, la OPEP+ ha creado un déficit de mercado artificial, aunque unos precios muchos más altos probablemente desembocarían tanto en una respuesta de la oferta como en destrucción de la demanda. Prevemos que los precios del petróleo crudo Brent fluctúen en un rango de entre 90 y 100 USD por barril pero con los riesgos inclinados al alza, dado el potencial de que se produzcan interrupciones del suministro.

Pronosticamos que el oro suba más, hasta un récord de 2.150 USD por onza para final de 2024 si las bajadas de las tasas estadounidenses se hacen realidad. Sin embargo, en el corto plazo los costes de oportunidad asociados a mantener oro siguen siendo elevados, de modo que favorecemos comprar durante los descensos.

# 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 ayudar a proteger las carteras frente a riesgos específicos mediante inversiones estructuradas defensivas, inversiones alternativas o posiciones en el petróleo y el oro.

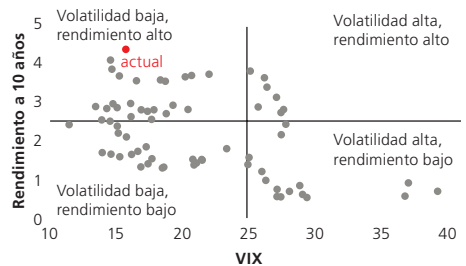
## ► Inversiones estructuradas defensivas

Prevedemos que la renta variable registre rentabilidades positivas en 2024. Pero dado que los riesgos económicos y geopolíticos probablemente sean prominentes, los inversores que busquen cubrirse frente al riesgo de pérdidas pueden hacer uso de inversiones estructuradas con características de preservación del capital. Tales estrategias son particularmente atractivas en tiempos de mayores rendimientos de los bonos y una volatilidad implícita del mercado de renta variable media o inferior a la media. Otra opción para reducir la exposición directa es mediante estrategias que generen rendimientos, un enfoque que es atractivo cuando la volatilidad es elevada, como en los mercados de renta fija actuales.

Gráfico 7

### Unos rendimientos más altos y una volatilidad baja suponen un impulso para la preservación del capital

Media del VIX de los 12 meses previos en los últimos cinco años frente al rendimiento de los bonos a 10 años de Estados Unidos, datos trimestrales, y nivel actual



Fuente: Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

### ► **Petróleo y valores de energía**

Los inversores preocupados por el potencial impacto en los mercados de una escalada de las guerras entre Israel y Hamás o entre Rusia y Ucrania pueden plantearse cubrir las carteras mediante inversiones en el mercado del petróleo o valores de energía. Los inversores con una alta tolerancia al riesgo pueden considerar añadir exposición a través de contratos sobre el Brent con vencimientos más largos, que actualmente cotizan con un descuento respecto a los precios de contado, o vender el riesgo de que caigan los precios del Brent.

### ► **Oro**

Pensamos que el oro puede proporcionar una cobertura potencialmente efectiva para la cartera frente al aumento de las tensiones geopolíticas. La actual incertidumbre en torno a las tasas de interés y la geopolítica podría conducir a agitación en los precios del oro a corto plazo. Pero los inversores que deseen incorporar oro a sus carteras pueden plantearse comprar el metal utilizando opciones (comprando por debajo de 1.900 USD por onza). Pensamos que los inversores con posiciones largas en el oro deberían mantenerlas en previsión de una recuperación a lo largo de los próximos 6 a 12 meses.

### ► **Cubrir la cartera con posicionamiento para una curva de rentabilidades de EE.UU. más pronunciada**

Los inversores inquietos por la ampliación de los déficits fiscales estadounidenses podrían considerar una posición a favor del pronunciamiento de la curva de rentabilida-

des de los bonos del gobierno estadounidense, comprando títulos del Tesoro a 5 años y vendiendo bonos a 10 años (ajustados por la duración). Esto aprovecha la relativamente plana curva de rendimientos para ejecutar una «cobertura de bajo coste» frente a rentabilidades más altas de los bonos con vencimientos más largos. Esperaríamos que esta posición rindiera bien si los inversores demandan más compensación por mantener títulos del Tesoro estadounidense a más largo plazo o si los temores a una recesión desembocan en unas expectativas de tasas de interés a corto plazo más bajas.

### ► **Hedge funds macro y multiestrategia**

Los fondos macro también podrían ser una cobertura y un elemento diversificador efectivos en 2024. Se benefician de la volatilidad macroeconómica y su enfoque top-down les permite transitar los cambios en el panorama económico, las políticas de los bancos centrales y las condiciones de mercado.

Por otra parte, los fondos multiestrategia, que combinan diversos enfoques de hedge funds, también constituyen potencialmente una forma atractiva de diversificar las carteras. Estos fondos normalmente tienen un alto grado de diversificación, reasignan las posiciones de forma dinámica y aplican estrategias de gestión de riesgos avanzadas. Los inversores deben tener presentes los riesgos intrínsecos en las inversiones alternativas. Entre los mismos figuran el riesgo de liquidez, el uso de apalancamiento y unos requisitos de revelación de información limitados.

# Diversificar con crédito alternativo



Prevedemos 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 alternativas, incluidas arbitraje de crédito y deuda distressed.

## ► Arbitraje de crédito

Los mercados de crédito estadounidenses han estado recuperándose desde el cuarto trimestre de 2022. Pero los segmentos de crédito de calificaciones más bajas han ofrecido un rendimiento inferior, debido en gran medida a los temores en torno a la refinanciación. La ampliación de la dispersión entre los emisores hace de las estrategias de arbitraje de crédito una incorporación potencialmente atractiva a las carteras.

En el mercado actual alrededor de un tercio de las emisiones del índice ICE BofA US High Yield cotiza con diferenciales inferiores a 300 puntos básicos (pb) con relación al índice de referencia, un 15% con entre 501 pb y 800 pb y un 9% por encima de 800

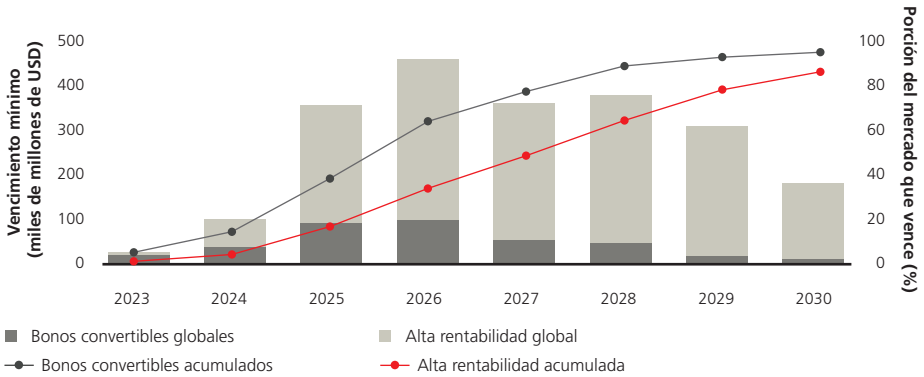
pb. Esto presenta oportunidades para que los gestores más avezados elijan créditos individuales basándose en el análisis de los fundamentales.

Hay riesgos a considerar cuando se invierte en esta estrategia. Junto con la falta de liquidez y una menor transparencia que en los mercados públicos, las carteras de arbitraje de crédito están sujetas a pérdidas a corto plazo derivadas de unos niveles más altos de problemas corporativos, incluso si tales problemas pueden abrir oportunidades a largo plazo. Esto subraya la importancia de gestionar el riesgo en los créditos individuales distressed y de considerar las coberturas de carteras de índices.

Gráfico 8

## Unas tasas más altas y el inminente muro de vencimientos presiona a las empresas para que paguen los préstamos, lo que genera oportunidades en deuda distressed

Muro de vencimientos de los bonos convertibles y de alta rentabilidad, en miles de millones de USD, frente a la porción del mercado que vence



Fuente: BofA Securities, Bloomberg, UBS, a noviembre de 2023

### ► Deuda distressed

También vemos buenas oportunidades estratégicas en los fondos distressed y de situaciones especiales. Unas tasas de interés más altas podrían ejercer presión sobre la capacidad de las empresas para refinanciarse. Ello debería proporcionar una fuente constante de operaciones para fondos distressed y de situaciones especiales. Las oportunidades en deuda distressed proba-

blemente estén centradas en áreas del mercado que ya han sufrido alteraciones, con propiedades en quiebra y problemas con los inquilinos. En otros sectores los fondos distressed podrían encontrar oportunidades en empresas excesivamente endeudadas que tienen dificultades para cubrir los costes de los intereses.



# La próxima década

Las secuelas económicas de la pandemia han sido de amplio alcance y, a menudo, inesperadas. La inflación se disparó y se mantuvo elevada. Las tasas de interés subieron a niveles no vistos en más de 15 años. Sin embargo, a pesar del incremento de las tasas, el desempleo permaneció en niveles bajos y el crecimiento siguió siendo robusto.

El inusual conjunto de desenlaces económicos en los últimos años lleva a plantearse si el «mundo nuevo» posterior a la pandemia también ha traído aparejado un nuevo régimen macroeconómico, en el cual la economía mundial pasa de estar caracterizada por una demanda débil y un exceso de oferta a presentar limitaciones de oferta y una robusta demanda.

La respuesta a esa pregunta estará dada por la evolución de lo que hemos dado en llamar las «Cinco D»: desglobalización, demografía, digitalización, descarbonización y deuda.

## Desglobalización

Un mundo nuevo probablemente se caracterice por una menor integración entre las economías. Creemos que el comercio como proporción del PIB mundial posiblemente ya haya alcanzado su máximo y la reducción del comercio se ve propiciada porque Estados Unidos, Europa y China se están acostumbrando a intercambiar sanciones, aranceles y controles a las exportaciones. Asimismo, las tensiones entre Estados Unidos y China también amenazan con dividir al mundo en

bloques financieros, comerciales y tecnológicos incompatibles.

Pero la forma precisa en que la desglobalización configure la economía mundial en la próxima década no dependerá tanto de que efectivamente suceda sino de las razones que la motiven.

Si la desglobalización ocurriera por razones eminentemente políticas —por ejemplo, debido a un aumento de las restricciones o los subsidios comerciales—, probablemente constreñiría la oferta general de bienes, reduciría el crecimiento potencial o elevaría periódicamente la inflación.

Sin embargo, las consecuencias seguramente serán diferentes, si la desglobalización ocurre por motivos principalmente económicos —como consecuencia de que las empresas aprovechan la automatización, ponen énfasis en las manufacturas integradas, reevalúan los costes a la luz del aumento de los salarios en los mercados emergentes o estructuran cadenas de suministro más resilientes. En este escenario el

resultado neto posiblemente sea un aumento de la oferta, menos riesgos inflacionistas y un mayor crecimiento potencial.

### Demografía

La demografía presenta una posible complicación cada vez mayor en nuestro mundo nuevo. La mitad de la economía mundial, medida por el PIB oficial, tiene hoy una población en descenso. La población está disminuyendo en Japón, China y varios países europeos. La relación jubilados-trabajadores activos ha subido en el mundo del 11,8% al 14,8% en tan solo diez años y es mucho mayor en los países de ingresos altos, donde ha aumentado del 23,2% al 29,1% en el mismo periodo.

Estas tendencias representan una restricción a la oferta. El crecimiento económico es una función del crecimiento de la fuerza laboral, la inversión de capital y la productividad, de modo que a igualdad de factores, un menor crecimiento de la fuerza laboral implicará menos crecimiento potencial de la economía. Una mayor proporción de jubilados respecto de los trabajadores probablemente se traduzca en más endeudamiento. En las economías con predominio del sector de los servicios, donde el potencial de crecimiento de la productividad es más limitado, el aumento del coeficiente de dependencia de la tercera edad también podría contribuir a generar inflación.

La posibilidad de que la economía mundial pueda escapar a los efectos colaterales negativos del envejecimiento de la población

podría depender esencialmente de lo que suceda con la tercera D: la digitalización.

### Digitalización

El ascenso de la inteligencia artificial podría presagiar una era de mayor productividad. Vemos potencial para un aumento anual progresivo de entre un 0,3% y un 2% tan solo en Estados Unidos.

Si se materializa plenamente el potencial de la IA, podría contribuir a aliviar las dificultades demográficas —promoviendo el crecimiento y generando desinflación en determinados bienes y servicios, pese a la contracción de las poblaciones en edad de trabajar. Mientras tanto, la inversión inicial en IA y las industrias relacionadas, como los semiconductores, podría impulsar la demanda a corto plazo.

Sin embargo, el impacto de la IA podría no ser tan profundo si la tecnología estimula la oferta principalmente en industrias menos afectadas por las dificultades demográficas (p. ej., servicios profesionales auxiliares de chatbots) y no logra impulsar la oferta en áreas que enfrentan mayores presiones (p. ej., robots físicos de apoyo en la atención sanitaria).

En cualquier caso, creemos que para los inversores el auge de la IA debería de propiciar un crecimiento general de los beneficios corporativos y crear oportunidades en empresas que habilitan, ofrecen o se benefician de tecnologías de IA.



### Descarbonización

La campaña hacia una energía limpia y cero emisiones de carbono se ha visto reforzada por el temor a la seguridad energética y por fenómenos meteorológicos extremos. En los próximos años esperamos que el capital público y privado continúe apoyando la transición energética.

A corto y medio plazo creemos que la transición energética podría alterar la oferta, pues las dificultades para el almacenamiento de energía y la conectividad de la red limitan la fiabilidad de la energía renovable, aun pese al aumento de los costes y riesgos operativos de los combustibles fósiles. Al mismo tiempo, las inversiones en el sector podrían ayudar a mantener una demanda mundial robusta.

A largo plazo consideramos que el impulso hacia la descarbonización constituye un factor neto positivo para la oferta mundial. Posibilitar una oferta más abundante de energía a costes más bajos debería contribuir a un mayor crecimiento potencial, menos inflación y cadenas de suministro más robustas. Para los inversores, los proveedores de soluciones así como los primeros en adoptarlas deberían de ser los que más se beneficien.

### Deuda

El futuro de la quinta D —la deuda— podría depender de cómo contribuyan las otras cuatro a diferentes resultados en materia de crecimiento, inflación y tasas de interés. La deuda mundial total ha subido como proporción del PIB desde la crisis fi-

nanciera mundial de 2008 en un mundo que ha debido lidiar con una demanda débil. Afortunadamente, gracias a una oferta abundante y a las bajas tasas de interés, los pagos de intereses como proporción de los ingresos públicos se han mantenido cerca de los mínimos históricos hasta ahora.

De cara al futuro, cabe esperar que la deuda pública aumente como proporción del PIB debido a las dificultades demográficas y las necesidades de inversión relacionadas con la descarbonización, la digitalización y la desglobalización. Si las tasas y los rendimientos no disminuyen tal como esperamos en los próximos años, el aumento de los pagos de intereses podría comenzar a plantear dificultades para los gobiernos en la segunda mitad de esta década.

Será necesario que la deuda siga siendo asequible, en no poca medida porque muchos votantes prefieren costes de endeudamiento bajos. El camino preferido para lograrlo es mediante un crecimiento económico robusto, que podría materializarse con la utilización generalizada de IA, abundante energía verde y el traslado de las cadenas de suministro a los mercados locales. Si esto no funciona, entonces posiblemente se necesite alguna combinación de represión financiera, impuestos, inflación inesperada o impagos. En este punto, la respuesta posiblemente tenga menos que ver con los mercados y la economía y más con la política, ya que los caminos que elija cada país probablemente sean distintos.

## Escenarios

Al considerar la próxima década, vislumbramos cuatro posibles escenarios para la nueva normalidad macroeconómica en nuestro mundo nuevo.

### **Los locos años veinte**

*Inflación moderada y crecimiento alto*

Los catalizadores podrían incluir altas tasas de inversión ligadas a la digitalización (IA), la descarbonización y la defensa. En este escenario cabría esperar un fuerte crecimiento de los beneficios y buenos resultados de las acciones, pero una evolución inicial más moderada de los bonos, dado que los inversores descuentan que las tasas de interés se mantendrán altas más tiempo.

### **Vuelta al estancamiento estructural**

*Inflación baja y crecimiento bajo*

Los posibles catalizadores incluyen el envejecimiento de la población o la posibilidad de que las promesas de la IA y de las energías renovables defrauden las expectativas. Este escenario probablemente sería favorable para los bonos inicialmente al utilizarse la represión financiera para gestionar la creciente carga de la deuda. Las medidas de estímulo de los bancos centrales podrían apuntalar los múltiplos de las acciones, pero las empresas podrían tener dificultades para hacer crecer sus beneficios.

### **Un mundo feliz**

*Inflación baja y crecimiento alto*

Los posibles catalizadores de este escenario incluyen un papel prominente de la IA o una vuelta a la globalización. Creemos que este escenario sería favorable tanto para las acciones como para los bonos. Cabe esperar un buen crecimiento de los beneficios que sostenga a las acciones y unas expectativas de tasas de interés más bajas que apunten a los bonos.

### **Estanflación**

*Inflación alta y crecimiento bajo*

Los catalizadores de esta tendencia podrían incluir la desglobalización, las tensiones geopolíticas y el cambio climático. En este escenario cabría esperar que tanto los bonos como las acciones tuvieran resultados deslucidos (al menos en términos reales), ya que unas expectativas de tasas más altas y las dificultades para hacer crecer los beneficios reales pesarían sobre la rentabilidad. Los rendimientos nominales de las acciones podrían seguir siendo positivos.

# Expectativas por clase de activo

En la próxima década creemos que el efectivo tendrá una rentabilidad inferior a la de las otras grandes clases de activos, particularmente en escenarios en los que los bancos centrales vuelven a la represión financiera. Consideramos que las acciones ofrecerán las rentabilidades más altas. Los rendimientos futuros de la renta fija deberían de continuar mejorando. Unas buenas rentabilidades en los mercados subyacentes de acciones y bonos probablemente favorezcan los rendimientos de los activos alternativos.

## Efectivo

Actualmente las tasas del efectivo son atractivas, pero creemos que las tasas de interés probablemente comiencen a bajar el próximo año. Asimismo, esperamos que, a largo plazo, el efectivo sea menos rentable que otras grandes clases de activos como las acciones y los bonos, especialmente en los escenarios en los que los bancos centrales recurren a la represión financiera para controlar el aumento de la carga de la deuda. Recomendamos que los inversores no mantengan más del equivalente a retiradas netas de capital previstas de la cartera para dos a cinco años en una estrategia de liquidez.

## Deuda pública

Los altos rendimientos son favorables a las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo y también prevemos buenas rentabilidades a corto plazo a medida que la inflación y el crecimiento descienden de los ni-

veles actuales. Pero si bien prevemos que los rendimientos bajen, seguimos esperando que se mantengan por encima de los niveles previos a la pandemia, pues las crecientes necesidades de inversión relacionadas con la desglobalización, la digitalización y la descarbonización contribuyen a una mayor oferta de bonos y estimaciones más altas de la tasa real neutral. Creemos que esto se traducirá en un contexto de rentabilidades totales atractivas y uniformes para la deuda pública.

## Crédito

Actualmente los diferenciales de crédito son relativamente estrechos en comparación con la norma histórica. Si bien esperamos que los diferenciales se amplíen a corto plazo a medida que se desacelera el crecimiento, seguimos creyendo que la exposición al crédito es valiosa en el contexto de una cartera diversificada a largo plazo para beneficiarse tanto

del carry como de la diversificación. Los riesgos de refinanciación, la desaceleración del crecimiento y una menor incertidumbre sobre la intervención de los bancos centrales podrían contribuir a aumentar la volatilidad de la renta fija en los próximos años, favoreciendo un enfoque activo en estos instrumentos de inversión.

### Acciones

Esperamos que las acciones generen las rentabilidades más altas entre las grandes clases de activos en la próxima década. El robusto crecimiento de empresas que promueven la disrupción tecnológica, energética y sanitaria debería apuntalar el crecimiento agregado de los beneficios. Dicho esto, en términos comparables, las valoraciones de la renta variable posiblemente sean más bajas que en la década anterior, debido a unas tasas de interés más altas que antes de la pandemia. La diversificación mundial será importante para transitar un mundo en proceso de desglobalización. Por ejemplo, las acciones de mercados emergentes se negocian con grandes descuentos respecto de los niveles históricos y esperamos que generen las tasas de rentabilidad más altas en la próxima década.

### Inversiones alternativas

Estimamos que una exposición del 20% a inversiones alternativas en una cartera equilibrada podría aumentar las rentabilidades esperadas en alrededor de 50 puntos básicos (pb) al año a largo plazo, para un nivel equivalente de volatilidad de la cartera. Un entorno de tasas más altas y rentabilidades atractivas de los activos tradicionales es favorable para los hedge funds, que, en nuestra opinión, seguirán siendo un instrumento

importante de diversificación de las carteras en los próximos años. Asimismo, creemos que entrar en los mercados privados hoy ofrece oportunidades atractivas, ya que los mercados secundarios están cotizando con un atractivo descuento del 16% respecto del valor neto de los activos, en tanto los nuevos préstamos privados (no cotizados) están rindiendo un 12,5%. Los inversores deben tener presente los riesgos adicionales inherentes a las inversiones alternativas, entre los que se incluyen la falta de liquidez, el uso del apalancamiento y una menor transparencia en comparación con las inversiones en mercados cotizados.

### Divisas

Prevedemos que el dólar estadounidense se deprecie a largo plazo debido a su elevada valoración y a la preocupación por la financiación del déficit. Sin embargo, esta visión se ve mayormente contrarrestada por las tasas de interés en USD, razón por la cual las rentabilidades esperadas para la mayoría de las clases de activos son similares con o sin cobertura. También prevemos que el JPY recupere terreno en los próximos años debido a su significativa infravaloración.

### Materias primas

En nuestra opinión, los precios se mantendrán elevados en la próxima década, producto de un mayor gasto climático, en defensa y en las cadenas de suministro. Debido a la naturaleza cíclica de esta clase de activo, nos inclinamos por invertir en materias primas a través de estrategias activas o mediante sectores de renta variable o en países y divisas con una alta exposición a las materias primas.

# ¿Qué significará la IA generativa para los mercados y las economías?

La inteligencia artificial generativa no es un concepto nuevo —la idea en sentido amplio existe desde la década de 1960 y la arquitectura de transformación que la hace más eficaz se describió en detalle en 2017. Pero el lanzamiento de ChatGPT ha demostrado su potencial de impacto cuando se combina con una plataforma con una fuerte presencia entre los consumidores. Actualmente vemos oportunidades relacionadas con la IA en acciones de software, internet y semiconductores.

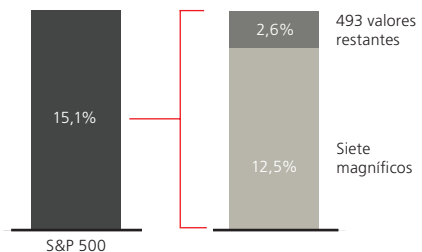
La historia indica que el surgimiento de nuevas tecnologías puede crear valor en varios sectores.

Usamos un marco de cuatro partes para ayudar a identificar formas comunes en que los avances tecnológicos crean valor en sectores adyacentes con el tiempo.

Gráfico 9

## Contribución a la rentabilidad del S&P 500









Los Siete magníficos frente a los 493 valores restantes del S&P 500, acumulado anual, en porcentaje



Fuente: FactSet, UBS, a 3 de noviembre de 2023

## La IA generativa es una tecnología de última generación que crea valor en diferentes sectores

Cadena de valor de la innovación: los avances tecnológicos se nutren de infraestructura e insumos y crean nuevo hardware que se integra en plataformas de operadores y habilitadores, beneficiando a la economía en su conjunto.

| Tecnología                                                                                                    | Infraestructura/insumos                    | Fabricantes de hardware           | Operadores y habilitadores           | Beneficiarios de las aplicaciones                             |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
|  Máquina de vapor            | Acero, carbón                              | Trenes, barcos                    | Operadores de ferrocarriles y barcos | Comercio                                                      |
|  Teléfono                    | Cables de telecomunicaciones, electricidad | Teléfonos                         | Operadores de redes                  | Servicios, comercio                                           |
|  Motor de combustión interna | Acero, petróleo, piezas de automóviles     | Fabricantes de automóviles        | Servicio, seguros, concesionarios    | Distribución minorista, ocio, viajeros                        |
|  Televisión                  | Torres, satélites                          | Sets de televisión                | Redes de TV                          | Publicidad, modelos de negocios por suscripción               |
|  Computación                 | Semiconductores                            | Servidores                        | IBM                                  | Servicios profesionales, manufacturas, aeroespacial           |
|  Internet                    | Routers, centros de datos                  | PC                                | Windows, Internet Explorer           | Búsqueda, comercio electrónico, nube                          |
|  Internet móvil              | Torres, semiconductores                    | Smartphones                       | iOS, Android                         | Redes sociales, comercio electrónico, economía gig            |
|  IA generativa               | Nube                                       | Unidades de procesamiento gráfico | Modelos de lenguaje de gran tamaño   | Generación de texto, programación, generación de imagen/vídeo |

Fuente: UBS, a noviembre de 2023

### ¿Qué nos dice la historia sobre los ganadores?

**Proveedores de infraestructura e insumos.** Como es comprensible, la demanda de infraestructura e insumos necesarios suele florecer inmediatamente después de la innovación; basta pensar en el acero y el ferrocarril, el petróleo y el automóvil, los semiconductores y el teléfono inteligente. Pero la historia indica que si bien los proveedores de insumos clave pueden obtener grandes beneficios en un comienzo, con el tiempo sus productos pueden volverse ma-

terias primas. Así pues, los proveedores de infraestructura e insumos a la larga pueden tener que aprender a operar a gran escala y sacrificar márgenes de beneficios.

**Fabricantes de hardware.** A menudo las tecnologías innovadoras pueden impulsar la adopción de un nuevo hardware de consumo (p. ej., automóviles, TV) y los fabricantes de hardware pueden, por lo tanto, beneficiarse de un aumento de la de-

manda. En las etapas iniciales de un auge tecnológico, los fabricantes de hardware pueden beneficiarse de la singularidad, calidad e innovación de su hardware. Pero sostener el liderazgo suele ser más difícil. El hardware también puede transformarse en una materia prima con el tiempo y las empresas de hardware exitosas con frecuencia deben aprender a diferenciar sus productos, potencialmente integrando el hardware con un sistema operativo líder.

**Operadores y habilitadores.** La mayor y más duradera creación de valor derivada de nuevas tecnologías históricamente ha tendido a beneficiar a sus operadores y habilitadores. Las empresas de ferrocarriles, las cadenas de radio y TV, los desarrolladores de sistemas operativos de software y las empresas de plataformas digitales son todos ejemplos de tales habilitadores. En muchos casos, se han convertido en las mayores empresas del mundo en algún momento.

**Beneficiarios de las aplicaciones.** Las tecnologías innovadoras a menudo crean ecosistemas de beneficiarios que pueden no hallarse directamente involucrados en el desarrollo de una tecnología, pero pueden estar en buenas condiciones de utilizarla para construir nuevas empresas o mejorar la rentabilidad de compañías existentes. Algunos ejemplos incluyen empresas que aumentaron el comercio entre países tras el surgimiento de la máquina de vapor, los minoristas que florecieron tras la adopción masiva del automóvil o las empresas involucradas en el comercio electrónico y las redes sociales como consecuencia de internet.

### ¿En qué punto se encuentra la IA hoy?

Podemos ver cómo incide este marco histórico en las primeras etapas de la revolución de la IA:

*Proveedores de infraestructura e insumos* (nube). La informática en la nube es un insumo crucial para la IA generativa porque ofrece la potencia informática necesaria tanto para entrenar a las aplicaciones de IA generativa como para que funcionen. De forma muy similar a los «insumos» históricos en otras tecnologías fundamentales, la informática en la nube es en cierto sentido una materia prima, es decir, un servicio estandarizado con un coste unitario bajo. Eso significa que hay grandes economías de escala y las mayores plataformas en la nube ya están bajo la gestión de las principales empresas tecnológicas. Los proveedores de la nube también pueden «asegurarse» clientes mediante paquetes de servicios.

*Fabricantes de hardware* (fabricantes de GPU). Las unidades de procesamiento gráfico (GPU, por sus siglas en inglés) son chips fundamentales para el entrenamiento de las redes neuronales, un pilar de la IA y, por ende, están experimentando un fuerte auge y con ello una revalorización significativa de la cotización de los principales fabricantes. A corto plazo esperamos que este auge de la demanda continúe. A medio plazo posiblemente veamos un periodo de «digestión», durante el cual los compradores identifiquen los casos de uso más prometedores y vuelvan a enfocarse solo en ellos. A largo plazo aún queda por ver si los fabricantes de chips pueden mantener el desarrollo, la

evolución y la innovación de sus productos y, con ello, el poder de fijación de precios, o si las GPU pasarán a transformarse en «materias primas» sin valor agregado, obligando a los fabricantes a operar a mayor escala y con márgenes más pequeños.

*Operadores y habilitadores* (modelos de lenguaje de gran tamaño). Los modelos de lenguaje de gran tamaño (LLM, por sus siglas en inglés) pueden considerarse como uno de los «habilitadores» fundamentales del ecosistema de la IA. Para desarrollar un modelo de lenguaje de gran tamaño es preciso contar con una escala significativa de datos, potencia informática y talento, y si bien los modelos pueden ser más adecuados para una aplicación específica (p. ej., generar texto, código o imágenes), no suelen ser específicos para un dominio individual (p. ej., finanzas, leyes o marketing). En última instancia, solo puede haber unos pocos LLM sobre los que se construya la mayoría de las aplicaciones de IA generativa. Hasta el momento, los más notables se han estructurado esencialmente mediante una asociación con las mayores empresas de tecnología.

*Beneficiarios de las aplicaciones* (generación de texto, programación, generación de imágenes/vídeo). ChatGPT ha sido un claro ejemplo de cómo la IA generativa puede exhibir capacidades de generación de texto similares a las de un ser humano. También puede usarse para generar un código informático, imágenes o vídeo. Identificamos oportunidades significativas en los próximos trimestres en la integración de «copilotos»

de IA en el software de productividad de oficina, en la creciente demanda del análisis de datos de IA y en la integración de la IA en imágenes, vídeos y otras aplicaciones empresariales.

### Consecuencias para la inversión

Una característica inusual de la IA generativa radica en que, desde el inicio de la nueva tecnología, muchas de las mismas empresas ya están operando en varias etapas de la cadena de valor: desde la nube hasta la propiedad de LLM y el desarrollo de aplicaciones para el usuario final.

Con eso en mente, quizás pueda entenderse por qué los Siete magníficos del S&P 500, la mayoría de ellos beneficiarios de la IA, han experimentado un crecimiento de su capitalización bursátil del 67% (o 4,6 billones de USD) en lo que va de 2023. En vista de la gran cantidad de recursos necesarios para desarrollar y beneficiarse de modelos de IA complejos, esperamos que los grandes actores crezcan aún más.

En nuestra opinión, los inversores que buscan exposición a la IA deben procurar tener una amplia exposición a la cadena de valor, lo que incluye las empresas de semiconductores, software, internet y la nube. Las empresas de semiconductores relacionadas probablemente continúen registrando una fuerte demanda a corto plazo, los lanzamientos clave de productos de IA generativa en muchos de los Siete magníficos posiblemente mantengan el impulso y las acciones de internet deberían de continuar benefi-



ciándose a medida que la IA se integra más en las aplicaciones del consumidor, tales como juegos, entretenimiento y publicidad.

Si bien el potencial de crecimiento a largo plazo es enorme, los inversores deben estar preparados para una posible volatilidad y caídas a corto plazo. Como sucede con otros auges tecnológicos, un aumento inicial de la demanda puede estar seguido de un periodo de digestión para los consumidores y las empresas. Para los inversores a largo plazo, tales periodos podrían constituir puntos de entrada atractivos para incrementar la exposición.

### Consecuencias económicas

Creemos que la IA debería de mejorar considerablemente las eficiencias y la productividad de los trabajadores, pero las consecuencias para el crecimiento económico no están tan claras. Dependiendo de cómo se aplique finalmente la IA, esta podría no modificar la producción sino aumentar el tiempo de ocio.

La IA provocará la obsolescencia de algunos trabajos —por ejemplo, son pocas las oficinas que hoy día tienen «equipos de mecánógrafos»—, pero eso no significa que debamos esperar necesariamente un fuerte aumento del desempleo. La IA posiblemente cree al menos algunos trabajos nuevos que antes no se habían concebido. Históricamente, alrededor del 10% de los puestos laborales que existían a fines de una década determinada no existían al inicio. Por ejemplo, el empleo en la industria

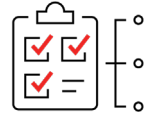
del entretenimiento ha aumentado en los últimos diez años, pues las redes sociales y el streaming han incrementado el consumo de entretenimiento y han reducido las barreras de acceso.

A largo plazo la IA posiblemente tenga efectos desinflacionistas para los precios en algunos sectores, pero el alcance del impacto en el conjunto de la economía dependerá en gran medida de la magnitud, ubicación y momento en que se utilice la IA. Ya comienza a estar más claro de qué modo la generación de texto, imágenes y vídeo mediante IA podría ejercer presión sobre los precios de algunos sectores, incluidos el servicio al cliente, la programación informática, los servicios jurídicos y el entretenimiento.

Por último, los periodos de agitación económica tienden a crear tensiones sociales, pues quienes sufren una merma de sus ingresos y nivel de vida buscan algo o alguien a quien culpar. Estas tensiones pueden dar lugar a políticas populistas o de prejuicios. La IA también podría intensificar las tensiones geopolíticas, si los países iniciaran una «carrera armamentística» de la IA para defenderse de posibles aplicaciones de IA de sus rivales. Esta tendencia ya se observa en las recientes restricciones sobre la tecnología de IA que introdujo Estados Unidos y otras represalias adoptadas por China.



# Escoger líderes que surgen de la disrupción



En la próxima década prevemos que algunas de las rentabilidades más altas en los mercados de renta variable provendrán de las empresas que puedan aprovechar las nuevas tecnologías para aumentar su presencia en los mercados, desplazar a las compañías existentes o reducir los costes. Identificar con éxito a estos «líderes que surgen de la disrupción» es fundamental para impulsar el potencial de la cartera a largo plazo. Creemos que en la década que se avecina veremos una ola de disrupción que se propagará por todos los sectores, desde el tecnológico hasta los de energía y atención sanitaria.

## ► Disrupción tecnológica

La llegada de servicios de inteligencia artificial (IA) accesibles para los consumidores ha impulsado una importante inversión en los mayores líderes tecnológicos del mundo, coronando en el proceso a la primera empresa de IA con una valoración de un billón de dólares. Los Siete magníficos, mayormente valores beneficiarios de la IA, han experimentado un aumento de su capitalización bursátil del 67% en lo que va de 2023. En vista del acceso a todos los recursos informáticos, financieros, humanos y de datos que necesitan para acrecentar y aprovechar el potencial de la IA generativa, creemos que los actores más grandes del

13 junio 2023

Nvidia es la primera empresa de IA con una capitalización bursátil de

**1 billón de USD**

mercado podrían incluso crecer aún más a lo largo de la próxima década.

Pero ello no se limita a los valores tecnológicos de megacapitalización. Pensamos que la disrupción tecnológica será un tema duradero que abarcará nuevas oportunidades y a líderes de diversos sectores en la próxima década.

Como se analiza en la [página 45](#), desde una perspectiva de inversión los beneficiarios de la IA pueden dividirse en cuatro áreas: proveedores de infraestructura e insumos (la nube), hardware (fabricantes de unidades de procesamiento de gráficos), operadores y habilitadores (modelos de lenguaje de gran tamaño) y beneficiarios de las aplicaciones (generación de textos, programación y generación de imágenes/vídeo).

Por tanto, vemos oportunidades relacionadas con la IA en diversos valores de software, internet y semiconductores. Basándonos en datos de Bloomberg Intelligence, actualmente prevemos que la demanda global de IA aumente de 28.000 millones de USD en 2022 a 300.000 millones de USD en 2027, lo que supone una tasa de crecimiento anual compuesto del 61%. En ese periodo pensamos que el segmento de infraestructura crecerá un 38% y el área de aplicaciones y modelos, un 139%.

Recientes anuncios de productos y de beneficios de empresas del sector del software han facilitado una lectura inicial sobre el po-

tencial de monetización de la IA. Por ejemplo, están desplegándose copilotos nuevos con gran rapidez. Se trata de herramientas auxiliares de IA que están integradas en software de flujos de trabajo de oficina para incrementar la productividad de los empleados, realizando tareas que abarcan desde la búsqueda de información a la creación de contenido. La capacidad de cobrar tarifas mensuales adicionales por copilotos complementarios dan a las empresas de software que cobran suscripciones un mayor margen para la monetización de la IA.

### ► Disrupción energética

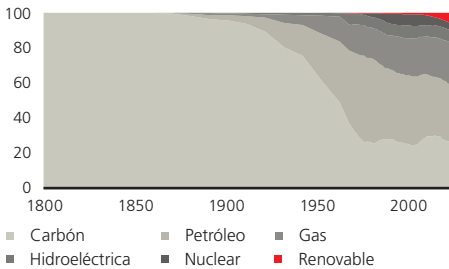
Las inquietudes en torno al cambio climático, la seguridad nacional y el progreso tecnológico están impulsando la descarbonización global. Crear una economía libre de emisiones de carbono y la transición hacia combustibles limpios es una empresa compleja. Se necesitará invertir en generación de energía, infraestructura de energía, transporte, industria, edificios y sistemas de calefacción y refrigeración, con la adopción de tecnologías verdes para alcanzar objetivos de cero emisiones netas de carbono. Creemos que los inversores obtendrán las mayores ganancias mediante la exposición a algunos de estos temas, dadas las diferentes fases de desarrollo entre países y sectores.

Prevedemos que la capacidad solar global se triplique en los próximos años desde los 1.000 GW actuales, aumentando la cuota de la energía renovable en el mix de energía global. La cuota de renovables en la genera-

Gráfico 10

## La transición hacia la energía renovable está en marcha

Consumo de energía primaria por fuente de combustible, proporción del total, en %



Fuente: Energy Institute Statistical Review of World Energy 2023, UBS, a noviembre de 2023

ción de electricidad ya ha crecido del 20% al 30% en la última década. Los inversores pueden aprovechar oportunidades en energía solar con una exposición diversificada a tecnología verde, una exposición a largo plazo a la cadena de valor de la eficiencia energética o una exposición más concentrada a soluciones de energía inteligentes.

Esperamos que los vehículos electrificados (incluidos los eléctricos a batería y los híbridos) representen alrededor del 30% de las ventas de automóviles globales para 2025 y más del 60% para 2030, gracias al avance gradual de la tecnología. La cadena de valor de los vehículos eléctricos es una parte integral de los temas de inversión de tecnología verde, sobre todo en Asia y Europa.

Por su parte, se requerirá un fuerte énfasis en la inversión en eficiencia energética para

lograr la descarbonización de los sistemas de calefacción y refrigeración de los edificios y fábricas. Cuando se alcanzan los límites del hardware, el software a menudo puede usarse para mejorar la eficiencia energética. Esto abre oportunidades para las empresas que recopilan datos digitales y ofrecen tecnologías habilitadoras.

Más allá de los mercados públicos, los inversores pueden aprovechar las oportunidades que genere la disrupción energética en los mercados privados, incluido el desarrollo de infraestructura de renovables, las redes energéticas, el almacenamiento, la captura de carbono, la eficiencia energética y las soluciones de la economía circular.

### ► Disrupción sanitaria

El sector de la atención sanitaria será una fuente clave de innovación disruptiva a lo largo de la próxima década. El envejecimiento de la población incrementará la demanda de servicios y tratamientos sanitarios, mientras que unos presupuestos gubernamentales más reducidos exigirán nuevos enfoques hacia la prestación de cuidados.

Vemos la innovación biológica y la aplicación de tecnología en la atención sanitaria como áreas primordiales. Una exposición diversificada es especialmente recomendable, dado que muchas de las empresas que hay en este campo son compañías de pequeña o mediana capitalización.

Además de en los remedios para la obesidad, que captaron la atención de los inver-

sores en 2023, vemos oportunidades en el tratamiento de cánceres, enfermedades raras, inmunología y neurología. Algunas empresas han desarrollado diversos tratamientos nuevos que bien están llegando al mercado en la actualidad o están cerca de obtener la autorización para su venta, incluidos conjugados de anticuerpos, anticuerpos biespecíficos y multiespecíficos e incluso enfoques de terapia celular para enfermedades inmunológicas.

Por otra parte, una mayor conectividad y potencia informática también están propiciando un notable desarrollo. Las tendencias incluyen la miniaturización, la robótica, una mayor facilidad de interacción con los pacientes y un mejor acceso. La industria biofarmacéutica también está explorando enfoques impulsados por la IA para incrementar la producción del proceso de descubrimiento de fármacos, desarrollar nuevas aproximaciones al diagnóstico o personalizar medicinas, aunque aún es pronto para ver algún cambio tangible en el descubrimiento de fármacos y las tasas de aprobación de los mismos.

Cuando se invierta en disrupción sanitaria, pensamos que es importante mantener una exposición diversificada a diversas áreas de innovación. La mayoría de las empresas disruptivas son pequeñas y unas condiciones financieras más restrictivas pueden afectar desproporcionadamente a los resultados de las acciones de esas empresas a corto plazo.

Combinar inversiones en empresas «disruptivas» con inversiones en compañías «adaptoras» —empresas más consolidadas que están usando las nuevas tecnologías— puede ser una forma de menor riesgo de atrapar las ventajas de la innovación.

También vemos oportunidades para que los inversores diversifiquen en grandes subsectores (biofarmacéutica, tecnología y herramientas médicas y servicios) y por región, lo que puede permitirles aprovechar el mayor crecimiento en la atención sanitaria de los mercados emergentes. Los inversores capaces de mantener capital inmovilizado durante más tiempo también pueden diversificar más allá de las empresas cotizadas, dado el importante papel de los mercados privados en la financiación de la investigación durante sus primeras fases. Las asignaciones a inversiones relacionadas con la atención sanitaria en mercados privados y públicos también podrían beneficiar a las carteras centradas en la sostenibilidad.

# Captar crecimiento con los mercados privados



Un mundo nuevo será testigo de una inversión significativa en atención sanitaria, digitalización y energía. Sin embargo, debido a los altos niveles de endeudamiento de los gobiernos, la financiación pública para la innovación probablemente sea limitada. Los gestores de mercados privados tendrán un papel importante que desempeñar, debido a su capacidad para proporcionar capital o deuda a las empresas en diferentes etapas de su ciclo de vida. La clase de activo ofrece un atractivo potencial de rentabilidades y un acceso directo a la economía real, a cambio de una menor liquidez.

## ► Los mercados privados proporcionan acceso

Adquirir exposición a empresas innovadoras y de rápido crecimiento en los mercados públicos está tornándose más difícil debido a la menguante oferta de nuevas empresas cotizadas. Cada vez más compañías están optando por seguir siendo privadas, aplazar las salidas a bolsa o evitarlas del todo, una tendencia que no prevemos que vaya a revertirse en la próxima década. Puede observarse una dinámica similar en los mercados de deuda, donde la cuota de mercado de los emisores tradicionales está disminuyendo en favor de la deuda privada, particularmente en la financiación de empresas pequeñas y medianas.

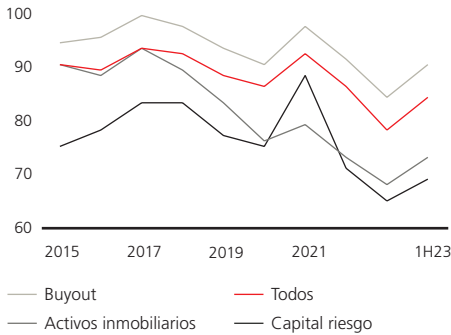
## ► Private equity

*Valor y operaciones de buyout en el mercado medio.* En el mercado medio los múltiplos de entrada de las adquisiciones han descendido a 10,3 veces el valor en libros respecto al EBITDA en el año (al 2T de 2023), frente a 12,8 veces en términos de los 12 meses anteriores y por debajo de la media desde 2008 (11,4 veces). Las estrategias complementarias, por su parte, siguen siendo una potente herramienta para contrarrestar las presiones sobre el crecimiento y de las tasas de interés, dado su potencial para el arbitraje múltiple, las sinergias de costes/ingresos y la aceleración del crecimiento. También prevemos que los volúmenes de escisiones y desinversiones

Gráfico 11

## Los mercados secundarios cotizan con descuentos inusualmente profundos

Precios como % del valor de los activos netos en las estrategias privadas



Fuente: Jefferies Global Secondary Market Review 1H23, UBS, a noviembre de 2023

aumenten más a medida que el entorno económico se ralentice y las empresas se greguen más activos poco rentables y no esenciales a unos precios de adquisición potencialmente atractivos.

*Mercados secundarios.* Dado que muchos inversores siguen buscando generar liquidez, los gestores de mercados secundarios que se especializan en adquirir participaciones de fondos existentes o de empresas de carteras que están generando flujos de efectivo —o están cerca de conseguir generarlos— siguen siendo atractivos, en nuestra opinión. Los descuentos se mantienen por encima de las normas históricas (16% respecto al valor liquidativo al mes de junio), los diferenciales de oferta-demanda se han estrechado y la actividad de transacciones está aumentando.

*Crecimiento temático.* Para los inversores que pretenden aprovechar las tendencias estructurales a largo plazo en áreas tales como software, atención sanitaria, educación y clima, los fondos de private equity de crecimiento temático constituyen una oportunidad, pues unos mejores precios ofrecen un punto de entrada atractivo.



### ► Crédito privado

Las estrategias de préstamos directos probablemente sean una buena fuente de ingresos en la próxima década. Los ratios de deuda respecto al efectivo se han deteriorado y los impagos podrían aumentar, sobre todo a causa del efecto retardado de las subidas de las tasas de interés en la economía. Pero si bien los impagos podrían generar pérdidas crediticias por los préstamos existentes, los prestatarios del sector privado pueden ofrecer mejores condiciones en préstamos nuevos y negociar mayores protecciones para los prestatarios que incluyan compromisos más rigurosos, niveles más bajos de apalancamiento y mayores contribuciones de capital. En los niveles actuales los préstamos privados rinden cerca de un 12,5% sin deuda y ofrecen un atractivo rendimiento superior del carry respecto a la deuda de alta rentabilidad y los préstamos apalancados que debería compensar las pérdidas de crédito potenciales. Recomendamos enfocarse en gestores experimentados y prudentes en la colocación de operaciones. Los gestores con capacidades de reestructuración o experiencia en adquisiciones de propiedad del capital también pueden tener una ventaja en este entorno. Los inversores han de considerar los riesgos inherentes a los mercados privados antes de invertir, que incluyen falta de liquidez, períodos prolongados de inmovilización del capital, apalancamiento y concentración excesiva.

### ► Activos reales

Somos selectivos respecto al mercado inmobiliario y seguimos poniendo el énfasis en la calidad y la resiliencia. Los fundamentales de los sectores industrial/de logística y de viviendas multifamiliares son sólidos, en nuestra opinión, apuntalados por unas tendencias favorables como el comercio electrónico y la demografía. Pese a los altos niveles de incertidumbre, los problemas actuales del mercado estadounidense de oficinas ofrecerán interesantes oportunidades de inversión en la próxima década. Si los precios de algunas propiedades de oficinas bajaran más, vemos la conversión y el reacondicionamiento como una oportunidad potencial.

En infraestructura, desarrollar activos nuevos y modernizar otros existentes es clave para varias tendencias estructurales, incluidas la digitalización, la descarbonización y la desglobalización. Gobiernos de todo el mundo están intentando espolear la expansión de las capacidades (notablemente en renovables) a la vez que mejoran la economía y la competitividad de los proyectos actuales y futuros. Además de ser una oportunidad temática, los activos de infraestructura presentan características singulares —altas barreras de entrada, falta de elasticidad de la demanda y constantes flujos de efectivo ligados a la inflación— y pueden constituir una fuente estratégica de revalorización del capital y de ingresos en carteras multiactivo.

# Lograr un equilibrio el próximo año y la próxima década

Un mundo nuevo conllevará complejidad y volatilidad, pero también oportunidades de acrecentar el patrimonio. Para transitar este mundo nuevo con eficacia, los inversores han de diseñar un plan usando el marco de Liquidez. Longevidad. Legado.\*, lograr un equilibrio mediante una cartera multiactivo con diversificación global y mantener la disciplina sin perder la agilidad, complementando su cartera a largo plazo con ideas de negociación táctica.

## Liquidez. Longevidad. Legado.

El enfoque de Liquidez. Longevidad. Legado., o de las 3L, está concebido para posibilitar que los inversores investiguen y persigan sus objetivos patrimoniales en diferentes marcos temporales e implica segmentar el patrimonio en tres estrategias:

### Liquidez.

Esta estrategia consiste en asegurar que los inversores tengan activos líquidos suficientes para satisfacer sus necesidades de gasto a corto plazo y normalmente se invierte en efectivo o instrumentos asimilables al efectivo. En vista de que las tasas de interés probablemente bajen en los próximos años, recomendamos limitar esta porción a retiradas

netas de capital previstas de la cartera para dos a cinco años y tomar medidas ahora para optimizar los rendimientos usando certificados de depósito, estrategias escalonadas de bonos o soluciones estructuradas.

### Longevidad.

Esta estrategia implica invertir en activos que pueden proporcionar ingresos en el transcurso de la vida de un inversor. En medio de la creciente incertidumbre en nuestro mundo nuevo, creemos que la mejor forma de materializar esta estrategia consiste en invertir en una cartera global bien diversificada, donde se equilibren las necesidades de rendimiento con la gestión de los riesgos y que esté complementada con

\*Los horizontes temporales pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, objetivos e idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa o garantía de que pueda o vaya a alcanzarse un determinado patrimonio o resultado financiero.

muchas de las ideas tácticas que se analizan en este *Year Ahead*.

Legado.

Esta estrategia consiste en invertir pensando en necesidades que trascienden la vida del propio inversor y potencialmente maximizar el valor de los activos para los herederos o para fines filantrópicos. Muchas de las ideas que se analizan en la sección La próxima década pueden ser pertinentes para esta estrategia, incluida la inversión en líderes surgidos de la disrupción y en mercados privados. La inversión con impacto, la inversión sostenible y la filantropía también pueden ser adecuadas para las estrategias de Legado.

Para iniciarse en el enfoque 3L, los inversores pueden comenzar por considerar cuánto

capital necesitan retirar de sus carteras para satisfacer sus necesidades de gasto en los dos a cinco años siguientes, sus planes de gasto a cinco años o más y cuánto tienen pensado dejar tras su deceso.

La planificación de estas sumas de dinero en las estrategias de inversión de Liquidez. Longevidad. Legado., previa consulta con un asesor, puede ayudar a los inversores a formarse una idea más clara de por qué están invirtiendo y, en consecuencia, aumentar las probabilidades de alcanzar sus objetivos. La estrategia de Liquidez puede ofrecer a los inversores tranquilidad durante periodos de volatilidad del mercado, mientras que un proceso disciplinado de retiradas de capital y reposición en la estrategia durante mercados bajistas puede ayudar a lograr una notable rentabilidad superior en el tiempo.

## El enfoque de Liquidez. Longevidad. Legado.



Fuente: UBS

Las estrategias están sujetas a las metas, objetivos e idoneidad de cada cliente.

### Lograr el equilibrio

Creemos que tener una posición principal en una cartera equilibrada es la forma más eficaz en que los inversores pueden proteger y acrecentar su patrimonio a lo largo del tiempo. El concepto de una cartera equilibrada tiene su origen en el principio de la diversificación, es decir, distribuir las inversiones entre diversos activos para obtener rentabilidades y gestionar los riesgos.

A menudo se cree que la diversificación tiene que ver con reducir los riesgos y se trata de lo siguiente: la distribución de las inversiones en un espectro amplio puede permitir a los inversores obtener rentabilidades equivalentes con menor riesgo de lo que asumirían en inversiones individuales.

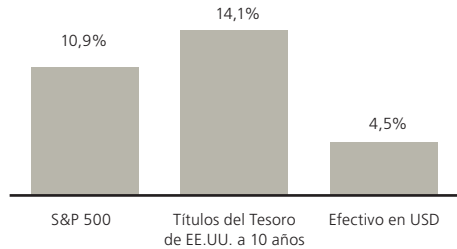
Pero es importante recordar que la diversificación también puede implicar perderse a las acciones adecuadas así como se evita la sobreexposición a las inadecuadas. Por ejemplo, sabemos que elegir la rentabilidad futura es una tarea difícil: un estudio del profesor Hendrik Bessenbinder de la Universidad del Estado de Arizona demostró que tan solo un 0,3% de las empresas representaban la mitad de la riqueza de la bolsa estadounidense creada entre 1926 y 2019. La diversificación es la única forma en que los inversores pueden asegurarse de no perderse a esas pocas acciones con una rentabilidad superior, lo que es especialmente importante en una era de cambios.

Diseñar un plan financiero claro, pensar en las tasas de rentabilidad mínimas requeridas y entender la propia tolerancia a la volatili-

Gráfico 12

### Previsión de rentabilidades positivas en todas las clases de activos

Expectativas de rentabilidad total a diciembre de 2024 para clases de activos selectas



Fuente: UBS, a noviembre de 2023

dad y al riesgo es un buen comienzo. Las carteras equilibradas pueden confeccionarse para una serie de tolerancias al riesgo y objetivos de rentabilidad y también creemos que los inversores con objetivos en materia de sostenibilidad pueden obtener rentabilidades financieras ajustadas por el riesgo comparables a las de las carteras tradicionales con una cartera equilibrada y sostenible.

Nunca es mal momento para invertir en una cartera equilibrada, pero debido a nuestras perspectivas favorables para los mercados de bonos y de acciones en general y los activos alternativos durante el próximo año, así como al potencial que ofrecen las acciones y los bonos como instrumentos eficaces de diversificación respecto del otro en nuestros escenarios clave de riesgo, creemos que este es un buen momento para que los inversores busquen el equilibrio.



# Revisión de 2023

## Crecimiento

Preveíamos que el crecimiento económico se desaceleraría en 2023. Y así fue, aunque no tanto como esperábamos. Las economías desarrolladas van camino de crecer un 1,7% en 2023, frente a nuestra estimación inicial del 0,4% (y del 2,4% en 2022), y las economías emergentes habrán de crecer un 4,3%, frente a nuestra estimación del 3,5% (y del 4,1% en 2022).

## Inflación

Creíamos que en 2023 la inflación disminuiría y así fue, aunque menos de lo que esperábamos. Todo parece indicar que la inflación de precios al consumidor en EE.UU. acabará el año en el 3,7%, frente a nuestras expectativas iniciales del 3,6%.

## Tasas

Preveíamos que los bancos centrales estarían en condiciones de recortar las tasas a finales de 2023. Si bien están ya poniendo fin al ciclo de subidas o se hallan muy cerca de ello, hasta el momento la rigidez del mercado laboral ha impedido relajar la política monetaria. Actualmente prevemos que los primeros recortes de tasas comenzarán hacia finales de la primavera o principios del verano del hemisferio norte en 2024.

## Bonos

La sorprendente resiliencia del crecimiento económico y del mercado laboral permitió que los rendimientos de los bonos continuaran subiendo, contrariamente a lo que esperábamos. Creíamos que los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10

años descenderían del 3,9% en 2022 al 3% en 2023. Mientras preparamos esta publicación, los rendimientos se sitúan en el 4,6%.

## Acciones

Al iniciarse 2023 teníamos una posición neutral en las acciones. Durante el transcurso del año un recorrido alcista inesperado de algunos valores de la mano de la IA impulsó a los índices bursátiles generales. En los últimos 12 meses el S&P 500 acumula una subida del 10,5%, el Stoxx 600, del 3,3% y el MSCI Emerging Markets, del 1,8%.

## Divisas

Ya hacia el final de 2023 el dólar está un poco más débil que al comienzo del año respecto al euro, la libra esterlina y el franco suizo, lo que es congruente con nuestras previsiones para el año completo, aunque en un grado menor al que estimábamos. No esperábamos la prolongada debilidad del yen, producto de la continua política de relajación monetaria del Banco de Japón.

## Materias primas

El oro superó ampliamente nuestras expectativas, pues los inversores buscaron en esta materia prima una cobertura frente a los riesgos geopolíticos, pese a las altas tasas de interés. Por el contrario, los precios del petróleo no estuvieron a la altura de nuestras expectativas iniciales, si bien los esfuerzos de la OPEP+ por limitar la oferta permitieron que los precios casi pusieran a prueba la marca de 100 USD por barril en el tercer trimestre.

# Previsiones para las clases de activos

## Divisas

|               | Contado | Jun 2024 | Dic 2024 | PPA  |
|---------------|---------|----------|----------|------|
| <b>EURUSD</b> | 1,07    | 1,10     | 1,12     | 1,29 |
| <b>GBPUSD</b> | 1,23    | 1,25     | 1,27     | 1,59 |
| <b>USDCHF</b> | 0,90    | 0,88     | 0,87     | 0,78 |
| <b>USDCAD</b> | 1,38    | 1,34     | 1,32     | 1,21 |
| <b>AUDUSD</b> | 0,64    | 0,69     | 0,72     | 0,69 |
| <b>EURCHF</b> | 0,96    | 0,97     | 0,97     | 1,00 |
| <b>NZDUSD</b> | 0,59    | 0,61     | 0,62     | 0,61 |
| <b>USDJPY</b> | 152     | 143      | 140      | 84   |
| <b>USDCNY</b> | 7,29    | 7,20     | 7,00     | 4,45 |

Fuente: UBS, a 13 de noviembre de 2023

## Materias primas

|                                    | Contado | Jun 2024 | Dic 2024 |
|------------------------------------|---------|----------|----------|
| <b>Petróleo Brent (USD/barril)</b> | 83      | 95       | 95       |
| <b>Petróleo WTI (USD/barril)</b>   | 78      | 91       | 91       |
| <b>Oro (USD/onza)</b>              | 1.950   | 1.950    | 2.150    |

Fuente: UBS, a 13 de noviembre de 2023

## Tasas de interés y bonos

|            | Rendimientos a 2 años (%) |          |          | Rendimientos a 10 años (%) |          |          |
|------------|---------------------------|----------|----------|----------------------------|----------|----------|
|            | Contado                   | Jun 2024 | Dic 2024 | Contado                    | Jun 2024 | Dic 2024 |
| <b>USD</b> | 5,03                      | 3,75     | 3,25     | 4,64                       | 3,75     | 3,50     |
| <b>EUR</b> | 3,08                      | 2,50     | 2,00     | 2,71                       | 2,25     | 2,25     |
| <b>GBP</b> | 4,64                      | 4,00     | 3,50     | 4,31                       | 3,75     | 3,50     |
| <b>CHF</b> | 1,31                      | 0,75     | 0,70     | 1,09                       | 0,90     | 0,90     |
| <b>JPY</b> | 0,10                      | 0,20     | 0,25     | 0,87                       | 1,00     | 0,80     |

Fuente: Bloomberg, UBS, a 13 de noviembre de 2023

# Previsiones económicas

|                               | Crecimiento del PIB (%) |       |       |       | Inflación (media, %) |       |       |       |
|-------------------------------|-------------------------|-------|-------|-------|----------------------|-------|-------|-------|
|                               | 2023E                   | 2024E | 2025E | 2026E | 2023E                | 2024E | 2025E | 2026E |
| <b>América</b>                |                         |       |       |       |                      |       |       |       |
| EE.UU.                        | 2,4                     | 1,1   | 1,7   | 1,8   | 4,2                  | 2,7   | 2,0   | 2,3   |
| Canadá                        | 1,1                     | 0,2   | 1,3   | 2,1   | 3,9                  | 2,5   | 2,1   | 2,0   |
| <b>Europa</b>                 |                         |       |       |       |                      |       |       |       |
| Zona euro                     | 0,5                     | 0,6   | 1,2   | 1,1   | 5,5                  | 2,4   | 2,1   | 2,0   |
| Reino Unido                   | 0,6                     | 0,6   | 1,5   | 1,3   | 7,4                  | 2,6   | 2,1   | 2,0   |
| Suiza                         | 0,7                     | 1,2   | 1,5   | 1,6   | 2,2                  | 1,8   | 1,7   | 1,4   |
| <b>Asia</b>                   |                         |       |       |       |                      |       |       |       |
| China                         | 5,2                     | 4,4   | 4,6   | 4,2   | 0,4                  | 1,2   | 1,6   | 1,8   |
| Japón                         | 1,9                     | 0,7   | 1,0   | 0,8   | 3,3                  | 2,3   | 1,5   | 1,6   |
| India                         | 6,3                     | 6,2   | 6,2   | 6,5   | 5,5                  | 4,8   | 4,5   | 4,5   |
| Australia                     | 1,9                     | 1,6   | 2,2   | 2,1   | 5,7                  | 3,6   | 3,0   | 2,9   |
| <b>Mercados desarrollados</b> | 1,7                     | 1,1   | 1,6   | 1,6   | 4,6                  | 2,5   | 2,0   | 2,0   |
| <b>Mercados emergentes</b>    | 4,3                     | 3,9   | 4,3   | 4,2   | 7,6                  | 8,7   | 5,1   | 4,1   |
| <b>Mundo*</b>                 | 3,1                     | 2,6   | 3,1   | 3,0   | 6,3                  | 6,0   | 3,8   | 3,2   |

E = Estimación

\* Sin Venezuela para la inflación

Fuente: UBS, a 13 de noviembre de 2023



# Pie de imprenta

## **Year Ahead 2024 – UBS House View**

Este informe lo han elaborado UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch y UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.. Se ruega leer atentamente el aviso legal importante que figura al final del documento.

Este informe recoge las opiniones y perspectivas del equipo de CIO en todo el mundo y acredita el liderazgo intelectual de UBS.

## **Global Chief Investment Officer**

Mark Haefele

## **Redactor Jefe**

Kiran Ganesh

## **Analista supervisor**

Abe De Ramos

## **Gestor del proyecto**

Sagar Khandelwal

## **Cierre de redacción**

15 de noviembre de 2023

## **Fecha de publicación**

16 de noviembre de 2023

## **Diseño**

CIO Content Design  
UBS Switzerland AG

## **Fotografía de portada**

Lisa Therese, Unsplash

## **Idiomas**

Inglés, alemán, francés, italiano, español, portugués, chino (simplificado, tradicional), japonés

## **Contacto**

[ubs.com/cio](https://ubs.com/cio)

SAP-Nr. 82251S-2301

### **Advertencia sobre las declaraciones prospectivas**

Este informe contiene enunciados que constituyen «declaraciones prospectivas», incluidas, entre otras, declaraciones relativas al estado actual y previsto de los mercados de valores e hipótesis sobre los mercados de capitales. Si bien estas declaraciones prospectivas representan nuestras opiniones y expectativas futuras respecto a las cuestiones tratadas en este documento, existe una serie de riesgos, incertidumbres, cambios en el mercado y otros factores importantes que podrían provocar que los acontecimientos y resultados reales difieran sustancialmente de nuestras expectativas.

Estos factores incluyen, entre otros, (1) el alcance y la naturaleza de los acontecimientos en el mercado estadounidense y en otros segmentos de mercado; (2) otros acontecimientos de mercado y macroeconómicos, incluidas las fluctuaciones de los mercados de valores internacionales y locales, los diferenciales de crédito, los tipos de cambio de las divisas y las tasas de interés, ya sea que deriven o no directa o indirectamente de la actual crisis en los mercados; (3) el impacto de estos acontecimientos en otros mercados y clases de activos. UBS no asume ninguna obligación (y rechaza expresamente cualquier obligación) de actualizar o modificar sus declaraciones prospectivas, ya sea como consecuencia de información nueva, eventos futuros o por otros motivos.

### **Inversiones en mercados emergentes**

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

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

### **Activos no tradicionales**

**Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen hedge funds, capital privado, bienes raíces y futuros administrados (en su conjunto, inversiones alternativas).** Los intereses de los fondos de inversiones alternativas se venden solo a inversionistas calificados, y solo si se presentan documentos que incluyan información sobre los riesgos, el rendimiento y los gastos de fondos de inversiones alternativas, y que se urge a los clientes que lean detenidamente antes de suscribir y retener. Una inversión en un fondo de inversiones alternativas es especulativa e implica importantes riesgos. Específicamente, estas inversiones: (1) no son fondos mutuos y no están sujetas a los mismos requisitos normativos que los fondos mutuos; (2) pueden tener un rendimiento volátil, y

es posible que los inversionistas pierdan toda su inversión o una parte importante de esta; (3) pueden participar en prácticas de apalancamiento y otras prácticas de inversión especulativa que pueden aumentar el riesgo de pérdida de la inversión; (4) son inversiones a largo plazo sin liquidez; generalmente, no existe un mercado secundario para los intereses de un fondo, y no se espera que se desarrolle uno; (5) los intereses de los fondos de inversiones alternativas suelen no tener liquidez y estar sujetos a restricciones sobre su transferencia; (6) pueden no estar obligadas a suministrar información periódica sobre su precio o evaluación a los inversionistas; (7) suelen implicar estrategias impositivas complejas y pueden haber demoras en la distribución de la información impositiva a los inversionistas; (8) están sujetas a altos honorarios, incluidos honorarios de gestión y otros honorarios y gastos, lo que disminuirá las utilidades.

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

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

- **Riesgo de Hedge Fund:** existen riesgos específicamente asociados con la inversión en fondos hedge funds, que pueden incluir riesgos asociados con la inversión en ventas al descubierto, opciones, acciones de pequeña capitalización, “bonos basura”, derivados, títulos depreciados, títulos no estadounidenses e inversiones sin liquidez.
- **Futuros administrados:** existen riesgos específicamente asociados con la inversión en programas de futuros administrados. Por ejemplo, no todos los gestores se enfocan en todas las estrategias en todo momento, y las estrategias de futuros administrados pueden tener factores de dirección sustanciales.
- **Bienes raíces:** existen riesgos específicamente asociados con la inversión en productos de bienes raíces y fideicomisos de inversión en bienes raíces. Implican riesgos asociados con deuda, cambios adversos en las condiciones económicas generales o del mercado local, cambios en la normativa o la legislación gubernamental, impositiva, de bienes raíces o urbanística, riesgos asociados con peticiones de aporte de capital y, para algunos productos de bienes raíces, riesgos asociados con la capacidad de calificar para un tratamiento favorable conforme a la legislación impositiva federal.
- **Capital privado:** existen riesgos específicamente asociados con la inversión en capital privado. Las peticiones de aporte de capital pueden realizarse con poca anticipación y su incumplimiento puede provocar importantes consecuencias negativas, incluida, entre otras, la pérdida total de la inversión.
- **Cambio de divisas/riesgo cambiario:** los inversionistas en títulos de emisores ubicados fuera de los Estados Unidos deben estar al tanto de que, incluso para títulos con denominación en dólares estadounidenses, los cambios en el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la divisa “local” del emisor pueden tener efectos inesperados en el valor de mercado y la liquidez de dichos títulos. Estos títulos también pueden verse afectados por otros riesgos (por ejemplo, cambios políticos, económicos o normativos) que el inversionista estadounidense pueda desconocer.

Las opiniones sobre inversiones de UBS Chief Investment Office ("CIO") son elaboradas y publicadas por el negocio Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por FINMA en Suiza) o sus filiales ("UBS"), que forman parte de UBS Group AG (el «Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye a Credit Suisse AG, sus subsidiarias, sucursales y filiales. Al final de este apartado figura una cláusula de exención de responsabilidad adicional relativa a la División de Gestión Patrimonial de Credit Suisse. Las opiniones de inversión se han preparado de conformidad con requisitos legales diseñados para promover **la independencia del análisis de inversión**.

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

Esta publicación tiene un fin exclusivamente informativo y no tiene por finalidad constituir una oferta o promocionar ofertas para comprar o vender ningún producto de inversión o cualquier otro producto específico. El análisis que este documento contiene no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de ningún destinatario específico. Se basa en numerosos supuestos. Los distintos supuestos pueden derivar en resultados sustancialmente diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de manera irrestricta, y/o pueden no ser elegibles para venderse a todos los inversores. Toda la información y las opiniones expresadas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas confiables y de buena fe, pero no se formula ninguna manifestación o garantía, sea expresa o implícita, respecto de su exactitud o integridad (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](http://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](https://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o pida a su asesor financiero completa información sobre el riesgo.

### **Clausula 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.



