

UBS House View

Monthly Letter | 25 de abril de 2024 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Aterrizaje suave

En nuestro escenario de base, la inflación y el crecimiento se moderan en Estados Unidos y la Fed comienza a recortar las tasas en septiembre. Esto genera un marco favorable tanto para los bonos como para las acciones.

¿Recalentamiento?

En un escenario bajista, la preocupación por un posible recalentamiento de la economía estadounidense provoca un aumento de los rendimientos de los títulos del Tesoro. Invertir en activos alternativos es importante para ayudar a estabilizar la cartera.

¿Los locos años veinte?

En un escenario alcista, un auge desinflationista en Estados Unidos y el creciente optimismo por las perspectivas de crecimiento de la IA impulsan los mercados bursátiles al alza.

Asignación de activos

Entre las acciones, nos inclinamos por los valores de calidad y tenemos una visión optimista del sector tecnológico estadounidense. En cuanto a la renta fija, también preferimos la calidad.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

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



Nuestras opiniones en vivo con sesión de preguntas y respuestas

El próximo livestream mensual global de CIO tendrá lugar el 30 de abril. [Únase aquí o vea la grabación.](#)

Ese efecto mariposa

Como todas las capitales imperiales a lo largo de la historia, Washington DC tiene una vena cínica. La semana pasada, en las reuniones del Fondo Monetario Internacional / Banco Mundial se comentaba (con ironía) que el ataque de Irán en suelo israelí podía oírse con claridad incluso a 10.000 km de distancia, en el Congreso de EE.UU. Tras meses de paralización legislativa, una extraña coalición bipartidista permitió que el Congreso sancionara un conjunto amplio de medidas que incluyen ayuda a Israel, Ucrania, Taiwán y los aliados del Indo-Pacífico, además de sanciones adicionales a China, Rusia e Irán.

Aun es demasiado pronto para saber si los hechos recientes constituyen un punto de inflexión en la historia mundial, o si la sorpresa en la tasa de inflación de Estados Unidos, superior a la esperada, marca un giro en la tendencia macroeconómica. Pero, como inversores, no tenemos más alternativa que guiar las carteras a través de un entorno macroeconómico y geopolítico volátil y complejo, repleto de «efectos mariposa», al que no le importan las previsiones de beneficios o las valoraciones.

No obstante, consideramos que una base sólida para el análisis de escenarios, basada en la comprensión de los factores que muy probablemente determinen los resultados futuros del mercado, es la mejor herramienta para ayudar a definir nuestras asignaciones de activos. En el resto de esta carta, presento nuestro más reciente análisis de escenarios y lo que creemos implican para los inversores.

En nuestro escenario de base, esperamos que la inflación estadounidense reanude gradualmente su tendencia descendente, para llegar a 3% a finales del tercer trimestre. Si bien los funcionarios de la Reserva Federal han indicado que no urge recortar las tasas, creemos que podrán realizar el primer recorte en septiembre. Mientras tanto, consideramos que el alcance geográfico del conflicto en Oriente Medio se mantendrá acotado. En nuestra opinión, este escenario se corresponde con un aumento del S&P 500 a 5.200 para finales de año y un rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años de 3,85%.

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



Un creciente optimismo por la IA podría afianzar los argumentos a favor de un escenario alcista para las acciones.

Nuestro escenario bajista prevé una combinación de crecimiento «demasiado bueno» en Estados Unidos, preocupación por la política fiscal en Estados Unidos o un shock sostenido en los precios de las materias primas, lo cual impulsa el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años a 6%. En ese escenario cabría esperar que el S&P 500 descienda a alrededor de 4.400.

Un escenario alcista dependería del optimismo en torno al fortalecimiento de la inteligencia artificial, mientras el crecimiento en Estados Unidos se mantiene sólido y la inflación reanuda su trayectoria descendente. Esto podría potenciar un alza del S&P 500 en torno a los 5.500, aun cuando los rendimientos de los títulos del Tesoro a 10 años alcancen el 5%.

¿Qué significan estos escenarios para los inversores? En nuestra opinión, las perspectivas generales de la relación riesgo-rentabilidad de las acciones están equilibradas y, por lo tanto, consideramos que los inversores deben mantener las asignaciones a acciones cerca de los niveles de los índices de referencia estratégicos. Dentro de las acciones, observamos mejores oportunidades en determinados sectores, como las acciones de calidad, incluidas las tecnológicas. También esperamos una rentabilidad relativa superior de las acciones de pequeña capitalización.

Los bonos de alta calidad son nuestra clase de activos preferida. Los bonos de calidad tienen valor en el contexto de la cartera debido a la probabilidad de que trepen con fuerza en caso de una recesión, incluso si consideramos que este resultado es poco probable en un horizonte de inversión táctico. Las expectativas de tasas de interés tendrían que subir considerablemente a partir de ahora para que los inversores obtengan una rentabilidad negativa, y en nuestro escenario de base prevemos rentabilidades totales del orden del 10% para los bonos de calidad hacia finales de año (Títulos del Tesoro a 10 años, según rendimientos al cierre del 24 de abril).

Mientras tanto, una asignación a activos alternativos puede ayudar a los inversores a diversificar y gestionar los riesgos en distintos escenarios. Nuestro escenario bajista posiblemente sea negativo para los bonos y las acciones, las estrategias de hedge funds, como la macro y la equity market neutral, podrían ayudar a estabilizar las carteras.

Un mercado con una oferta posiblemente insuficiente respalda nuestra previsión favorable para el petróleo y también creemos que hay margen para que suban los precios del oro para finales de año. Ambos ofrecen valor en el contexto de una cartera, en especial para ayudar a protegerse de los riesgos geopolíticos.

Escenarios

	Escenario de base <i>Aterrizaje suave</i>	Escenario bajista <i>Recalentamiento</i>	Escenario alcista <i>Los locos años veinte</i>
Probabilidad	60%	20%	20%
S&P 500	5.200	4.400	5.500
Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años	3,85%	6%	5%

Fuente: Estimaciones de UBS, a abril de 2024

Las mediciones del IPC de Estados Unidos han sido más altas de lo esperado en los últimos meses.

Cabe esperar que la inflación de la categoría vivienda tienda a la baja en Estados Unidos.

Seguimos esperando que la Fed recorte las tasas de interés este año, a partir de septiembre.

Escenario de base: Aterrizaje suave

Los datos de inflación de marzo no infunden mucha confianza en que Estados Unidos esté camino de volver a una inflación anualizada sostenible del 2%. Tanto el índice general como el índice subyacente de precios al consumidor (IPC) subieron un 0,4% respecto del mes anterior. Y lo que es peor, la inflación «subyacente estricta» —que excluye los precios de los alimentos, la energía y la vivienda, y se centra en servicios básicos con uso intensivo de mano de obra— subió hasta el 0,65%, debido al incremento de los costos de la atención sanitaria, la reparación de vehículos y los seguros de automoción.

Sin embargo, en nuestro escenario de base, esperamos que la desinflación se reanude en los próximos meses.

La desinflación regresará

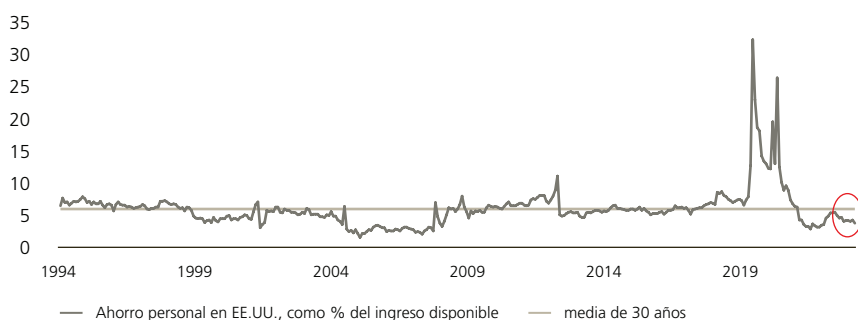
En primer lugar, estamos seguros de que la inflación de la vivienda—de lejos, el componente más grande de la cesta del IPC— va a descender, tal y como se infiere de los datos del mundo real sobre nuevos arrendamientos, los cuales anticipan los precios de esa categoría en el IPC con un antelación de 12 meses. Por ejemplo, el Informe Nacional sobre Alquileres publicado por Apartment List mostró una caída interanual del 0,8% en marzo. En segundo lugar, la tasa de ahorro de Estados Unidos es de tan solo el 3,6%, un mínimo histórico, lo que significa que un consumo fuerte no puede continuar indefinidamente. En tercer lugar, el crecimiento de los salarios se ha desacelerado a la tasa más baja desde junio de 2021: el salario medio por hora de marzo aumentó un 4,1% interanual. Y, cuarto, observamos mayor resistencia del consumidor a los aumentos de precios: La publicación más reciente del Libro Beige sugiere cierta «debilidad de los gastos de consumo discrecional, puesto que la sensibilidad de los consumidores a los precios sigue siendo elevada».

También observamos que fuera de Estados Unidos la tendencia de la desinflación se mantiene intacta en la mayoría de las economías avanzadas. Las mediciones recientes de inflación en la zona euro y en Suiza fueron más bajas de lo esperado. La inflación también continuó su tendencia descendente en el Reino Unido.

Gráfico 1

La tasa de ahorro de Estados Unidos está en un nivel bajo

Ahorro personal en EE.UU., como % del ingreso personal disponible, media de 30 años



Fuente: Bloomberg, UBS, a abril de 2024

Los recortes de tasas se demoraron, no se cancelaron.

La inflación elevada podría retrasar la decisión de reducir las tasas de interés, pero no creemos que los recortes queden descartados. Esperamos que la Reserva Federal recorte las tasas dos veces este año, en 25 p.b. cada vez, en septiembre y diciembre. En síntesis, también creemos que la Fed dará prioridad a su doble mandato de estabilidad de precios y pleno empleo, pese a cualquier preocupación que pudiera surgir por un posible cambio de la política monetaria cerca de las elecciones presidenciales de EE.UU.

Los sucesos recientes en Oriente Medio han aumentado el riesgo de un ciclo de represalias y escalada.

Fuera de Estados Unidos, se observan —y posiblemente se sigan observando— recortes de tasas, debido a la disminución de las presiones inflacionistas. La política de relajación monetaria ya está en marcha en Suiza. Creemos que el Banco Central Europeo posiblemente siga esos pasos en junio y el Banco de Inglaterra, a principios de agosto.

El conflicto en Oriente Medio sigue contenido.

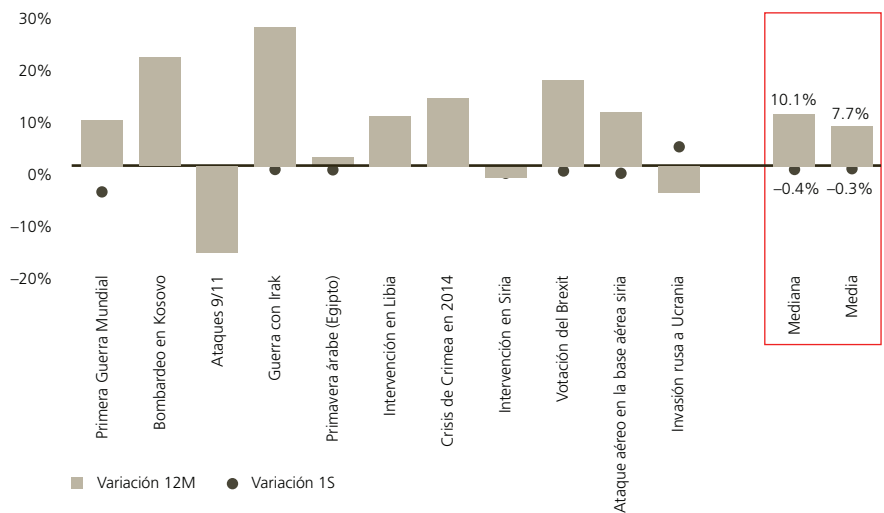
La confrontación entre Irán e Israel plantea el riesgo de un ciclo peligroso de represalias y escalada. Irán demostró que puede atacar a Israel con cientos de misiles y drones desde múltiples puntos de lanzamiento. La advertencia de 72 horas y la coordinación de Estados Unidos de una defensa multilateral impidieron grandes daños, pero permiten preguntarse qué sucedería ante un ataque sin advertencia. Mientras tanto, la represalia de Israel envió un mensaje sobre su capacidad de respuesta a la provocación iraní con activos operados desde dentro de Irán.

Nuestro escenario de base prevé que la guerra entre Israel y Hamás continuará con ataques esporádicos en la región en general, pero no espera una guerra entre Israel e Irán. En las últimas semanas, la intención de Israel y de Irán fue enviar un mensaje a través de sus acciones y, afortunadamente, ambos consideran que se ha prestado atención a su mensaje. Desde esta perspectiva, Israel así como Irán, pudieron adjudicarse una victoria sin necesidad de tomar más acciones y Estados Unidos reafirmó su compromiso con la defensa de Israel, al mismo tiempo que le pidió moderación.

Gráfico 2

Históricamente, el impacto del riesgo geopolítico en los mercados ha tenido corta duración

Variación porcentual de una semana y 12 meses en el S&P 500 después de sucesos geopolíticos seleccionados, mediana y media, en %



Fuente: Bloomberg, UBS, a abril de 2024

En líneas generales, creemos que este escenario se corresponde con una caída del rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años al 3,85% para finales del año, ya que al disminuir la inflación, los mercados descuentan un ciclo de recortes de tasas más significativo en 2025 y 2026. Nuestro escenario de base sitúa al S&P 500 en 5.200 para finales de año.

Escenario bajista: Recalentamiento

En nuestro escenario bajista, una combinación de crecimiento «demasiado bueno» en Estados Unidos, preocupación por la política fiscal y una fuerte subida en los precios de las materias primas impulsan el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años a 6% (lo que corresponde a un rendimiento real del 3%,

En un escenario bajista, el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años podría subir a 6%.

una tasa de inflación implícita a 10 años del 2,5% y una prima de plazo del 0,5%). Este escenario implicaría una rentabilidad negativa del 8% para los tenedores de bonos estadounidenses a diez años.

Si bien los rendimientos más altos de los bonos no son necesariamente negativos para las acciones, los fuertes aumentos de tasas pueden desestabilizar los mercados y creemos que los aumentos en el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años muy por encima del 5% avivarían los temores por la estabilidad del sistema financiero, y aumentaría así el riesgo de un crecimiento más débil en el futuro. En ese escenario prevemos un descenso del S&P 500 a 4.400 puntos.

¿Cuáles podrían ser algunos de los catalizadores?

El crecimiento estadounidense sigue siendo «demasiado bueno», lo que modifica las expectativas de tasas de interés.

La inflación de Estados Unidos se mantiene por encima de la meta a pesar de los fuertes aumentos de tasas dispuestos por la Fed.

La Fed ha aumentado las tasas de interés en 525 p.b. en los dos últimos años para tratar de controlar la inflación. Sin embargo, aunque la inflación ha bajado, el índice de precios subyacente que mide el gasto de consumo personal subió a una tasa anualizada del 3,7% en el primer trimestre de 2024, de la mano de los servicios. El crecimiento del PIB en el primer trimestre fue más débil de lo esperado, con una tasa anualizada del 1,6%, pero esto se debió principalmente a un aumento de las importaciones y a la reducción de inventarios, más que a debilidad en las ventas finales en el mercado interno. Si el crecimiento económico de Estados Unidos se mantiene fuerte y la inflación se sitúa por encima del objetivo, es posible que la Fed deba aumentar las tasas aún más y los inversores posiblemente tengan que reevaluar sus estimaciones sobre las tasas tendenciales de crecimiento de Estados Unidos. Esto podría contribuir a subir los rendimientos reales de los bonos a largo plazo.

El shock en los precios de las materias primas enciende el temor a una desestabilización de la inflación.

En nuestra opinión, cabe esperar que el mercado mundial de petróleo mantenga su oferta insuficiente en el segundo trimestre de 2024 y que los precios del crudo Brent suban por encima de USD 100/bbl si se interrumpe la circulación de petróleo a través del estrecho de Hormuz o si se ataca a las principales instalaciones de producción petrolera.

La Fed y los inversores en los mercados de bonos normalmente «no se dejarían llevar» por las variaciones a corto plazo en los precios de las materias primas. Pero un nuevo repunte de los precios del petróleo, tan pronto después del shock inflacionista reciente, podría infundir temor a una desestabilización de las expectativas de inflación de los consumidores y de las empresas y requerir un aumento de las tasas de interés en respuesta.

La preocupación en torno a la política fiscal de Estados Unidos provoca un aumento de la prima de plazo.

Estados Unidos tiene un déficit presupuestario del 5,9% (a marzo de 2024) y ningún candidato presidencial puede jactarse de haber reducido déficits drásticamente. Una proyección reciente de la Oficina de Presupuesto del Congreso indicó que los costos por intereses de la deuda estadounidense superarán el gasto en defensa este año. Y todos los años es necesario refinanciar billones de dólares, de modo que el mercado del Tesoro se vuelve vulnerable a una huelga de compradores.

La preocupación por la carga de la deuda estadounidense y la política de relajación fiscal podría llevar a los inversores a exigir una prima de plazo más alta o una compensación por inmovilizar su dinero en valores del gobierno estadounidense a largo plazo (una dinámica que se evidenció brevemente en septiembre/octubre de 2023 después de que el Tesoro de Estados Unidos anunciara necesidades de financiación

mayores a las esperadas). Antes de la crisis financiera mundial, los inversores normalmente exigían una «prima de plazo» de entre 0,5% y 1,5%. Creemos que es posible volver a este rango (desde alrededor de cero hoy día) si crecen los temores por la trayectoria fiscal de Estados Unidos, si bien la intervención de la Fed (como lo hizo el Banco de Inglaterra en 2022) debería de limitar la magnitud de la prima de plazo.

Escenario alcista: Los locos años veinte

Mientras preparamos este informe, los mercados de opciones descuentan una probabilidad del orden del 20% de que el S&P 500 suba aproximadamente otro 10% en lo que resta de 2024. ¿Qué características podría tener este escenario alcista?

La inflación estadounidense reanuda una clara tendencia bajista.

Ya observamos diversas evidencias que sugieren que la inflación volverá a bajar en los próximos meses, lo que incluye una inflación más baja de alquileres, una desaceleración de los incrementos salariales y resistencia del consumidor a validar los aumentos de precios. En nuestro escenario alcista, estas tendencias se materializan más rápido, lo que permite una caída sostenible hacia las metas fijadas por los bancos centrales.

El crecimiento se mantiene firme en Estados Unidos y mejora en Europa y China.

En nuestro escenario de base, esperamos que el crecimiento económico de Estados Unidos se modere en torno a la tendencia este año, desde una tasa anualizada del 4% en el segundo semestre de 2023. En nuestro escenario alcista, el crecimiento de Estados Unidos se mantiene por encima de la tendencia en 2024, gracias a una fuerte creación de empleo, un gasto resiliente del consumidor y un mayor gasto de capital. El panorama de crecimiento robusto podría verse aún más favorecido si la economía europea crece más rápido de lo esperado o si China sanciona un estímulo fiscal a gran escala para impulsar el crecimiento.

Los inversores adelantan el crecimiento de la IA

Debido al peso significativo que tienen las acciones tecnológicas en el índice de Estados Unidos, un escenario alcista requeriría optimismo entre los inversionistas en cuanto al potencial de la IA para potenciar los beneficios empresariales y que los inversionistas incorporaran ese crecimiento en el precio de las acciones.

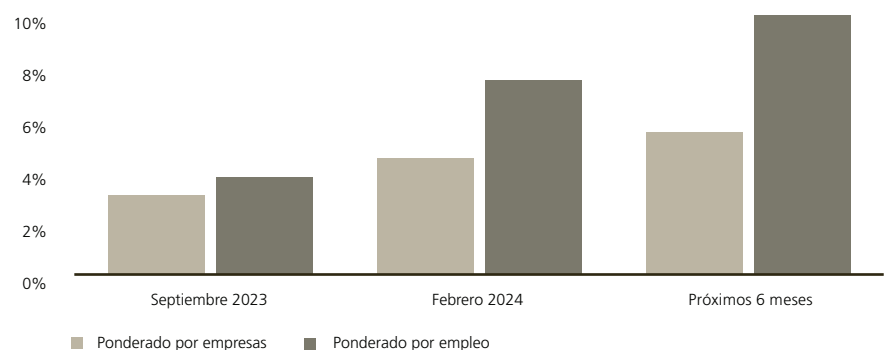
En nuestro escenario alcista, la economía estadounidense continúa creciendo a una tasa superior a la tendencia.

La adopción de la IA aumenta con rapidez.

El creciente optimismo acerca de la IA podría verse impulsado por una adopción más rápida de lo esperado de copilot, en especial en software de productividad de oficina. La reciente Encuesta de Tendencias y Perspectivas Empresariales de la Oficina de Censos de Estados Unidos —la cual hace un seguimiento de la utilización de la IA en 1,2 millones de empresas estadounidenses— concluyó que cada vez es mayor la adopción de la inteligencia artificial. En el primer trimestre de 2024, entre un 5,4% (ponderado por empresas) y un 9% (ponderado por empleo)

Gráfico 3

La creciente adopción de la IA podría aumentar el optimismo acerca de las perspectivas
 Porcentaje de empresas que usan o prevén usar IA en Estados Unidos



Fuente: Encuesta de perspectivas y tendencias empresariales (BTOS), Oficina de Censos de EE.UU., UBS, a abril de 2024

de las empresas respondió que estaban usando IA, frente a 3,7% - 4,5% en el tercer trimestre de 2023. Las respuestas de los encuestados sugiere que esta proporción podría subir a 6,6%-12% en los próximos seis meses —un aumento alentador que aún deja un gran margen para que la tasa de penetración de la IA siga en aumento. Creemos que la creciente adopción de la IA —y la mayor evidencia de su monetización— debería fortalecer la confianza de los inversores en la sostenibilidad de las perspectivas de crecimiento de la IA.

En líneas generales, en este escenario alcista —de auge desinflacionista— cabe esperar un aumento del S&P 500 a alrededor de 5.500 para finales de año, pese a un rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años del 5%, el cual estaría respaldado por un crecimiento económico y de los beneficios mejor de lo esperado.

Ideas de inversión

Mediante la diversificación y el equilibrio entre regiones y clases de activos, los inversores pueden gestionar la volatilidad y mantener su cartera acorde con el plan.

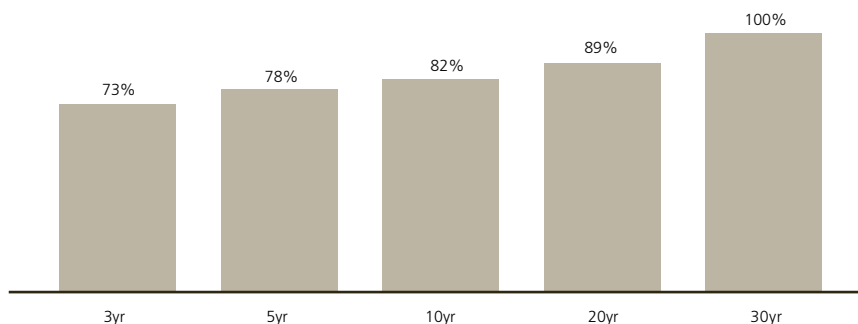
Mientras el mercado oscila entre la valoración de los distintos escenarios, la volatilidad de las clases de activos podría seguir siendo elevada. Mediante la diversificación y el equilibrio entre distintos mercados mundiales de acciones y clases de activos, los inversores pueden mitigar esa volatilidad y mantener su cartera según lo planeado. La inclusión de activos alternativos en las carteras también puede ayudar a controlar el riesgo de nuestro escenario bajista, en el cual caen tanto las acciones como los bonos.

Renta fija. Mantenemos una preferencia por los bonos de calidad, incluidos los que tienen grado de inversión. Los inversores deben usar los actuales rendimientos atractivos para tomar exposición si es que tienen una subponderación estratégica.

Gráfico 4

Los bonos tienden a aventajar al efectivo en rentabilidad, especialmente en períodos largos de tenencia

Probabilidad de que los bonos aventajen a los bonos, por período de tenencia, en % Datos mensuales desde 1960



Fuente: Ibbotson, UBS, a abril de 2024

Los bonos de alta calidad ofrecen gran valor en el contexto de una cartera.

En nuestro escenario de base, esperamos rentabilidades del orden del 10% hacia finales de año para los títulos del Tesoro a 10 años, puesto que una nueva caída de la inflación y un crecimiento económico más lento llevan a los inversores a descontar un ciclo de recortes de tasas más significativo en 2025 y 2026. A diferencia del efectivo, los bonos de alta calidad ofrecen valor significativo en el contexto de una cartera, debido a su potencial para obtener grandes rentabilidades si acaso se produce un traspí del crecimiento o aumentan los temores por la incertidumbre geopolítica.

Observamos que las políticas divergentes de los gobiernos, así como diferentes tendencias de inflación y crecimiento entre las regiones, aumentan la complejidad de la inversión en renta fija mundial. Sin embargo, esa divergencia impulsa potencialmente el valor de un enfoque de inversión más activo y diversificado.

Esto puede incluir una exposición sensata a créditos de más alto riesgo junto con bonos de calidad, como parte de una asignación a bonos bien diversificada.

Acciones. Consideramos que las perspectivas de las acciones están equilibradas en general. A nivel del índice, las valoraciones de las acciones estadounidenses son elevadas, pero esperamos que las empresas relacionadas con la IA generen un fuerte crecimiento de los beneficios en los próximos años. Los índices fuera de Estados Unidos están más baratos, pero tienen una exposición más limitada a empresas con las perspectivas más atractivas de crecimiento estructural. En consecuencia, recomendamos una exposición estratégica diversificada en todas las regiones clave.

Creemos que la volatilidad reciente en las acciones tecnológicas ofrece una oportunidad para que los inversores fortalezcan su exposición.

Entre las acciones, el nivel de la exposición tecnológica que tienen los inversores en las carteras posiblemente sea un catalizador fundamental de los resultados en lo que resta de 2024 y en los próximos años. En este sentido, creemos que es fundamental que los inversores tengan una asignación estratégica saludable a las acciones tecnológicas, sin perder de vista los riesgos de concentración. Para los inversores con una inversión insuficiente en el sector tecnológico y en la revolución de la IA, creemos que la reciente volatilidad del mercado puede ofrecer una oportunidad para obtener exposición.

Los inversores que buscan fortalecer la exposición a la tecnología también pueden considerar estrategias que combinen un bono con la venta de una opción de venta —el derecho, pero no la obligación, de vender un activo a un precio previamente establecido— como forma de obtener un pago por esperar para vender potencialmente a precios más bajos. Las estrategias de preservación de capital también pueden ayudar a gestionar el «miedo a lamentarse» de los inversores. Mientras tanto, los inversores que buscan diversificar su exposición a la tecnología pueden considerar temáticas alternativas de crecimiento, como la transición a energías con bajos niveles de emisión, tecnología para la salud y economía oceánica, así como las acciones de pequeña y mediana capitalización, donde las valoraciones relativas están próximas a mínimos de varias décadas.

Por país, este mes elevamos la calificación del mercado bursátil británico de menos preferido a más preferido. En vista de las mejores perspectivas para la industria manufacturera mundial, tenemos una previsión favorable para el petróleo y los metales industriales. Esperamos que el crecimiento de los beneficios se acelere del 4% este año al 7% en 2025, gracias a los mejores beneficios de las empresas vinculadas a las materias primas y los bancos, además de un fortalecimiento de la economía británica. Las perspectivas del consumo interno posiblemente mejoren en medio de un mercado laboral resiliente y la normalización de la inflación. Los posibles recortes de tasas del Banco de Inglaterra deberían contribuir a un rebote de las valoraciones de las acciones desde los mínimos actuales (el FTSE 100 se negocia a 11 veces los beneficios previstos, frente a una media de 12,8 veces a largo plazo).

Esperamos que el USD se mantenga firme a corto plazo mientras la Fed demore los recortes de tasas.

Divisas. Ante la posibilidad de que la Fed aplase el inicio del ciclo de recortes de tasas a septiembre, esperamos que el USD se mantenga firme en los próximos meses. Pero aún prevemos que la Fed siga los pasos de relajación monetaria del Banco Central Europeo y del Banco de Inglaterra—que posiblemente comiencen a recortar las tasas en junio y agosto, respectivamente. A corto plazo, cabe esperar que el cruce EURUSD disminuya temporalmente por debajo de 1,05 aunque a medio plazo esperamos una depreciación moderada del USD en la medida en que el crecimiento mejore fuera de Estados Unidos. Prevemos que el cruce se sitúe en 1,09 para finales de año.

Mantenemos el AUD en la categoría de divisa más preferida pues el Banco de la Reserva de Australia posiblemente sea el último de los bancos centrales de mercados desarrollados en comenzar a reducir las tasas. Esperamos que el cruce AUDUSD alcance cerca de 0,70 para finales de año.

El franco suizo se ha debilitado desde el recorte de tasas dispuesto por el Banco Nacional Suizo en marzo. Si bien creemos que el franco está llegando al final de su tendencia de depreciación, su carry negativo y la estabilización del interés en activos de riesgo en los mercados nos lleva a mantenerlo en la categoría de divisa menos preferida.

Materias primas. Esperamos rentabilidades totales del orden del 10% en los índices de materias primas generales en los próximos seis a 12 meses, y todos los subsectores contribuirán a esos resultados. En el caso del petróleo, un mercado con oferta posiblemente insuficiente—debido a la sólida demanda y a la disciplina de oferta del OPEP+—respalda nuestra visión positiva y consideramos que el crudo Brent cotizará en un rango de 85 USD-95 USD/bbl en nuestro horizonte de pronóstico. También vemos margen para que los precios del oro suban nuevamente para finales de año, y podrían situarse en 2.500 USD/oz en diciembre. Creemos que tanto el petróleo como el oro ofrecen valor en el contexto de una cartera, en especial para ayudar en la cobertura de los riesgos geopolíticos. Por lo demás, una recuperación de la actividad industrial global, las perspectivas de tasas de interés más bajas y las restricciones por el lado de la oferta específicas de varias materias primas deberían combinarse para impulsar los precios al alza.

Las inversiones alternativas tienen una función clave en las carteras.

Inversiones alternativas. Las estrategias de hedge funds como los fondos macro pueden sortear y diversificarse en un entorno en el que las correlaciones entre los bonos y las acciones estadounidenses son elevadas (una medida móvil de un año solo ha sido más alta el 5% de las veces desde 2000). Las estrategias equity-market neutral y specialist credit buscan obtener rentabilidades diferenciadas aprovechando la amplia dispersión que hay actualmente entre las empresas más fuertes y más débiles.

Mientras tanto, los argumentos a largo plazo a favor del private equity en una cartera bien diversificada siguen siendo sólidos, pues prevemos una continuación de su rentabilidad relativa superior desde 1993 (con base en la comparación de las tasas internas de rentabilidad del año vintage para el private equity global y el equivalente de acciones cotizadas globales usando datos de Cambridge Associates y MSCI AC World, respectivamente). La incertidumbre actual contribuye a fortalecer y mantener posiciones en distintas zonas geográficas, estrategias y años vintage (año de inicio del fondo).

También creemos que los flujos de caja vinculados a la inflación proporcionados por activos de infraestructura privados —lo que incluye, activos sostenibles y de impacto ligados a la energía renovable— pueden ser atractivos en escenarios de crecimiento y de inflación más elevados. Los activos de infraestructura también pueden contribuir a la diversificación, pues registraron correlaciones de entre -0,2% y 0,6 respecto de otras clases de activos entre 2005 y 2022, según datos del Cambridge Infrastructure Index.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Mensajes importantes

Sacar provecho de la volatilidad en el sector tecnológico	La corriente masiva de venta reciente de acciones tecnológicas ofrece una posible oportunidad para inversores que están subinvertidos en ese sector y en la revolución de IA. Recomendamos diversificar la exposición estratégica al sector, buscando un equilibrio entre los beneficiarios de la disrupción tecnológica (incluida la IA) y los líderes del sector, incluidos los «Súper 8 de Asia». Las estrategias estructuradas pueden ayudar a los inversores a posicionarse para un nuevo repunte, al tiempo que se protegen del riesgo de caída, u obtienen ingresos mientras esperan un punto de entrada potencialmente mejor.
Oportunidades más allá de la tecnología	Aparte del sector tecnológico, recomendamos enfocarse en las acciones de calidad, incluidas las Siete Magníficas de Europa, los temas alternativos de crecimiento (entre ellos, la transición hacia energías con menos emisiones de carbono, tecnología para la salud y economía oceánica) y las acciones de pequeña y mediana capitalización. Prevemos que los temas de crecimiento selectivo y calidad generen un crecimiento resiliente de los beneficios. Mientras tanto, un desempeño económico mejor del esperado debería respaldar los beneficios de las acciones de pequeña y mediana capitalización, donde las valoraciones relativas se sitúan cerca de mínimos de múltiples décadas.
Gestionar la liquidez	Todo parece indicar que las tasas de interés se mantendrán más altas por más tiempo en Estados Unidos, pero no para siempre. Esperamos que el efectivo genere rentabilidades progresivamente más bajas en los próximos dos años, lo que presentará riesgo de reinversión para los inversores que no gestionen sus tenencias de efectivo de manera proactiva. Creemos que los inversores deben formular una estrategia de liquidez aparte del efectivo y los fondos del mercado monetario, que incluya depósitos a plazo fijo, estrategias escalonadas de bonos y estrategias de inversión estructurada para cubrir las retiradas previstas de la cartera en los próximos cinco años.
Comprar bonos de calidad	Mantenemos nuestra preferencia por los bonos de calidad. Un crecimiento económico robusto y la alta inflación han impulsado los rendimientos de los bonos al alza en los últimos meses, mejorando la rentabilidad potencial de los inversores en renta fija de calidad. Los inversores pueden beneficiarse de rendimientos atractivos y ganancias de capital potenciales si los rendimientos disminuyen (como se espera) y diversificar las carteras frente a los riesgos del mercado accionario. Aparte de la inversión en bonos específicos, una exposición activa y diversificada a renta fija puede ofrecer a los inversores una forma conveniente de realizar todo el potencial de rentabilidad de la clase de activos, gestionando al mismo tiempo los riesgos globales de concentración, de crédito y de tasa de interés.
Generar ingresos con divisas y materias primas	La volatilidad en distintos activos ha aumentado en las últimas semanas. Eso ofrece a los inversores una oportunidad de dar impulso a los ingresos de cartera mediante estrategias de venta de volatilidad. Por divisas, dada la incertidumbre en torno al momento en que se produzcan los recortes de tasas, identificamos valor en las estrategias de generación de ingresos en el USD, la libra esterlina y el euro. Todo parece indicar que el dólar australiano también se revalorizará frente al USD. Además, nos gustan las estrategias que aprovechan los rangos de negociación dentro de las materias primas, entre las cuales el oro y el crudo nos resultan particularmente interesantes.
Lograr el equilibrio	Los inversores hacen frente a un entorno financiero complejo. A algunos les preocupa que el mercado de renta variable haya alcanzado su nivel máximo, lo que les lleva a mantener demasiado efectivo. Otros posiblemente estén excesivamente enfocados en sectores específicos, lo que les expone al riesgo de demasiada concentración en sus carteras. En este contexto, lograr el equilibrio es un principio fundamental. Estamos convencidos de que con tan solo diversificar entre clases de activos, regiones y sectores, los inversionistas pueden gestionar eficazmente la tensión que se genera al transitar la dinámica del mercado a corto plazo y hacer crecer el patrimonio a largo plazo.
Diversificar con inversiones alternativas	En nuestra opinión, los activos alternativos deben ser un componente fundamental de las carteras a largo plazo. Pueden ayudar a diversificar las fuentes de rentabilidad y a suavizar las rentabilidades de las carteras, en especial cuando las correlaciones entre bonos y acciones son positivas, como sucede hoy día. Actualmente identificamos oportunidades en estrategias que ofrecen fuentes únicas de rentabilidad (credit hedge funds), dan acceso a empresas de rápido crecimiento (private equity) y se alinean con tendencias poderosas a largo plazo como la digitalización y la descarbonización (infraestructura privada y fondos temáticos de private equity).

Previsiones globales

Economía

PIB real, interanual, en %

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

Inflación (IPC promedio), interanual, en %

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

Fuente: Bloomberg, UBS, a 25 de abril de 2024. Últimos pronósticos disponibles en la publicación *Global forecasts*, con periodicidad semanal.

Clases de activos

	Contado	Dic-24
Acciones		
S&P 500	5.072	5.200
Eurostoxx 50	4.990	4.900
FTSE 100	8.040	8.500
SMI	11.371	11.640
MSCI Asia ex-Japan	654	667
MSCI China	57	58
Topix	2.711	2.800
MSCI EM	1.035	1.060
MSCI AC World	923	940
Divisas		
EURUSD	1,07	1,09
GBPUSD	1,25	1,30
USDCHF	0,92	0,89
USDCAD	1,37	1,36
AUDUSD	0,65	0,68
EURCHF	0,98	0,97
NZDUSD	0,59	0,60
USDJPY	155	148
USDCNY	7,25	7,25

	Contado	Dic-24
Rendimientos a 2 años, en %		
Bonos del gobierno de EE.UU. a 2 años USD	4,9	3,75
Bonos del gobierno alemán a 2 años EUR	3,0	2,00
Bonos del gobierno británico a 2 años GBP	4,4	3,50
Bonos del gobierno suizo a 2 años CHF	0,9	0,70
Bonos del gobierno japonés a 2 años JPY	0,3	0,25
Rendimientos a 10 años, en %		
Bonos del gobierno de EE.UU. a 10 años USD	4,6	3,85
Bonos del gobierno alemán a 10 años EUR	2,6	2,25
Bonos del gobierno británico a 10 años GBP	4,3	3,50
Bonos del gobierno suizo a 10 años CHF	0,7	0,70
Bonos del gobierno japonés a 10 años JPY	0,9	1,00
Materias primas		
Brent (USD/bbl)	88	87
Oro (USD/onza)	2.325	2.500

Fuente: Bloomberg, UBS, a 25 de abril de 2024. Últimos pronósticos disponibles en la publicación *Global forecasts*, con periodicidad semanal.

Aviso legal

Activos no tradicionales

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

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

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

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

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

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

Análisis de inversión genérico – Información sobre riesgos:

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

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

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

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

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias personales y puede cambiar en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no realiza declaraciones en relación con el tratamiento fiscal de los activos o la rentabilidad de la inversión, ya sea con carácter general o en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. Por razones de necesidad, no podemos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades específicas de nuestros clientes particulares, y le recomendamos que busque asesoramiento financiero y/o tributario con respecto a las consecuencias (incluidas las tributarias) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en el presente.

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

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

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

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

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

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

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

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

Versión A/2024. CIO82652744

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