

Cartilla educativa: Bonos corporativos de líderes ESG

Cartillas sobre inversión sostenible

Autores: Andrew Lee, CIO Head Sustainable & Impact Investing, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Stephanie Choi, CIO Sustainable and Impact Investing Strategist, UBS AG Hong Kong Branch; Amantia Muhedini, Sustainable and Impact Investing Strategist, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Amanda Gu, CIO Sustainable and Impact Investing Analyst, UBS AG Hong Kong Branch

- Los bonos corporativos de líderes ESG son bonos convencionales emitidos por empresas que muestran un buen rendimiento en criterios clave medioambientales, sociales y de gobernanza corporativa (ESG) en relación con sus competidores del sector.
- Una cartera diversificada de bonos corporativos de líderes ESG con grado de inversión tiene un perfil de riesgo-rentabilidad esperado similar al de una cartera convencional de bonos con grado de inversión.
- Un número creciente de investigaciones indica que la incorporación de criterios ESG en la investigación de inversiones y la construcción de carteras de bonos no afecta negativamente el rendimiento y que esta, además, puede tener un impacto positivo si el enfoque optimiza tanto las características financieras como las ESG.



Esta cartilla es una copia de un informe previo publicado el 01 de agosto de 2018. Para más información o ayuda, contacte a su asesor.

Nuestro punto de vista

La inversión sostenible (IS) es una filosofía de inversión que puede aplicarse a una amplia gama de clases de activos. Ella busca lograr características competitivas de riesgo-rentabilidad de la cartera comparables a las de un enfoque tradicional, al tiempo que tiene un efecto positivo en el medio ambiente y la sociedad y/o alinea las carteras con los objetivos y valores de los inversionistas.

La IS en renta fija se ha enfocado históricamente en esta última: alinear las inversiones con los valores de los inversionistas. Esto ha supuesto la adopción de enfoques excluyentes que pueden tener un rendimiento inferior al de los índices generales del mercado como consecuencia de evitar determinados sectores. Pero el creciente interés por integrar los factores ESG en los procesos de toma de decisiones de inversión ha dado lugar a enfoques más sofisticados de la inversión en bonos sostenibles que pueden cumplir las expectativas de rendimiento.

Uno de estos enfoques de IS en bonos corporativos consiste en crear una cartera convencional de bonos corporativos con grado de inversión con sesgo hacia la sostenibilidad.

Las estrategias IS son enfoques de inversión definidos por UBS que persiguen rentabilidades de mercado, así como objetivos sociales y medioambientales. Cada estrategia se distingue por la forma en que incorpora la sostenibilidad al proceso de inversión, por sus características de inversión y por la forma en que trata de abordar uno o varios de los objetivos principales de la inversión sostenible:

- alinear las inversiones con los objetivos de sostenibilidad a largo plazo o los valores personales
- mejorar potencialmente las características de riesgo-rentabilidad de las carteras incorporando criterios medioambientales, sociales y de gobernanza corporativa (ESG) en las decisiones de inversión

Este informe ha sido elaborado por UBS Financial Services Inc. (UBS FS) y UBS AG Hong Kong Branch. Le rogamos que lea el aviso legal y las declaraciones importantes incluidos al final de este documento.

- lograr un impacto medioambiental o social positivo junto con un rendimiento financiero.

Esto significa que las emisiones disponibles para invertir son las mismas que para las estrategias de bonos tradicionales, pero la construcción de la cartera tiene como objetivo equilibrar de manera óptima los factores de riesgo convencionales (p. ej. el rendimiento, el tiempo hasta el vencimiento, la calificación crediticia y la diversificación sectorial) con altas calificaciones basadas en criterios ESG.

Aunque hay algunas evidencias de que las carteras de bonos emitidos por empresas con altas calificaciones ESG pueden ofrecer rendimientos ligeramente superiores a los de aquellas con calificaciones ESG bajas, no abogamos por un enfoque centrado solo en líderes ESG sin tener en cuenta las características financieras. Ello provocaría probablemente sesgos involuntarios e insuficientes resultados con el tiempo. El enfoque de bonos corporativos de líderes ESG trata de equilibrar estas aportaciones, por lo que esperamos los mismos rendimientos y riesgos que un enfoque de cartera de bonos tradicional.

¿Qué son los bonos corporativos de líderes ESG?

Los bonos corporativos son generalmente instrumentos de renta fija preferente no garantizados con perfiles específicos de riesgo-rentabilidad. Los factores que influyen en la valuación incluyen el perfil de riesgo del emisor, las calificaciones crediticias, la duración, el tamaño de la emisión y la liquidez. Una cartera típica de bonos corporativos estará diversificada en todos estos atributos. Se considera que los bonos corporativos con grado de inversión con una calificación crediticia de BBB a AA de las principales agencias de calificación tienen un bajo riesgo de impago. Estas calificaciones se basan en una evaluación a largo plazo de los flujos de caja libre y la gestión de riesgos de las empresas emisoras.

Por lo general, los bonos corporativos estándar del mismo emisor tendrán todos la misma calificación (aunque las estructuras más complejas, como la deuda subordinada, pueden dar lugar a diferentes calificaciones crediticias). En este documento, cuando hablamos de calificaciones de bonos corporativos también nos referimos a la calificación del emisor, y viceversa. Aunque el plazo de vencimiento de un bono individual tiende a ser relativamente corto (normalmente de 3 a 10 años desde la emisión, aunque hay algunos a más largo plazo), la calificación crediticia del emisor se basa en una visión a largo plazo, por lo que, en nuestra opinión, es muy adecuada para incorporar cuestiones ESG, que a menudo son por naturaleza a largo plazo.

Los líderes ESG son empresas consideradas entre las «mejores de su clase» en su sector a la hora de gestionar los

riesgos ESG y/o que aportan soluciones a los problemas de sostenibilidad. Aunque no existe un estándar universalmente aceptado para definir a una empresa como líder en ESG, suelen ser identificadas a través de calificaciones que evalúan aspectos clave de ESG, realizadas por proveedores de servicios como MSCI o Sustainalytics, o por los equipos de investigación interna de los gestores de activos.

Suele haber un amplio consenso sobre las cuestiones ESG críticas para cada sector y la mayoría de las empresas, gracias en parte a la existencia de marcos sectoriales publicados por organismos del sector como el Sustainable Accounting Standards Board (SASB) y la Global Reporting Initiative (GRI). Sin embargo, el plazo en el que se espera que estas cuestiones impacten significativamente en las finanzas de una empresa puede variar considerablemente. Además, la forma en que estas cuestiones se evalúan, ponderan y agregan también puede diferir ampliamente entre las diferentes agencias de calificación ESG e inversionistas. En algunos casos, esto puede dar lugar a puntos de vista totalmente opuestos sobre la sostenibilidad global de un emisor que deben ser considerados por los inversionistas.

La inversión en bonos de líderes ESG es un enfoque de construcción de carteras que tiene como objetivo equilibrar de forma óptima estos dos conjuntos de datos, lo que resulta en una cartera diversificada de bonos corporativos preferentes no garantizados con grado de inversión emitidos por empresas con un buen rendimiento relativo en una serie de factores ESG importantes.

Trasfondo

Los bonos corporativos han recibido históricamente menos atención de los inversionistas sostenibles que las acciones, en parte porque los inversionistas en bonos son «prestamistas» con un horizonte temporal fijo. Estos están por encima de los «propietarios» del capital en caso de quiebra, pero no participan directamente en los resultados positivos o negativos de la empresa. Por lo tanto, la expectativa de riesgo-rentabilidad de los inversionistas en renta fija y variable en la misma empresa al mismo tiempo es diferente, siendo más probable que los inversionistas en renta fija se enfoquen en factores ESG que puedan conllevar un grave riesgo a la baja a corto plazo. La renta variable se ha considerado, tradicionalmente, como un terreno más fértil para generar ideas de inversión basadas en futuras oportunidades ESG; sin embargo, esto está empezando a cambiar, por ejemplo con el crecimiento de la demanda del mercado de bonos verdes y climáticos.

No obstante, algunos factores ESG que están claramente relacionados con el riesgo, en particular la gobernanza corporativa, se han incorporado desde hace tiempo a la investigación crediticia. A medida que los factores medioambientales y sociales han ido adquiriendo mayor

relevancia para los inversionistas y se ha ido disponiendo de más datos, crece la tendencia a incluirlos de manera más formal y sistemática en el marco de calificación. Moody's, por ejemplo, publicó recientemente (solo para suscriptores) su enfoque para evaluar las cuestiones ESG importantes en el análisis crediticio. Los factores ESG se incorporan a sus puntuaciones del mismo modo que otros factores más tradicionales.

Enfoques de inversión en bonos sostenibles

Existen tres métodos principales para incorporar la sostenibilidad a la inversión en bonos corporativos, y cada uno de ellos tiene motivaciones diferentes:

1. Los **enfoques basados en la exclusión** alinean las carteras de bonos con los valores personales mediante la exclusión de empresas implicadas en actividades consideradas inaceptables por el inversionista. Un enfoque que parte de la exclusión tiende a evitar grupos de emisores en determinados sectores, como el tabaco y el alcohol, lo que da lugar a una cartera propensa a obtener rendimientos inferiores en los periodos en que esos sectores obtienen rendimientos superiores. Este enfoque permite a los inversionistas expresar sus propias posturas ante determinadas actividades, pero UBS no lo recomienda porque creemos que no se ajustará a las expectativas convencionales de riesgo-rentabilidad. En nuestra opinión, la evaluación ESG debería enfocarse en los factores ESG importantes, en lugar de apoyarse en cuestiones de sostenibilidad más amplias que pueden no ser directamente relevantes para el modelo de negocio o el sector. Además, a menos que los inversionistas creen sus propias carteras o, cuando recurran a gestores de activos externos, dispongan de fondos suficientes para abrir una cuenta separada, ellos pueden verse obligados a aceptar un conjunto estandarizado de exclusiones que puede no reflejar perfectamente sus valores.
2. Los **enfoques «mejor de su clase»** no excluyen ningún sector por completo, sino que seleccionan empresas que han demostrado gestionar sus riesgos y oportunidades ESG mejor que otras de su sector. Este enfoque tiene la ventaja de permitir una diversificación regional y sectorial completa; pero, por otro lado, puede dar lugar a una exposición a algunos sectores que podrían considerarse insostenibles, como, por ejemplo, los combustibles fósiles y el tabaco.
3. La **integración de ESG** considera las cuestiones ESG como parte integrante del análisis crediticio. Se puede cuantificar el impacto de los factores ESG importantes sobre el perfil de riesgo de la empresa y los flujos de caja futuros. En un enfoque ESG integrado, no se tendrían en cuenta las consideraciones basadas en valores que probablemente no tengan un impacto importante en la capacidad de la empresa para

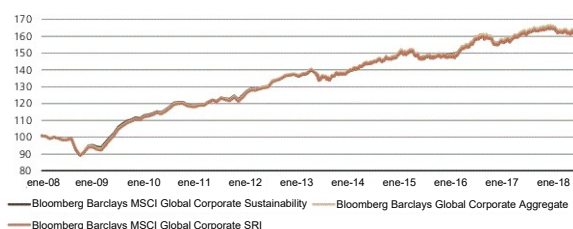
reembolsar su deuda. Este es el enfoque propugnado por los Principios para la Inversión Responsable de la ONU, con los que se han comprometido más de 1.200 gestores y propietarios de activos. Ahora bien, integrar los factores ESG desde una perspectiva basada en el valor no significa, de manera automática, que las inversiones seleccionadas serán los instrumentos o emisores con el impacto más positivo en la sostenibilidad. La cartera debe tratar de equilibrar los rendimientos sostenibles con las prácticas empresariales sostenibles.

En la práctica, muchas carteras de bonos sostenibles combinarán elementos de más de uno de estos enfoques. El enfoque de bonos corporativos de líderes en ESG propuesto por UBS adopta un modelo de «mejor de su clase» para garantizar que refleje sólidos valores de sostenibilidad. Este enfoque integra los factores ESG en el análisis del riesgo crediticio y la construcción de carteras para garantizar que se maximiza la rentabilidad para un nivel de riesgo determinado.

Consideraciones sobre el rendimiento

Como los bonos corporativos emitidos por líderes ESG son bonos preferentes convencionales, no garantizados y con calificación de grado de inversión, una cartera de los mismos debería mostrar características de riesgo-rentabilidad comparables a un enfoque convencional si se construye de acuerdo con criterios convencionales de riesgo-rentabilidad. Hay pocos índices de bonos sostenibles disponibles para comparar el rendimiento. El más importante es el índice Bloomberg Barclays MSCI Global Corporate Sustainability. Su comparación con el índice Global Corporate Aggregate muestra rendimientos y volatilidad muy similares a lo largo del tiempo (Fig. 1). Un estudio basado en los índices de renta fija Barclays ESG desde su creación hasta 2015 descubrió que los bonos con altas calificaciones ESG superaron modestamente a sus pares con calificaciones más bajas cuando se controlaban diversas exposiciones al riesgo.

Figura 1: Índices Barclays MSCI Global Corporate SRI y Sustainability vs Barclays Global Corporate Aggregate,
Basado en 100, enero 2008- julio 2018

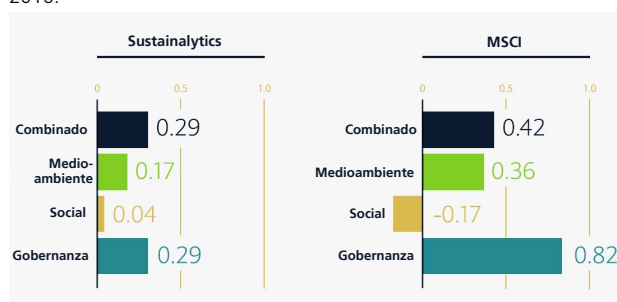


Fuente: Bloomberg, UBS

Barclays también analizó el rendimiento relativo de dos carteras comparables en características financieras, una con emisores de calificación ESG alta y otra con emisores de calificación ESG baja. La cartera con altas calificaciones ESG mostró una pequeña pero persistente ventaja de rendimiento (Fig. 2). En particular, los factores de gobernanza fueron los que más influyeron en el rendimiento superior, mientras que los factores sociales fueron más débiles.ⁱ Se trata de un hallazgo significativo, que demuestra que sesgar una cartera hacia la sostenibilidad manteniendo una fuerte disciplina en la construcción de la cartera no conduce automáticamente a un rendimiento inferior.

Fig. 2: Las carteras de bonos de alta calificación ESG obtuvieron mejores resultados que las de baja

Diferencia de rendimiento entre carteras construidas según los mismos criterios, pero una con calificación ESG alta y otra con calificación ESG baja, para dos proveedores de calificaciones ESG diferentes (% anual), 2009-2016.



Fuente: Barclays, 2016. «Sustainable investing and bond returns»; Sustainalytics, MSCI ESG Research, Barclays Research

En comparación con el volumen de investigación sobre el impacto de los factores ESG en la inversión en renta variable, la investigación sobre la renta fija es escasa. En una revisión sistemática de más de 2.200 estudios primarios relacionados con ESG, los resultados financieros de las empresas y el rendimiento de las inversiones, solo se encontraron 36 estudios sobre bonos (frente a cerca de 300 estudios sobre renta variable). No obstante, cabe destacar que en ninguno de los estudios sobre bonos se observó que los criterios ESG tuvieran un impacto negativo en el rendimiento y, además, en dos tercios de ellos se constató un rendimiento positivo en relación con los criterios ESG.ⁱⁱⁱ

La misma revisión concluyó que los criterios ESG y los resultados financieros de las empresas están positivamente correlacionados. Se podría teorizar que las empresas con altas calificaciones ESG tienen más probabilidades de tener altas calificaciones crediticias. De hecho, un estudio de la meta-revisión examinó el impacto de la gobernanza corporativa en los rendimientos y las calificaciones de los bonos; allí se descubrió un vínculo entre una gobernanza fuerte y calificaciones crediticias más altas/rendimientos más bajos. Esto podría significar que las carteras demasiado sesgadas hacia las calificaciones ESG altas tendrían una expectativa de rendimiento más baja, pero nuestra propia investigación no encuentra pruebas de una fuerte

correlación entre las calificaciones crediticias y las calificaciones ESG para los bonos corporativos. No obstante, este estudio subraya también la importancia de enfocarse en las características financieras, así como en el rendimiento ESG, para construir una cartera de bonos corporativos sostenibles que ofrezca rendimientos comparables a los de una cartera convencional.

Cómo invertir en bonos corporativos de líderes ESG

Los inversionistas pueden comprar directamente bonos emitidos por líderes ESG o hacerlo en el contexto de un fondo, lo que aumenta la diversificación y la liquidez. Si bien el número de estrategias de fondos de renta fija etiquetados como ESG (ya sean activos o pasivos) está aumentando, existen muchas menos opciones que en el caso de la renta variable. A la hora de elegir un fondo de bonos de líderes ESG como parte de una asignación estratégica de activos de IS, UBS recomienda que el rendimiento superior ESG de las empresas forme parte fundamental de la tesis y la estrategia de inversión. Que las consideraciones ESG se reflejen en la filosofía y el proceso de inversión es más importante que tenerlas en el nombre del fondo, por lo que incluso un fondo convencional no etiquetado como ESG podría ser teóricamente apropiado, siempre que integre las consideraciones ESG en el proceso de inversión de manera que los líderes ESG formen parte esencial del universo de inversión. El proceso de diligencia debida debe garantizar que el gestor del fondo explique cómo la construcción del fondo y su exposición actual lo califican como un enfoque de bonos corporativos de líderes ESG.

Riesgos principales

Los riesgos habituales de invertir en una cartera de bonos corporativos se aplican a un enfoque de líderes ESG, pero también hay una serie de riesgos específicos de los líderes ESG:

- **Riesgo a la baja de los líderes ESG:** aunque rara vez se valora toda la información relacionada con la sostenibilidad, estos factores pueden influir de algún modo en las valuaciones de la deuda más en el extremo de liderazgo del espectro. Como resultado, el riesgo a la baja de las empresas percibidas como «buenas» podría ser considerable en caso de que no cumplan estas expectativas; además, esto podría repercutir también en la opinión general sobre el riesgo de la empresa respectiva.
- **Proceso de inversión de fondos subóptimo:** es posible que los procesos de inversión de los gestores de fondos no identifiquen adecuadamente a las empresas de la cartera que cumplen el liderazgo ESG y ofrecen un rendimiento financiero ajustado al riesgo. Las empresas que obtienen puntuaciones altas en los

indicadores ESG no siempre ofrecen el mejor valor relativo, y viceversa.

- **Los enfoques de los fondos de líderes ESG pueden no ajustarse a la percepción de «sostenible» de los inversionistas:** las estrategias de los fondos enfocadas en los líderes ESG suelen tratar de identificar a las mejores empresas de su clase en todos los sectores, tanto «buenas» como «malas» desde el punto de vista del impacto. Por lo tanto, las carteras podrían invertir en la «mejor» empresa de un sector menos deseable.
- **Reglas de construcción de índices:** a largo plazo, los índices de líderes ESG pueden generar un rendimiento similar al del índice convencional subyacente (véase la Fig. 1). Sin embargo, en periodos más cortos, el rendimiento puede desviarse considerablemente debido a las reglas de construcción del índice, lo que puede dar lugar a infraponderaciones o sobreponderaciones de grandes empresas y contribuir significativamente a una desviación positiva o negativa. Además, a pesar del objetivo de neutralidad sectorial, el uso de exclusiones podría dar lugar a sesgos sectoriales. Estos aspectos deben tenerse debidamente en cuenta a la hora de invertir en índices basados en ETF.

Contribución social y medioambiental

El enfoque de bonos corporativos de líderes ESG ofrece a los inversionistas una alternativa de IS a las carteras convencionales de bonos corporativos. Estos bonos son instrumentos convencionales no garantizados, sin características específicas de sostenibilidad como los bonos verdes o los bonos emitidos por bancos de desarrollo. Su principal atractivo, desde la perspectiva de la sostenibilidad, es que ofrecen a los inversionistas la oportunidad de alinear su exposición a la renta fija con el desarrollo sostenible o los valores personales.

Aunque el impacto directo de este enfoque sobre el medioambiente o la sociedad es limitado, posiblemente incluso menor que el de la compra de acciones de empresas líderes ESG (dado que los tenedores de bonos no tienen derecho a voto en las asambleas generales), los tenedores de bonos pueden ejercer influencia. Pero cada vez hay más conciencia de que los titulares de bonos pueden utilizar su posición como prestamistas de capital a la empresa para llamar la atención de la dirección y presionar para que se produzcan cambios, especialmente en la fase de emisión. Este compromiso puede servir de señal a las empresas de la importancia de los factores ESG para los inversionistas.

Aunque UBS recomienda un enfoque totalmente diversificado desde el punto de vista de la gestión de riesgos, los inversionistas que adopten un enfoque de IS como medio de alinear sus inversiones con sus valores

deben asegurarse de que seleccionan el enfoque adecuado. Es crucial que tanto los inversionistas como los selectores de fondos comprendan en profundidad las características y los criterios ESG de cada estrategia para garantizar que estas reflejan correctamente las expectativas y valores del propietario del activo. Además, los inversionistas deben tener cuidado con los sectores no sostenibles que puedan ser excluidos, de manera intencionada o no, en un enfoque ESG. Esto puede dar lugar a desviaciones sectoriales o regionales en comparación con un índice de referencia convencional y a un posible rendimiento inferior.

En cuanto a cómo podría evolucionar la inversión en bonos sostenibles, está surgiendo la demanda de un tipo de «bono ESG» más directamente vinculado a las actividades empresariales. Su recaudación se destinaría a financiar proyectos que mejoren la sostenibilidad de las empresas y mejoraría la capacidad de los inversionistas para comprender y medir el impacto que tiene su inversión. Este tipo de bono podría mezclar las características de los bonos verdes y los «bonos corporativos - líderes ESG» y, además, podría entrar en el ámbito de la inversión de impacto si la financiación fuera adicional (es decir, el impacto positivo no se produciría sin la financiación del bono). Actualmente, este tipo de bono no constituye una categoría invertible dentro de la renta fija y es probable que continúe siendo un nicho, dado que no atendería las necesidades diarias de financiamiento de las empresas. Sin embargo, apunta hacia la dirección en la que podría evolucionar la inversión en renta fija sostenible.

Referencias

ⁱ Barclays Research, 2016. Sustainable investing and bond returns, Research study into the impact of ESG on credit portfolio performance.

ⁱⁱ Barclays Research, noviembre de 2015. ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds

ⁱⁱⁱ Friede, Gunnar y Busch, Timo y Bassen, Alexander, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies (22 de octubre de 2015). Journal of Sustainable Finance & Investment, volumen 5, número 4, p. 210-233, 2015.

^{iv} Sanjeev Bhojraj y Partha Sengupta. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. The Journal of Business, Vol. 76, No. 3 (julio de 2003), pp. 455-475

Las ideas de inversión de la Chief Investment Office («CIO») de UBS son redactadas y publicadas por la unidad Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros) o sus filiales («UBS»), que forman parte de UBS Group AG («Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye la antigua Credit Suisse AG, sus filiales, sucursales y empresas asociadas. Al final de este apartado figura un aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management.

Las ideas de inversión han sido redactadas según los requisitos legales destinados a promover la **independencia de los estudios de inversión**.

Estudios de inversión generales. Información sobre riesgos:

Esta publicación tiene carácter **meramente informativo** y no debe considerarse como una oferta ni una solicitud de oferta para comprar o vender un producto de inversión ni ningún otro producto específico. El análisis incluido no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos particulares de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera o las necesidades de un destinatario en concreto. Se basa en numerosas suposiciones. Si las suposiciones fuesen diferentes, los resultados podrían ser muy diferentes. Ciertos productos y servicios están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin limitaciones y/o venderse a todos los inversionistas. Aunque la información y las opiniones incluidas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas como fiables y de buena fe, no se ofrece ninguna declaración o garantía, explícita o implícita, de su exactitud o integridad (a excepción de las relativas a UBS). Toda información y opinión, así como cualquier previsión, estimación y precios de mercado indicados, son actuales en la fecha del informe y estarán sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir de o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o divisiones de UBS que parten de supuestos y/o criterios distintos.

Bajo ninguna circunstancia, tanto este documento como la información contenida en él (incluyendo cualquier previsión, valor, índice u otro importe calculado («Valores»)) podrán ser usados para alguno de los siguientes fines: (i) con fines de valuación o contabilidad; (ii) para determinar los importes adeudados o pagaderos, el precio o el valor de un instrumento o contrato financiero; ni (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, incluyendo, entre otros, el seguimiento de la rentabilidad o del rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cálculo de las comisiones de rendimiento. Al recibir este documento y la información contenida en él, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no usará este documento ni confiará de otra forma en su información para ninguno de los fines anteriores. UBS y cualquiera de sus directivos o empleados podrán tomar posiciones cortas o largas en instrumentos de inversión, realizar operaciones con instrumentos de inversión pertinentes aquí indicados en calidad de mandantes o agentes o proporcionar algún otro servicio o tener empleados, que se desempeñen como directivos, ya sea para el emisor, el propio instrumento de inversión o para alguna empresa afiliada comercial o financieramente a estos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las de compra, venta o mantenimiento de valores) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir de o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de estudios de UBS. Algunas inversiones no pueden realizarse de inmediato debido a una falta de liquidez del mercado de valores, por lo que puede ser difícil cuantificar la valuación de la inversión y la identificación del riesgo al que usted está expuesto. UBS usa barreras de información para controlar el flujo de información existente dentro de una o varias áreas de UBS hacia otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. El comercio de futuros y opciones no es adecuado para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo de pérdidas considerable, por lo que pueden sufrirse pérdidas superiores a la inversión inicial. El rendimiento pasado de una inversión no garantiza su rendimiento futuro. Se proporcionará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a grandes caídas repentinas del valor, por lo que usted puede recibir menos de lo invertido o tener que pagar más. Los cambios en las tasas de cambio de divisas pueden tener efectos adversos en el precio, valor o los ingresos de una inversión. Los analistas responsables de elaborar este informe pueden interactuar con el personal de operaciones, ventas u otras unidades a fin de obtener, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Las diversas áreas, grupos y empleados del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir por separado productos de investigación **independientes**. Así, por ejemplo, las publicaciones de estudios de la **CIO** son elaboradas por UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** es elaborado por UBS Investment Bank. **Las metodologías de investigación y los sistemas de calificación de cada organización de investigación independiente pueden diferir**, por ejemplo, en lo que respecta a las recomendaciones de inversión, el horizonte de inversión, los supuestos del modelo y los métodos de valuación. Como consecuencia, excepto en el caso de las previsiones económicas (para las cuales pueden colaborar la CIO de UBS y UBS Global Research), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones ofrecidas por cada organización de investigación independiente pueden diferir o contradecirse. Usted debería consultar cada producto de investigación para conocer los detalles sobre su metodología y sistema de calificación. Puede que no todos los clientes tengan acceso a todos los productos de cualquier organización. Cada producto de investigación está sujeto a las políticas y los procedimientos de la organización que lo elabora. La remuneración de los analistas encargados de elaborar este informe es determinada exclusivamente por los directivos de investigación o altos directivos (excepto los de banca de inversión). La remuneración de los analistas no se basa en las ganancias de banca de inversión, ventas y operaciones o de las operaciones con productos propios, aunque puede estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en conjunto, del cual forman parte la banca de inversión, ventas y operaciones, así como operaciones con productos propios.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no suministra asesoría legal ni fiscal y no ofrece garantía alguna en cuanto al tratamiento fiscal de los activos ni en cuanto a los rendimientos de la inversión en los mismos, tanto de forma general como con referencia a las circunstancias y necesidades específicas de cada cliente. No podemos tener en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación financiera y las necesidades de cada uno de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que solicite asesoría financiera

o fiscal sobre las repercusiones (incluyendo las fiscales) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en este documento. Este material no podrá ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento previo de UBS. Salvo que se acuerde lo contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transmisión de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por reclamaciones o demandas de terceros que se deriven del uso o la distribución de este material. Este informe solo podrá ser distribuido en las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Si desea información sobre la forma en la que la CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus perspectivas de inversión y publicaciones, así como sus metodologías de investigación y calificación, visite www.ubs.com/research-methodology. Puede solicitar información adicional sobre los autores de esta publicación y otras publicaciones de la CIO que se mencionen en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema a su asesor de clientes.

Información importante sobre las estrategias de inversión sostenible: El objetivo de las estrategias de inversión sostenible es considerar e incorporar factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el proceso de inversión y en la construcción de las carteras. Las estrategias en distintas regiones geográficas se enfocan en el análisis ESG e incluyen los resultados de diversas formas. La consideración de los factores ESG o de cuestiones de inversión sostenible puede limitar la capacidad de UBS de participar en o informar sobre determinadas oportunidades de inversión que, en otro contexto, serían adecuadas para los objetivos de inversión del cliente. La rentabilidad de una cartera que incluya factores ESG o consideraciones de inversión sostenible puede ser inferior o superior a la de las carteras en las que UBS no considere factores ESG, exclusiones u otros aspectos de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para esas carteras pueden ser diferentes.

Gestores patrimoniales/consultores financieros externos: En caso de que este estudio o publicación se proporcione a un gestor patrimonial o consultor financiero externo, UBS prohíbe expresamente su redistribución por parte de estos y que lo pongan a disposición de sus clientes y/o de terceros.

EE.UU.: Distribuido a ciudadanos estadounidenses solo por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, filiales de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad de los contenidos de los informes elaborados por filiales no estadounidenses cuando lo distribuyan a ciudadanos estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por ciudadanos estadounidenses con valores mencionados en este informe deberán efectuarse a través de un corredor registrado en EE.UU. asociado a UBS y no a través de una filial no estadounidense. Los contenidos de este informe no han sido ni serán aprobados por una autoridad de valores o inversiones de EE.UU. ni de otro país. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal o persona obligada en el sentido de la Sección 15B de la Ley del Mercado de Valores (la «Regla del Asesor Municipal») y las opiniones o puntos de vista aquí contenidos no pretenden ser, ni constituyen, asesoramiento en el sentido de la Regla del Asesor Municipal.**

Si desea información sobre un país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o solicite a su asesor de clientes que le facilite el aviso legal completo.

Aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management

Usted ha recibido este documento por ser cliente de Credit Suisse Wealth Management. Sus datos personales se tratarán de acuerdo con la política de privacidad de Credit Suisse, a la que podrá acceder a través del sitio web oficial de Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Para ofrecerle materiales publicitarios sobre nuestros productos y servicios, UBS Group AG y sus filiales pueden tratar sus datos personales básicos (p. ej. datos de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) hasta que nos notifique que no desea seguir recibéndolos. Puede darse de baja para dejar de recibir estos materiales en todo momento solicitándolo a su asesor de clientes.

Salvo que se especifique lo contrario en el presente documento y/o en función de la entidad local de Credit Suisse de la que reciba este informe, este informe es distribuido por UBS Switzerland AG, autorizada y regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).

Versión B/2024. CIO82652744

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