

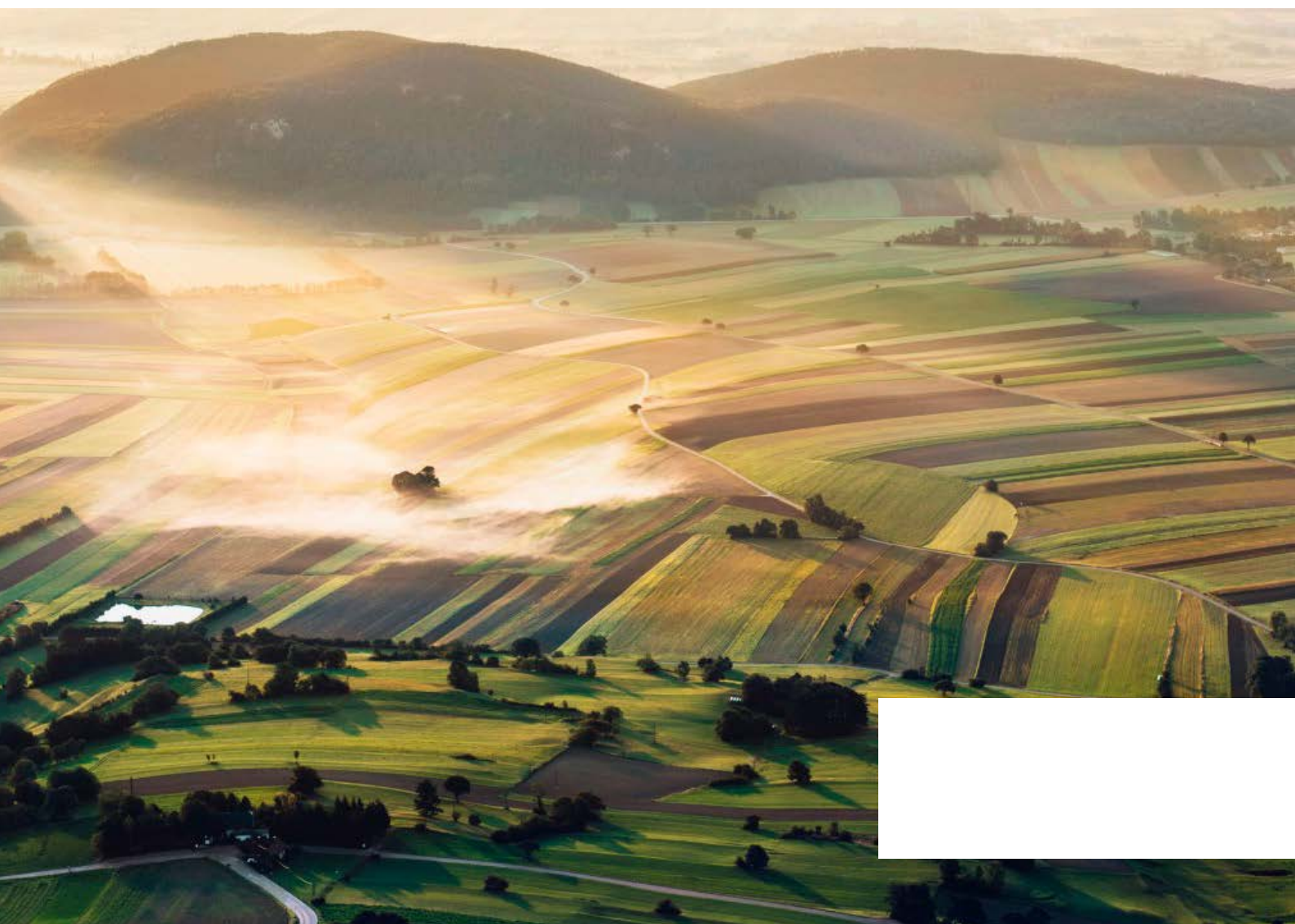
# Invertir en mercados emergentes

26 de abril de 2023 – 5:00 p. m. GMT

Chief Investment Office GWM

Análisis de inversiones

La creciente relevancia de  
la diversificación geográfica



# Índice

- 03 Editorial**  
The growing relevance of geographic diversification
- 04 Global investment views**
- 05 Focus**  
Israel: Local developments weigh on asset prices
- 06 Economy**  
LatAm takeaways from IMF-World Bank spring meetings
- 07 Equities**  
Economic momentum to translate into stronger earnings
- 08 USD bonds strategy**  
Offering value despite growing recession risks
- 09 Currencies**  
Collecting carry while waiting for clarity
- 10 Emerging market asset snapshot**
- 12 Emerging markets publications**

## **Invertir en mercados emergentes**

Este informe ha sido elaborado por UBS AG Hong Kong Branch, UBS AG London Branch, UBS Financial Services Inc. (UBS FS) y UBS Switzerland AG. Se ruega leer atentamente los avisos legales y las advertencias importantes que figuran al final del documento.

## **Jefes de redacción**

Alejo Czerwonko  
Michael Bolliger

## **Autores (en orden alfabético)**

Chinenyenwa (Chi) Amaechi  
Michael Bolliger  
Tatiana Boroditskaya  
Alejo Czerwonko  
Tilmann Kolb  
Pedro Quintanilla-Dieck  
Xingchen Yu

## **Gestión de proyectos**

Chinenyenwa (Chi) Amaechi

## **Editores**

Equipo de edición de la CIO

## **Fecha de cierre editorial**

26 de abril de 2023

## **Maquetación**

Diseño de contenido de la CIO

## **Contacto**

wmrfeedback@ubs.com

## **Foto de portada**

Getty Images

## **Información importante**

Tenga en cuenta que puede haber cambios en nuestra visión interna y en nuestras estrategias tácticas de asignación de activos antes de la próxima edición de *Invertir en mercados emergentes*. Para obtener opiniones actualizadas, consulte la *Guía de estrategia de inversión*.

# Editorial

## La creciente relevancia de la diversificación geográfica

Dr. **Alejo Czerwonko**

CIO, Mercados emergentes,  
América



**Solita Marcelli**

CIO, América  
UBS Global Wealth Management



El ciclo económico en gran parte del mundo sigue bastante desincronizado, y la tesis que expusimos en nuestro informe de febrero “Invertir en un mundo de velocidades múltiples” parece estar desarrollándose. Según los datos recientes, la desaceleración de la economía estadounidense está cobrando ritmo y las condiciones financieras se están endureciendo. Como señala la Reserva Federal en su último Libro Beige, que recopila informes anecdóticos de este campo, los bancos “endurecieron las normas de concesión de préstamos en medio de una mayor incertidumbre y preocupación por la liquidez”.

China, por su parte, acaba de registrar una amplia recuperación en el primer trimestre del año, el consumo de servicios ha sido especialmente fuerte, y esperamos que el crecimiento anual del PIB supere el 5,5%. Y tal como lo describimos en nuestro informe de marzo titulado “Cuidado con las diferencias,” aunque no son totalmente inmunes a las tensiones bancarias de EE. UU. y Europa, los bancos del mundo en desarrollo dieron muestras de resistencia gracias a unas normas de regulación y supervisión generalmente sólidas.

Desde una visión a más largo plazo, parece que los cambios en el orden económico y geopolítico mundial se están acelerando. Durante las reuniones del FMI y el Banco Mundial a las que asistimos en Washington D. C. este mes, se habló de una “depresión geopolítica”, en la que se intensifican las tensiones entre las superpotencias (consulte nuestras reflexiones completas [aquí](#) y las específicas para América Latina en la sección de *Economía*). La reciente iniciativa de China para negociar un acuerdo diplomático entre Irán y Arabia Saudita resalta la creciente determinación de este país de establecer su influencia en el escenario internacional. La visita a China del presidente francés Emmanuel Macron en abril dejó en claro que, aunque las visiones del mundo entre Estados Unidos y Europa están en gran medida alineadas, pueden diferir en áreas clave.

En las últimas semanas, los medios de comunicación y los inversionistas han estado debatiendo intensamente el rol del dólar estadounidense como la principal divisa de reserva y comercio mundial. Como describimos en nuestro reciente artículo titulado “El dólar ha muerto; larga vida al dólar”, mantenemos la confianza en que el dominio del billete verde perdurará, aunque es probable que deba compartir espacio con sus competidores en el futuro. Es poco probable que los recientes esfuerzos de China por acelerar la internacionalización del renminbi tengan un éxito inmediato, pero están sentando las bases para un panorama monetario más diversificado. En este contexto, el oro se presenta como un claro ganador a corto plazo: Durante el año pasado, tras la invasión rusa a Ucrania, los bancos centrales realizaron compras significativas de este metal amarillo, lo que marcó el decimotercer año consecutivo de compras netas y alcanzó el nivel más alto de demanda anual registrado desde 1950. Estamos convencidos de que la demanda de oro por parte de los bancos centrales se mantendrá sólida durante al menos otro año.

Con este panorama cíclico y secular en mente, consideramos que la importancia de la diversificación geográfica en las carteras de inversión y la activa mitigación de los sesgos de origen son más relevantes que nunca. La correlación no perfecta de los activos de los mercados emergentes con sus homólogos a nivel mundial nos parece un atributo altamente atractivo.

Además, los valores de los mercados emergentes cotizan con descuentos de valoración superiores a la media histórica en comparación con los valores de renta variable de EE. UU., tanto en términos de precio-beneficio como de precio-valor contable. Consideramos que esta diferencia no está justificada por los fundamentos y debería reducirse en los próximos meses. La aceleración del crecimiento real en las economías emergentes debería comenzar a tener un impacto positivo en los beneficios empresariales. Anticipamos que las tasas de interés más altas y la debilidad económica que se espera en EE. UU. respaldarán la inversión a través de un dólar estadounidense más débil.

También observamos un valor atractivo en los bonos de mercados emergentes denominados en dólares, ya que las valoraciones están en niveles favorables en comparación con los registros históricos, especialmente en el segmento de alto rendimiento. En cuanto a los bonos soberanos (JP Morgan EMBIG), esperamos una rentabilidad total de un solo dígito (no anualizada) en los próximos seis meses en un escenario de referencia, respaldada por el carry y una moderada compresión de los diferenciales.

En resumen, las divergencias económicas y geopolíticas entre países están aumentando, lo que plantea incertidumbres desconocidas para los inversionistas. Para mitigar riesgos y aprovechar oportunidades, es esencial considerar la diversificación geográfica en las carteras de inversión en este entorno cambiante.

**Solita Marcelli**  
CIO, América

Dr. **Alejo Czerwonko**  
Director de inversiones,  
Mercados emergentes, América

### Pódcast LatAm Access

No se pierda LatAm Access, el primer pódcast de UBS en español y portugués, en el que podrá seguir nuestra visión sobre las principales tendencias macroeconómicas, políticas y sociales tanto en Latinoamérica como en el resto del mundo. Escúchelo ahora y suscríbese en [Apple podcasts](#) o [Spotify](#).

Para más información, vea este video de cinco minutos [Deep Dive video](#) sobre las perspectivas de los mercados emergentes.

# Perspectivas globales de inversión

---

## Perspectivas de los mercados financieros

En nuestra cartera global, seguimos prefiriendo la renta fija a la renta variable. Creemos que los bonos ofrecen mejor valor y menor volatilidad que la renta variable. Dentro de la renta variable, seguimos prefiriendo las rentas de valor y calidad frente al crecimiento. También nos gustan los mercados emergentes, como China y Australia. Dentro del crédito, preferimos bonos con grado de inversión y de mercados emergentes\*. Nos gustan las materias primas generales, como el oro y el petróleo. En cuanto a las divisas, preferimos el dólar australiano y el yen japonés que el dólar estadounidense.

---

## Renta variable

Después de un sólido comienzo de año, la renta variable mundial experimentó una desaceleración en febrero y marzo debido a una moderación de la inflación más lenta de lo esperado, la incertidumbre en torno a los bancos regionales estadounidenses y las preocupaciones sobre el impacto potencial del endurecimiento de las condiciones de crédito y liquidez en el crecimiento económico. Dado el pronóstico de que las tasas de interés se mantengan al alza por un período prolongado, visualizamos un espacio limitado para una mejora en las valoraciones de la renta variable mundial. En términos de regiones, mantenemos a EE. UU. como la menos preferida, mientras que Australia y los mercados emergentes son nuestras opciones más preferidas. Tenemos una mayor preferencia por los sectores de consumo básico, servicios públicos e industrial, mientras que mostramos una menor preferencia por los sectores de tecnología de la información, servicios de comunicación y sanidad. En todos los estilos, priorizamos el valor y los ingresos de calidad al crecimiento.

---

## Bonos

Seguimos recomendando un sesgo de mayor calidad. A pesar de las sólidas rentabilidades recientes, creemos que los segmentos de renta fija más defensivos y de mayor calidad siguen siendo atractivos, dados los rendimientos totales que se ofrecen y los riesgos de inflación que se están moviendo hacia los riesgos de crecimiento. En este contexto, preferimos los bonos de grado de inversión. También nos gustan los bonos de los mercados emergentes\*. Este mes elevamos los bonos de alto rendimiento a neutral desde la posición de menos preferidos, ya que, aunque creemos que los diferenciales tenderán a ampliarse a fines de año y los rendimientos relativos pueden ser inferiores a los de los segmentos de mayor calidad, los rendimientos totales deberían estar protegidos en virtud de los mayores rendimientos directos.

---

## Divisas

Junto con el dólar australiano, ahora también tenemos al yen japonés como divisa preferida. Dado que se espera que la brecha de producción negativa de Japón se cierre por completo a mediados de año, junto con una inflación que se mantendrá por encima del objetivo, esperamos que el Banco de Japón permita una nueva subida de los rendimientos de la deuda pública japonesa en la segunda mitad de 2023. Además, las tenencias de estos bonos por parte del banco central se han disparado hasta cerca del 52% del mercado (a fines de 2022), lo que refuerza la urgencia de modificar su actual régimen de control de la curva de rendimientos. El dólar estadounidense sigue siendo el menos preferido en nuestra estrategia global. Mantenemos una posición neutral sobre el euro, la libra esterlina y el franco suizo.

---

\* Mantenemos una postura más preferida en la deuda pública emergente denominada en divisa fuerte y mantenemos una posición neutral en los bonos corporativos emergentes en divisa fuerte.



# Enfoque

## Israel: Los acontecimientos locales pesan sobre los precios de los activos

**Dra. Tatiana Boroditskaya**

Analista

**Tilmann Kolb, CFA**

Analista

La aprobación de las reformas judiciales previstas por el Gobierno podría tener efectos perjudiciales sobre las perspectivas económicas y la solidez institucional de Israel. Persiste una considerable incertidumbre con respecto a una posible solución de compromiso, pero esperamos que las tensiones políticas y de seguridad vuelvan a remitir, lo que permitiría a los inversionistas de crédito israelí de largo plazo mantener sus inversiones. Sin embargo, la búsqueda de un consenso en torno a las reformas judiciales a corto plazo parece difícil y puede desencadenar inicialmente una debilidad adicional de los precios de los activos.

Las reformas judiciales previstas por el Gobierno de derecha del Primer Ministro Benjamin Netanyahu han suscitado una fuerte oposición por parte de diversos grupos de la sociedad israelí. Los cambios propuestos permitirían a la Knesset anular las decisiones del Tribunal Supremo por mayoría simple, politizarían potencialmente la selección de jueces para el Tribunal Supremo e incluirían otras medidas que los críticos ven como claras limitaciones a los controles y equilibrios que puede ejercer el poder judicial. Por su parte, el gobierno argumenta que el Tribunal Supremo se ha vuelto parcial y ejerce demasiado poder para una institución que no es elegida democráticamente.

A fines de marzo, el gobierno dejó en suspenso las reformas después de que Netanyahu destituyera temporalmente a su ministro de Defensa, aumentaran las protestas y la Federación General del Trabajo convocara una huelga general el 27 de marzo. Las empresas israelíes, incluidas las del sector tecnológico, así como los socios internacionales, se manifestaron en contra del plan del Gobierno. La Knesset iniciará la sesión de verano el 30 de abril. Existe una gran incertidumbre respecto a una posible solución de compromiso. Aparte de las reformas judiciales, el recrudecimiento de la violencia entre Israel y Palestina y sus respectivos partidarios, así como las tensiones religiosas, hacen que la situación en cuanto a seguridad sea difícil.

El impacto económico de las reformas judiciales en su forma actual podría ser significativo. El Banco de Israel publicó un escenario alternativo en abril, en el que asume la implementación de las reformas y detalla su impacto negativo a través de menores inversiones, primas de riesgo más altas y una menor demanda externa que conduce a un lastre en el crecimiento de hasta el 2.8% del PBI por año durante los próximos tres años. Y el Start-Up Nation Policy Institute, un think-tank, vinculó las reformas judiciales y la desaceleración mundial de la tecnología a las inversiones trimestrales más bajas en el primer trimestre de 2023 (1T23) en las empresas emergentes israelíes desde 2018.

Dada la magnitud de las protestas y la oposición a las actuales propuestas de reforma, así como las temidas consecuencias económicas, esperamos que los planes de reforma se moderen en última instancia. Sin embargo, encontrar una solución aceptable puede llevar algún tiempo, dada la difícil dinámica de la coalición gubernamental.

### **Crédito soberano: Es probable que la prima de riesgo se mantenga en los diferenciales**

En consonancia con nuestra opinión, Moody's revisó la perspectiva de la calificación crediticia A1 de Israel de Positiva a Estable, afirmando que los recientes acontecimientos han puesto de manifiesto un deterioro de la solidez institucional y la previsibilidad política de Israel. Estaremos atentos a la próxima revisión de la calificación por parte de S&P. Desde fines de febrero,

los bonos soberanos de Israel denominados en dólares y euros se han ampliado en 30 a 50 puntos básicos en el corto plazo y en la parte media de la curva en comparación con sus pares de calificación A. Los diferenciales no se han recuperado después de que el Gobierno pusiera en pausa la aprobación de la reforma judicial. Consideramos que las valoraciones actuales de los bonos israelíes están justificadas, dados los riesgos existentes para la solvencia del soberano, pero no creemos que sea necesario que los inversionistas de largo plazo reduzcan su exposición a Israel en este momento. Un deterioro de la solidez institucional podría llevar a un debilitamiento de los parámetros fiscales o de los indicadores de gobernanza, pero una reforma más moderada debería permitir la eliminación de las primas de riesgo a lo largo del tiempo.

Aunque varias empresas y bancos israelíes forman parte del índice JPMorgan CEMBI Div. ampliamente seguido, los bonos soberanos en dólares de Israel no están incluidos en el índice de referencia JPMorgan EMBIG Div. Los inversionistas institucionales en mercados emergentes mantienen estos bonos fuera del índice de referencia, por lo que están menos expuestos a los cambios en la ponderación o composición del índice, incluidos los debidos a cambios en la calificación crediticia. Sin embargo, hace que esas participaciones sean menos "ociosas" si los inversionistas cambian de opinión sobre un emisor.

### **Shekel: Difíciles perspectivas a corto plazo**

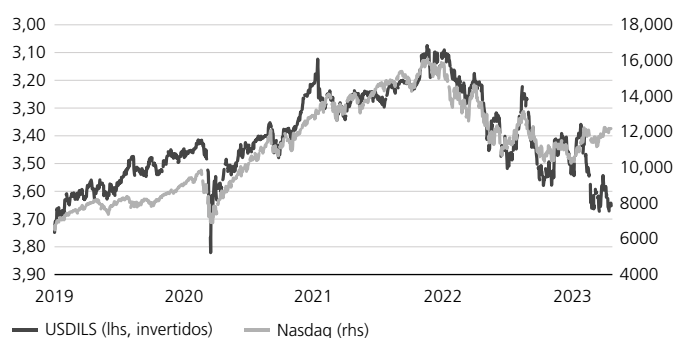
El shekel israelí mostró una clara desviación de su habitual paridad con los mercados bursátiles estadounidenses, un vínculo sobre la base de las tenencias de activos extranjeros por parte de los inversionistas institucionales israelíes. Dada nuestra visión táctica de la caída de la renta variable estadounidense, el shekel probablemente pasaría dificultades en los próximos meses incluso sin las reformas judiciales y los enfrentamientos por la seguridad. Pero en un horizonte plurianual, las cualidades relativas del shekel en un contexto de mercado emergente (economía dinámica, superávit por cuenta corriente, calidad institucional) deberían volver a brillar.

El riesgo evidente tanto para los bonos soberanos como para el shekel se deriva de que el Gobierno no logre un amplio consenso social en torno a la reforma judicial y, en su lugar, aplique las propuestas en su forma actual. En nuestra opinión, esto socavaría los principales puntos fuertes de la economía israelí y pondría en peligro la calificación crediticia del país.

Figura 1

El shekel tiende a seguir a la renta variable estadounidense, pero últimamente su rendimiento ha sido muy inferior.

USDILS y el rendimiento del Nasdaq



Fuente: Bloomberg, UBS, al 20 de abril de 2023

# Economía

## Conclusiones para Latinoamérica de las reuniones de primavera del FMI y el Banco Mundial

Dr. **Alejo Czerwonko**  
CIO, Mercados emergentes, América

**Chinenyenwa (Chi) Amaechi**  
Estratega de mercados emergentes

A principios de mes se celebraron en Washington las reuniones de primavera del FMI y el Banco Mundial. Asistimos a varios seminarios con responsables políticos, académicos e inversionistas de todo el mundo. Nuestras principales conclusiones sobre los asuntos mundiales se encuentran aquí. A continuación, se exponen algunas conclusiones específicas de América Latina, una región en la que vemos oportunidades a corto y largo plazo, pero que requiere comprender los desafíos que tiene por delante:

- El consenso entre los ponentes fue que América Latina está, al menos en principio, en una buena posición para aprovechar el cambio en curso en las cadenas de suministro mundiales y la transición hacia la energía verde. Los participantes reconocieron que el nearshoring contribuiría al crecimiento estructural de la región, aunque es probable que la magnitud del impacto sea modesta: alrededor de un 1% adicional al crecimiento del PBI en algunos países en los próximos 5 a 7 años. Y aunque la región está dotada de recursos naturales cruciales, para que las innovaciones en materia de cambio climático, los gobiernos y los bancos multilaterales prosperen, tendrán que tomar medidas adicionales para que aproveche plenamente las oportunidades.
- Los vientos en contra incluyen recientes perturbaciones negativas (desde el COVID-19 hasta la guerra en Ucrania, que provocó mayores niveles de inflación y mayores costos de capital para gobiernos y empresas), además de retos de larga data como el bajo crecimiento económico y los altos niveles de descontento social.
- En este entorno, los participantes creen que el sentimiento de los votantes contra los gobiernos en el poder podría seguir siendo elevado, creando riesgos potenciales para la democracia, así como retrocesos en las políticas públicas y en los enfoques de gestión de los recursos naturales de la región.
- Según los ponentes, las recientes tendencias políticas han conducido a una falta de participación coordinada y activa de Latinoamérica en la escena mundial. El comercio interregional, por ejemplo, se ha mantenido estancado en los últimos cinco años debido a la falta de mejora de los vínculos comerciales y a los elevados costos logísticos y de transporte en la región.
- Ante estos desafíos, los bancos multilaterales de desarrollo se consideraron aliados clave para ayudar a los países latinoamericanos a aumentar las inversiones en producción de energía, conectividad, innovación e infraestructuras, y a reducir los costos del comercio interregional.

- Aunque los participantes consideraban que América Latina estaba bastante aislada de las principales tensiones geopolíticas, opinaban que la competencia entre EE. UU. y China en la región era tangible. Se consideró que EE. UU. daba prioridad a la construcción de sus propias relaciones con los países latinoamericanos antes que disuadirles de trabajar con China. Un ejemplo que se citó fue el de los esfuerzos de EE. UU. para incluir a México en las discusiones sobre nearshoring, así como la coordinación de las capacidades de la cadena de suministro tanto con México como con Canadá, como el “bloque de América del Norte”. Por otro lado, algunos expresaron la opinión de que el compromiso de EE. UU. en la región era “tímido” y “fortuito”.

En resumen, se consideró que América Latina tiene potencial para convertirse en parte de la solución a una serie de problemas globales, desde el cambio climático hasta las energías renovables y los minerales críticos, beneficiándose de una posición de neutralidad geopolítica. Sin embargo, la mayoría destacó el riesgo de que esto se convierta en una oportunidad perdida, dado que sus líderes aún no han desarrollado un plan para aprovechar estas tendencias, incluso mientras la región sigue experimentando un bajo crecimiento y dificultades fiscales.

# Renta variable

El impulso económico se traducirá en mayores beneficios

**Xingchen Yu**  
Estratega

Esperamos que los valores de los mercados emergentes superen a sus homólogos de los mercados desarrollados, gracias a la reapertura de la economía china y sus efectos positivos asociados sobre otros mercados emergentes. Las valoraciones son razonables en relación con la historia, y el descuento con respecto a las acciones estadounidenses y de los mercados desarrollados debería reducirse con el tiempo a medida que la dinámica de crecimiento económico conduzca gradualmente a una recuperación de los beneficios empresariales. Nos gustan las empresas de Internet y comercio electrónico, así como los líderes medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG). En cuanto a regiones, seguimos prefiriendo China, Tailandia y Corea. Entre los principales riesgos figuran un dólar estadounidense fuerte, un repunte de las tensiones geopolíticas y una recesión pronunciada en EE. UU.

## El dólar estadounidense da una tregua a los mercados emergentes

Recientemente destacamos que los mercados emergentes deberían ser capaces de mostrar resistencia a pesar de una previsible recesión estadounidense en los próximos trimestres. Durante el mes pasado, hemos seguido observando un impulso positivo en las economías emergentes, gracias en gran parte a un repunte más fuerte de lo previsto en China, con unas ventas minoristas y un crecimiento de las exportaciones que sorprendieron al alza y contribuyeron a elevar el crecimiento del PBI al 4,5% en el primer trimestre. En consecuencia, el índice de sorpresa económica para el conjunto de los mercados emergentes tuvo un ligero aumento.

Además, nuestra convicción de que el dólar estadounidense se debilitará en los próximos meses ha aumentado, ya que el ciclo de endurecimiento de la Reserva Federal, que ha sido su principal factor de apoyo en los últimos meses, parece estar llegando a su fin. Esto sugiere que algunos de los importantes vientos externos en contra de las acciones de los mercados emergentes se están desvaneciendo e incluso convirtiéndose en vientos favorables, si la historia sirve de guía.

En los últimos 16 años, nuestro análisis muestra que en nueve de los 11 episodios de debilidad del dólar (en los que el índice DXY del dólar estadounidense corrigió un 6% o más), el índice MSCI Emerging Markets superó al S&P 500, con una rentabilidad total media del 30,5% frente al 18,5%. La mayoría de las economías emergentes se beneficiaron de la debilidad del billete verde, siendo Brasil, China, México, Indonesia, India y Corea los principales países con mejores resultados.

En la coyuntura actual, en la que creemos que las acciones estadounidenses cotizan con valoraciones elevadas tras su reciente repunte, muy concentrado e impulsado por el crecimiento, pensamos que el descuento de valoración superior a la media de las acciones de los mercados emergentes frente a sus homólogas estadounidenses no está justificado por los fundamentales y debería reducirse en los próximos meses.

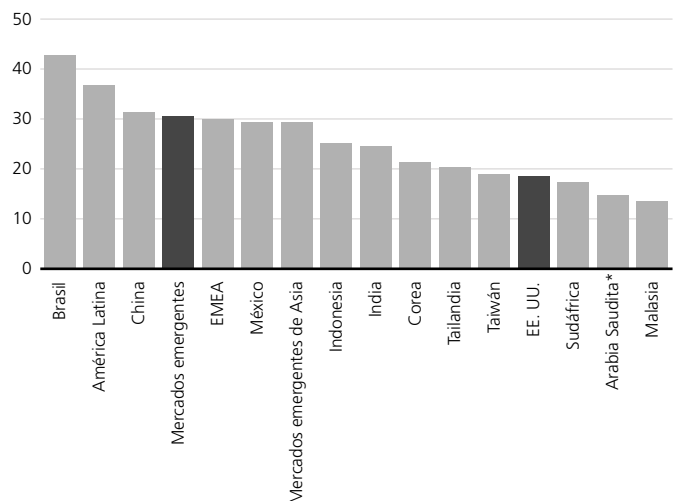
## ¿Por qué nos gusta China?

Mantenemos a China como la más preferida. Los datos económicos del 1T23 fueron mejores de lo esperado, especialmente en consumo y exportaciones, pero el mercado muestra falta de confianza en el segundo tramo de la recuperación interna que prevemos, a pesar de cierto ruido por las tensiones geopolíticas. Creemos que es necesario un periodo sostenido de cifras económicas sólidas en los próximos meses para impulsar la confianza de los inversionistas. Tras los sólidos datos del 1T23, estimamos un mejor crecimiento de los beneficios del 1T23, lo que probablemente impulsará una revalorización.

Figura 1

## La debilidad del dólar favorece a los mercados emergentes

Rentabilidad total media de varios mercados durante periodos de debilidad del dólar\* desde agosto de 2007 (en %)

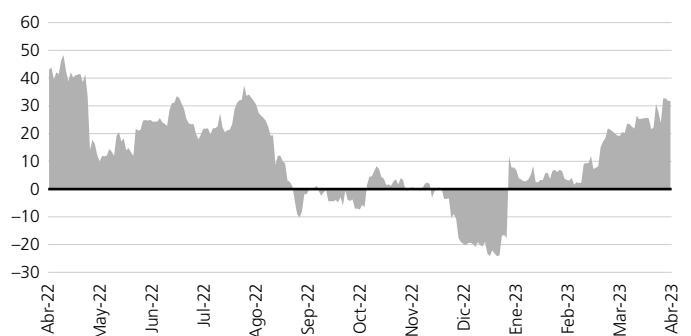


Nota: Incluimos los periodos en los que el dólar estadounidense sufre una corrección del 6% o superior; Los datos de MSCI Saudi Arabia están disponibles desde agosto de 2014. Fuente: Bloomberg, UBS, a abril de 2023

Figura 2

## El impulso económico sorprende al alza

Índice Citi de sorpresas económicas en los mercados emergentes



Fuente: Bloomberg, Citi, UBS, al 19 de abril de 2023

# Estrategia de bonos en USD

Ofrecer valor a pesar de los crecientes riesgos de recesión

## Michael Bolliger

Director de inversiones, Mercados emergentes mundiales

## Dra. Tatiana Boroditskaya

Analista

Esperamos un buen comportamiento del crédito de los mercados emergentes (ME) a medida que los inversionistas desvíen gradualmente su atención de los riesgos de inflación a los de crecimiento. En consecuencia, mantenemos los bonos soberanos de mercados emergentes como los más preferidos en nuestra estrategia de cartera global. Dentro de esta clase de activos, nos gustan en especial los bonos de corta duración por sus atractivos rendimientos y su carácter más defensivo en un momento en que los riesgos de crecimiento económico e inflación siguen siendo elevados. También destacamos los bonos de exportadores de energía y vemos oportunidades selectas en sukuku y bonos sustentables.

La historia sugiere que los vientos en contra derivados del débil crecimiento de EE. UU. deberían verse más que compensados por los vientos favorables de una Reserva Federal menos agresiva. La preocupación del mercado por la salud del sistema bancario estadounidense ha remitido, mientras que los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 2 y 10 años se sitúan 110 y 80 puntos básicos por debajo de sus máximos de 2023. Por otra parte, la mayor racha de descensos semanales del dólar estadounidense en tres años parece que continuará a medida que las tasas de interés estadounidenses alcancen su nivel máximo y el diferencial de crecimiento de la economía estadounidense respecto al resto del mundo se desvanezca.

Los mercados emergentes están mostrando un mayor impulso de crecimiento que los mercados desarrollados (DM), lo que puede actuar como catalizador para desbloquear valor en la clase de activos, especialmente en los segmentos de menor calificación. Los índices de directores de compras de los mercados emergentes ya registran un ritmo de expansión superior al de los mercados desarrollados. Muchos bancos centrales de los mercados emergentes subieron las tasas de interés con más rapidez y decisión que las de los países desarrollados para frenar las crecientes presiones sobre los precios. Las decisiones políticas anteriores también están dando sus frutos, ya que los mercados emergentes parecen ir hoy medio paso por delante de sus homólogos de la DM en términos de control de la inflación.

Creemos que China apenas está entrando en las primeras fases de un ciclo económico. El Gobierno ha fijado un objetivo oficial del PIB para 2023 de "alrededor del 5%", dando prioridad al impulso del consumo interno. Los datos oficiales del PMI de marzo y la temporada de resultados del cuarto trimestre respaldan nuestra opinión de que el PBI debería crecer alrededor del 5,5% en 2023, frente al 3% del año pasado, impulsado por un crecimiento del 7% del consumo y un aumento del 5,5% de las inversiones.

Los recortes voluntarios de la producción de petróleo por parte de algunos miembros de la OPEP+ deberían servir como otro catalizador positivo para los precios de los bonos.

A nivel de clase de activos, los bonos de los mercados emergentes parecen tener un precio entre justo y atractivo si tenemos en cuenta los riesgos crediticios asociados a sus fundamentos crediticios medios actuales. Nuestra medida favorita en este contexto es la denominada prima de riesgo, una cifra que refleja en última

instancia cómo se compensa a los inversionistas por los riesgos que asumen. Las cifras positivas se asocian a rendimientos superiores a la media en un horizonte de inversión de seis a doce meses. A nivel de clase de activos, los bonos de mercados emergentes ofrecen actualmente una prima de riesgo superior a 200 puntos básicos, aproximadamente 25 puntos básicos por encima de la media a 10 años.

Nuestros cálculos también muestran que los inversionistas mantienen una posición prudente dentro de esta clase de activos. La mayor parte del valor procede del segmento de alto rendimiento, en el que los soberanos presentan unas perspectivas más desafiantes que las empresas. Los títulos con grado de inversión, sin embargo, nos parecen moderadamente caros. Pero aquí, el papel corporativo parece relativamente más favorable que el soberano. En conjunto, creemos que estas valoraciones brindan una oportunidad atractiva a los inversionistas dispuestos y capaces de añadir exposición al riesgo, especialmente entre los segmentos de mercado con mayor calificación. Para una selección de nuestros bonos preferidos de corta duración, consulte nuestro informe mensual sobre crédito de mercados emergentes o nuestra lista semanal de bonos de mercados emergentes.

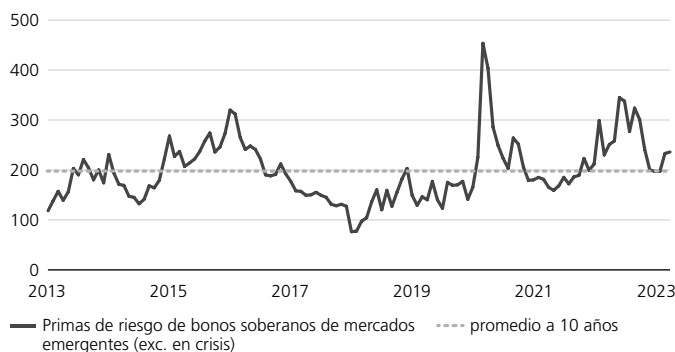
En consecuencia, mantenemos nuestra postura preferente sobre el crédito de mercados emergentes en nuestra estrategia de cartera global. En nuestra opinión, determinados bonos de corta duración ofrecen una relación riesgo-recompensa favorable. Asimismo, destacamos oportunidades atractivas en otros segmentos, como petróleo y gas, sukuku y bonos sustentables de emisores con fundamentos sólidos.

Los riesgos para nuestra visión constructiva sobre el crédito de los mercados emergentes incluyen un crecimiento económico mucho más débil que resulta en precios de productos básicos más bajos y un fortalecimiento renovado del dólar estadounidense, un empeoramiento de la estabilidad financiera en los mercados desarrollados y emergentes, una perspectiva de inflación deteriorada que obliga a los bancos centrales a adoptar medidas más restrictivas, y diversos riesgos idiosincrásicos, como las crecientes tensiones entre EE. UU. y China y una escalada adicional en Ucrania.

Figura 1

## Compensación superior a la media de los riesgos de crédito subyacentes

Prima de riesgo, en puntos básicos



Fuente: S&P, Fitch, JPM, Bloomberg, UBS, a abril de 2023



# Divisas

## Recolección de carry a la espera de claridad

**Tilmann Kolb**, CFA  
Analista

Las divisas de los mercados emergentes se vendieron tras el aumento de las expectativas de subida de tasas de la Fed en febrero y las tensiones del sector bancario en marzo. Sin embargo, las divisas de alto carry lograron mantener su valor o recuperarse frente al dólar estadounidense, y sus tasas de interés más altas contribuyeron a su rentabilidad total durante estos dos meses. Creemos que las divisas carry siguen siendo la mejor opción en los mercados emergentes en la fase actual, en la que la incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales sigue siendo elevada, pero es probable que la Reserva Federal termine pronto su ciclo de subidas.

Mientras que la Reserva Federal insiste en que se mantendrá a la espera este año una vez que se alcance el máximo, los mercados piensan lo contrario: están valorando un tipo terminal ligeramente por encima del 5% y los primeros recortes para fines de este año. La diferencia de expectativas es menor hoy que a principios de año, pero sigue siendo lo bastante significativa como para que el dólar recupere algo de fuerza temporalmente si los titulares se mueven a su favor.

Dicho esto, las expectativas se reafirman en torno a un pronto final del ciclo de subidas de tasas de la Fed. Esperamos una última subida de 25 puntos básicos, hasta el 5 o el 5,25%, en mayo, y que la eventual decisión sobre posibles recortes más adelante en el año se rija por los datos del mercado laboral y de la inflación (subyacente). Mientras tanto, es probable que los mercados continúen con sus altibajos en función de las señales de los datos.

La falta de alzas y las posibles bajadas de las tasas de interés oficiales en EE. UU. y el escaso crecimiento económico previsto en este país hacen que el dólar resulte menos atractivo. Es probable que los inversionistas se decanten por otras divisas y las de los mercados emergentes que ofrecen tasas de interés relativamente altas serán las más beneficiadas. Aunque algunos de los valores más apreciados del año, como el peso mexicano y la corona checa, sufrieron presiones al inicio de las turbulencias del sector bancario en marzo, pudieron recuperar rápidamente las pérdidas al contado y acumular entretanto el carry.

En nuestra opinión, lo mejor es buscar una exposición diversificada a las divisas carry de los mercados emergentes: Nos gustan el peso mexicano, la corona checa, la rupia india y la rupia indonesia. Para reducir parte del riesgo de estas divisas, las monedas de financiamiento también pueden incluir el euro, la corona sueca, el dólar canadiense y el dólar taiwanés.

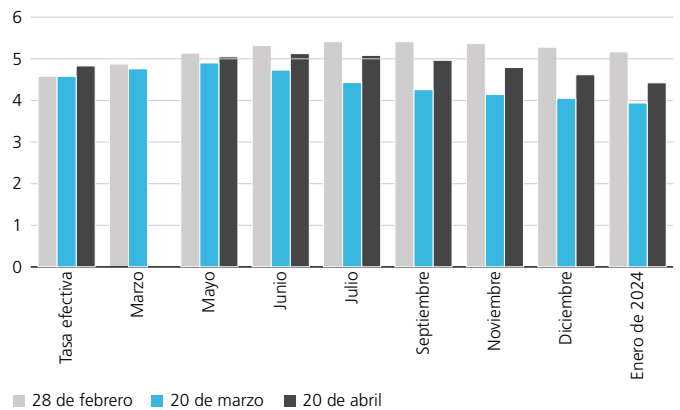
En última instancia, la reapertura de China debería atraer a los inversionistas que buscan una historia de crecimiento en un mundo de bajo crecimiento. Pero no sólo los activos chinos deberían beneficiarse: también deberían contribuir a mejorar el sentimiento hacia los mercados emergentes en general y ayudar a la suerte de las divisas más conectadas y cíclicas, como el baht tailandés y el rand sudafricano.

Los principales riesgos se derivan de una ralentización económica mundial mayor de lo previsto, una subida de tasas de la Reserva Federal mayor de lo esperado, el fracaso de la reapertura de China, las tensiones geopolíticas y una relajación prematura por parte de los bancos centrales de los mercados emergentes.

Figura 1

### No hay mucho más recorrido al alza para el tipo de interés oficial, pero los primeros recortes de tasas vuelven a tener precio

Precios de mercado de la trayectoria de las tasas de interés oficiales de la Reserva Federal en diferentes momentos (en % anual)

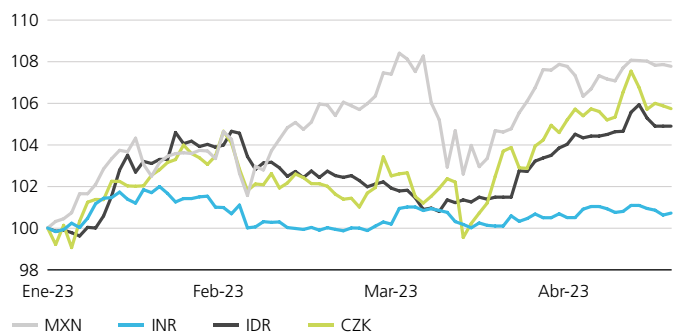


Fuente: Bloomberg, UBS, al 20 de abril de 2023

Figura 2

### Evolución de nuestras divisas preferidas de alto carry desde principios de año

Rentabilidad al contado frente al dólar (indexado, 100 = 2 de enero de 2023)



Fuente: Bloomberg, UBS, al 20 de abril de 2023

# Panorámica de los activos de los mercados emergentes

Rentabilidad de los activos, rentabilidad total en USD, en % (rojo = rentabilidad negativa; verde = rentabilidad positiva)

	Renta variable (MSCI)			Deuda pública en USD (EMBI)			Deuda corporativa en USD (CEMBI)			Deuda pública en moneda local (GBI-EM)			Divisas (ELMI+)		
	1m	3m	en lo que va de año	1m	3m	en lo que va de año	1m	3m	en lo que va de año	1m	3m	en lo que va de año	1m	3m	en lo que va de año
	<b>Asia</b>	<b>-0.7</b>	<b>-6.4</b>	<b>2.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>3.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.1</b>	<b>3.7</b>	<b>0.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>3.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.9</b>
China	-2.4	-12.2	-0.1	-0.3	1.1	3.1	-0.3	-1.5	2.2	-	-	-	-0.5	-1.4	1.2
India	4.5	-4.0	-4.3	0.5	1.0	3.3	1.5	-0.8	2.7	-	-	-	1.3	1.6	3.3
Indonesia	5.5	7.7	10.5	0.5	0.8	3.8	1.7	-0.8	3.7	3.1	1.9	8.4	2.5	1.4	6.4
Corea	1.8	-3.9	9.4	-	-	-	-0.1	1.6	3.3	-	-	-	-2.9	-6.7	-4.2
Malasia	1.8	-7.7	-4.0	0.1	1.1	5.1	0.7	1.9	4.6	0.6	-2.3	2.3	0.0	-2.9	0.0
Filipinas	-2.0	-6.8	2.7	0.6	0.5	2.6	0.9	1.7	6.7	-2.1	3.6	7.6	-2.3	-1.3	1.6
Taiwán	-4.2	1.9	10.9	-	-	-	0.0	0.8	4.3	-	-	-	-1.2	-1.0	0.2
Tailandia	-2.2	-9.8	-4.6	-	-	-	1.7	0.7	5.1	-1.2	-4.2	2.4	-0.7	-4.5	0.4
<b>EMEA</b>	<b>5.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>2.4</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
República Checa	16.9	25.7	44.9	-	-	-	0.0	1.7	6.1	-	-	-	4.0	4.9	8.5
Hungría	9.4	-3.1	8.6	0.3	0.4	4.1	-	-	-	6.5	5.6	17.2	6.6	9.6	15.3
Polonia	19.3	4.0	10.6	-0.3	1.4	2.4	-1.5	-1.7	1.9	4.8	5.4	10.6	5.1	5.9	7.6
Sudáfrica	4.8	-6.2	0.4	-0.6	-2.2	1.2	0.8	-1.4	2.0	-0.5	-6.0	-4.6	0.7	-3.3	-4.0
Turquía	-1.1	-4.3	-6.6	-2.5	1.0	0.8	0.3	1.4	2.1	-10.6	-20.2	-21.0	2.1	1.6	4.7
<b>América Latina</b>	<b>7.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>5.6</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>4.0</b>	<b>5.8</b>	<b>11.0</b>	<b>3.5</b>	<b>5.8</b>	<b>10.0</b>
Argentina	14.6	-8.3	9.4	-1.3	-24.6	-7.5	0.9	-0.7	4.3	-22.0	-7.7	-13.9	-20.4	-1.5	-7.4
Brasil	8.7	-8.8	-1.3	0.6	1.1	4.3	1.5	-1.2	0.2	5.2	6.4	9.6	4.5	4.7	7.6
Chile	-1.8	-6.8	-0.1	0.7	0.2	4.2	1.5	-1.0	1.1	-2.6	-1.8	4.8	0.0	0.4	7.4
Colombia	24.0	-6.5	0.3	1.0	-1.7	2.7	2.6	-1.4	1.7	8.9	8.3	20.7	6.4	4.3	11.8
México	6.2	4.3	22.7	1.7	-1.6	4.2	2.1	-1.0	2.4	3.2	4.9	11.0	3.5	7.4	11.9
Perú	7.6	-0.6	9.9	0.9	1.7	4.3	1.8	0.1	1.6	1.1	9.3	7.0	0.9	4.9	3.9
<b>Mercados emergentes</b>	<b>0.8</b>	<b>-5.6</b>	<b>2.8</b>	<b>0.1</b>	<b>-2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>5.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>3.4</b>

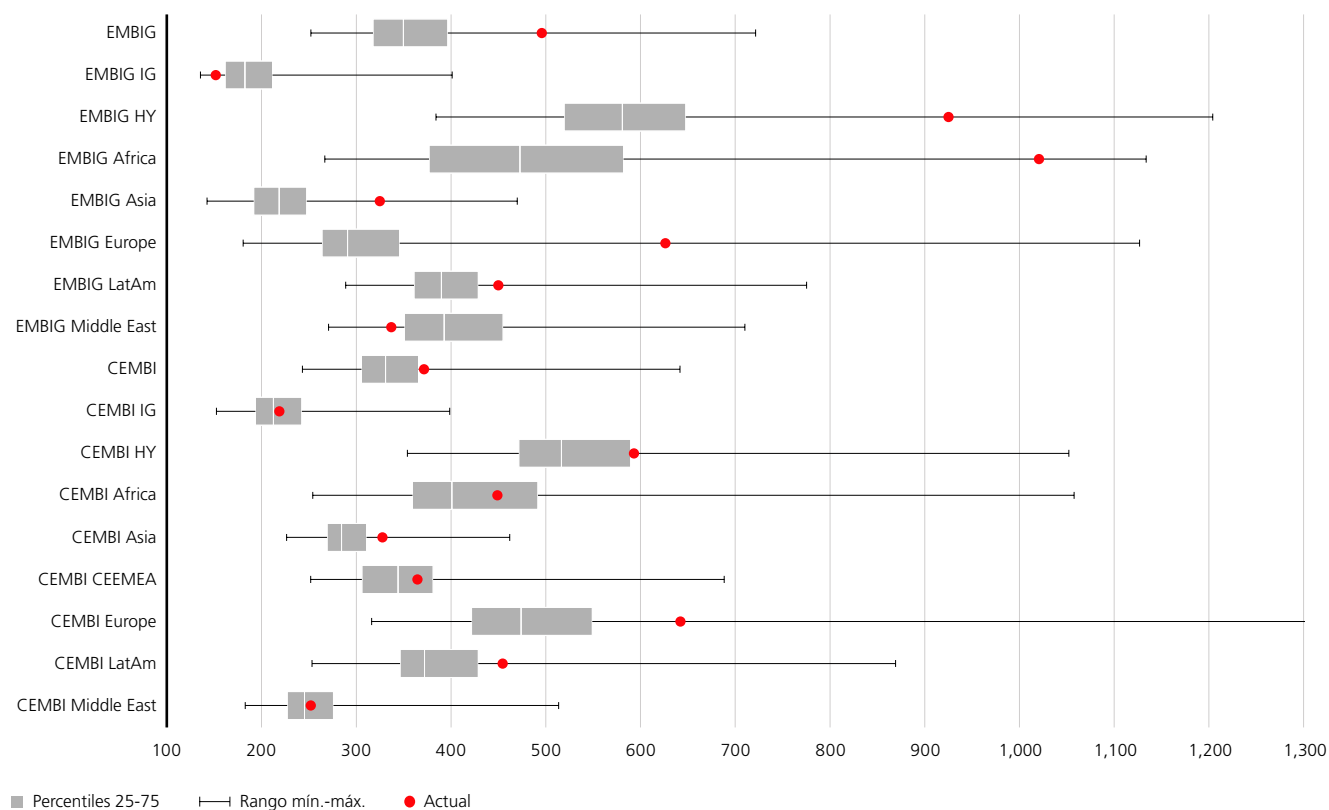
Previsiones clave de la CIO (rojo = disminución; verde = incremento)

	PIB (%)		Inflación (%)		Divisas	Actual	Divisas			
	2023	2024	2023	2024			2T2023	3T2023	4T2023	1T2024
<b>Asia</b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>						
China	5.7	5.2	2.0	2.5	USDCNY	6.93	6.60	6.50	6.50	6.50
India	5.5	6.0	5.3	5.0	USDINR	81.92	79.00	79.00	79.00	79.00
Indonesia	4.9	5.3	4.0	3.2	USDIDR	14,845	14,600	14,400	14,200	14,200
Corea	1.1	1.7	3.4	2.1	USDKRW	1,332	1,200	1,200	1,200	1,200
Malasia	4.5	4.1	2.9	2.1	USDMYR	4.45	4.10	4.10	4.10	4.10
Filipinas	5.8	5.4	6.0	3.3	USDPHP	55.54	55.00	55.00	55.00	55.00
Taiwán	1.9	2.2	1.9	1.5	USDTWD	30.68	29.50	29.50	29.50	29.50
Tailandia	3.5	2.4	2.0	1.6	USDTHB	34.38	32.00	31.50	30.50	30.50
<b>EMEA</b>	<b>0.8</b>	<b>2.4</b>	<b>14.5</b>	<b>7.6</b>						
República Checa	0.0	2.1	11.9	4.0	EURCZK	23.49	23.80	23.70	23.70	23.70
Hungría	0.2	2.5	18.2	3.6	USDHUF	343.84	-	-	-	-
Polonia	0.2	2.2	13.1	5.3	EURPLN	4.60	4.75	4.70	4.70	4.70
Sudáfrica	1.3	2.4	5.7	4.5	USDZAR	18.36	17.20	16.50	16.20	16.20
<b>América Latina</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>18.2</b>	<b>12.1</b>						
Argentina	1.0	1.8	105.0	70.4	USDARS	217.50	-	-	-	-
Brasil	0.4	1.3	4.9	4.0	USDBRL	5.06	5.00	5.25	5.25	5.25
Chile	-0.8	2.2	8.2	3.8	USDCLP	812.47	-	-	-	-
Colombia	1.4	3.0	11.7	5.5	USDCOP	4,478	-	-	-	-
México	1.7	1.9	5.6	3.8	USDMXN	18.06	18.00	18.50	19.00	19.25
Perú	1.8	3.1	6.1	2.8	USDPEN	3.76	-	-	-	-
<b>Mercados emergentes</b>	<b>4.0</b>	<b>4.3</b>	<b>7.3</b>	<b>5.2</b>						

Nota: El ciclo de previsiones no siempre coincide con el ciclo de *Inversión en los mercados emergentes* y, por lo tanto, puede no reflejar las últimas opiniones de la CIO.  
Fuente: UBS, Bloomberg, 25 de abril de 2023

# Panorámica de los activos de los mercados emergentes

Diferenciales crediticios de mercados emergentes, últimos 10 años, en pb



## Parámetros clave de la renta variable de los mercados emergentes

(rojo = desfavorable respecto al histórico; verde = favorable respecto al histórico)

	Ponderación del MSCI EM	PER, adelantada 12m* (media a 10 años)	Precio/Valor contable (media a 10 años)	Rendimiento por dividendo (media a 10 años)	Crecimiento del BPA, a 12 meses*
<b>Asia</b>	<b>78.2%</b>	<b>12.8x (12.3x)</b>	<b>1.6x (1.5x)</b>	<b>4.2% (3.1%)</b>	<b>8.0%</b>
China	31.5%	10. veces (11.3 veces)	1.4 veces (1.6 veces)	2.8% (2.7%)	17.2%
India	13.5%	19.6 veces (18.3 veces)	3.2 veces (3.1 veces)	4.2% (3.1%)	23.7%
Indonesia	2.0%	13.1 veces (14.8 veces)	2.4 veces (2.8 veces)	4.2% (3.1%)	6.2%
Corea	11.9%	14.5 veces (10.1 veces)	1.0 veces (1.1 veces)	2.4% (2.1%)	-12.5%
Malasia	1.5%	12.9 veces (15.3 veces)	1.4 veces (1.7 veces)	4.6% (3.5%)	14.2%
Filipinas	0.7%	13,9x (17,2x)	1,9x (2,4x)	2.3% (1.9%)	15.8%
Taiwán	14.6%	13.9 veces (14.0 veces)	2.2 veces (2.0 veces)	3.8% (4.0%)	-4.4%
Tailandia	2.1%	15.7 veces (15.0 veces)	1.9 veces (2.1 veces)	3.2% (3.2%)	3.6%
<b>EMEA</b>	<b>13.1%</b>	<b>10.2 veces (9.8 veces)</b>	<b>1.7 veces (1.2 veces)</b>	<b>4.8% (4.6%)</b>	<b>3.8%</b>
República Checa	0.2%	13.8 veces (13.0 veces)	1.9 veces (1.4 veces)	5.5% (6.4%)	-25.2%
Hungría	0.2%	5.0 veces (9.4 veces)	0.9 veces (1.3 veces)	5.2% (3.5%)	-16.8%
Polonia	0.8%	7.4 veces (11.6 veces)	1.0 veces (1.2 veces)	6.4% (4.1%)	-8.4%
Arabia Saudí	5.2%	16.4 veces (17.7 veces)	2.1 veces (2.1 veces)	3.6% (3.8%)	0.0& veces
Sudáfrica	3.6%	8.9 veces (12.9 veces)	1.8 veces (2.2 veces)	5.2% (3.7%)	17.0%
Turquía	0.6%	4.4 veces (7.3 veces)	1.1 veces (1.3 veces)	7.3% (5.2%)	-11.1%
<b>América Latina</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.1 veces (12.0 veces)</b>	<b>1.6 veces (1.8 veces)</b>	<b>6.1% (4.2%)</b>	<b>-11.6%</b>
Brasil	5.0%	6.9 veces (10.7 veces)	1.5 veces (1.7 veces)	6.8% (5.1%)	-16.6%
Chile	0.5%	7.7 veces (14.4 veces)	1.3 veces (1.6 veces)	8.8% (4.0%)	-13.4%
Colombia	0.1%	5.9 veces (11.7 veces)	1.0 veces (1.2 veces)	7.6% (4.0%)	0.7%
México	2.7%	12.3 veces (15.6 veces)	2.2 veces (2.4 veces)	4.4% (2.9%)	8.5%
Perú	0.3%	9.9 veces (12.6 veces)	1.8 veces (2.2 veces)	5.1% (3.0%)	-2.6%
<b>Mercados emergentes</b>	<b>100.0%</b>	<b>11.8 veces (11.9 veces)</b>	<b>1.6 veces (1.6 veces)</b>	<b>3.4% (3.1%)</b>	<b>4.4%</b>

Nota: \*Previsiones de IBES.

Fuente: UBS, Bloomberg, Thomson Reuters, 25 de abril de 2023

# Publicaciones sobre mercados emergentes

## Publicación mensual principal

### **Invertir en mercados emergentes**

Incluir las opiniones de inversión en todas las clases de activos y regiones



## Informes

### **¿Noviembre decisivo?**

El futuro del compromiso entre los EE. UU. y China



## Publicaciones por clases de activos

### **Divisas**

- Informes mensuales sobre divisas de los mercados emergentes, incluidas las preferencias de divisas
- Fichas de divisas (BRL, MXN, RUB, ZAR, PLN, CZK, APAC)

### **Renta variable**

- Informes mensuales sobre renta variable de mercados emergentes, incluidas preferencias temáticas y de mercado

## Noticias regionales, informes específicos y temáticas de inversión

### **Noticias regionales**

Invertir en Brasil e Invertir en México se publican mensualmente

### **Informes específicos multiactivos**

Consecuencias para la inversión de la evolución económica y política en países como Sudáfrica y Argentina

### **Inversiones a largo plazo (ILP)**

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

Las opiniones de inversión de la UBS Chief Investment Office ("CIO") son elaboradas y publicadas por Global Wealth Management, una división de UBS Switzerland AG (regulada por la FINMA en Suiza) o sus entidades asociadas ("UBS").

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

#### **Análisis genérico de inversiones. Información sobre riesgos:**

Esta publicación es solo **para su información** y no pretende ser una oferta o una solicitud de oferta para comprar o vender cualquier inversión u otro producto específico. El análisis que aquí figura no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión ni la situación y las necesidades financieras particulares de ningún destinatario en concreto. Este se basa en numerosos supuestos. Unos supuestos diferentes podrían dar lugar a resultados sustancialmente distintos. Determinados servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin restricciones o pueden no ser aptos para la venta a todos los inversionistas. La información y las opiniones expresadas en este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables y de buena fe, pero no se ofrece ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad (salvo las declaraciones relativas a UBS). La información y las opiniones, así como las previsiones, las estimaciones y los precios indicados, tienen vigencia solo para la fecha de este informe y están sujetos a cambios 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 criterios diferentes.

En ninguna circunstancia podrá utilizarse el presente documento o la información que contiene (incluidas las previsiones, el valor, el índice u otro importe calculado ["Valores"]) para cualquiera de los siguientes fines: (i) evaluación o fines contables; (ii) para determinar los importes adeudados o por pagar, el precio o el valor de cualquier instrumento financiero o contrato financiero; o (iii) para medir el rendimiento de cualquier instrumento financiero, inclusive, sin limitación, con el fin de replicar la rentabilidad o el rendimiento de cualquier Valor o de definir la asignación de activos de la cartera o de calcular las comisiones de rentabilidad. Al recibir este documento y la presente información, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no utilizará este documento ni se basará en esta información para ninguno de los fines citados anteriormente. UBS y cualesquiera de sus administradores o empleados podrán tener derecho en cualquier momento a mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos de inversión mencionados en el presente documento, realizar operaciones que impliquen instrumentos de inversión pertinentes en calidad de titular o agente, o prestar cualesquiera otros servicios o tener agentes que actúen como administradores, bien para o por cuenta del emisor, del propio instrumento de inversión o para o por cuenta de cualquier empresa vinculada comercial o financieramente con tales emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas la compra, la venta o la tenencia de valores) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir de las opiniones expresadas en las publicaciones de análisis de UBS o ser contrarias a ellas. Es posible que algunas inversiones no sean fácilmente realizables, ya que el mercado de los títulos no es líquido y, por tanto, valorar la inversión e identificar el riesgo al que está expuesto puede ser difícil de cuantificar. UBS se basa en barreras de información para controlar el flujo de información contenida en uno o varios ámbitos de UBS, en otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación de futuros y opciones no es adecuada para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo considerable de pérdida y pueden producirse pérdidas superiores a la inversión inicial. La rentabilidad pasada de una inversión no es garantía de su rentabilidad futura. Previa petición, se pondrá a disposición de los interesados información adicional. Algunas inversiones pueden sufrir grandes y repentinas caídas de valor y, en el momento de su realización, podría recibir menos de lo invertido o tener que pagar más. Las variaciones de las tasas de cambio pueden tener un efecto adverso sobre el precio, el valor o los ingresos de una inversión. Los analistas responsables de la elaboración de este informe podrán interactuar con el personal de la mesa de negociación, el personal de ventas y otros sectores con el fin de reunir, sintetizar e interpretar información de mercado.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no 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. Necesariamente, no podemos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que se procure asesoramiento financiero y fiscal sobre las implicaciones (incluidas las fiscales) de invertir en cualesquiera de los productos aquí mencionados.

Este material no podrá reproducirse ni podrán distribuirse copias sin la autorización previa de UBS. Salvo acuerdo en contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y la transmisión de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por posibles reclamaciones o demandas presentadas por terceros en relación con el uso o la distribución de este material. Este informe deberá distribuirse únicamente de acuerdo con las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Para obtener información sobre las formas en las que la CIO aborda los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y oferta de publicaciones y las metodologías de análisis y de calificación, puede visitar [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Puede solicitar a su asesor personal información adicional sobre los autores que han colaborado en esta publicación y otras publicaciones de CIO a las que se haga referencia en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema.

La inversión en opciones y futuros no es recomendable para todos los inversionistas; operar con estos instrumentos conlleva riesgos y ello podría ser apropiado solamente para inversionistas sofisticados. Para obtener una descripción completa de los riesgos relacionados con las opciones, deberá consultar "Las características y los riesgos de las opciones estandarizadas" antes de comprar o vender opciones. Puede leer el documento en <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> o solicite una copia a su asesor financiero.

La inversión en productos estructurados entraña riesgos considerables. Recomendamos leer el material de oferta correspondiente para obtener un análisis detallado de los riesgos de invertir en cualquier producto estructurado en particular. Las inversiones estructuradas son obligaciones sin garantía de un emisor dado, con una rentabilidad ligada al rendimiento de un activo subyacente. Según las condiciones de la inversión, los inversionistas podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión según el rendimiento del activo subyacente. Por otro lado, los inversionistas también podrían perder toda su inversión si el emisor se declara insolvente. UBS no garantiza en modo alguno las obligaciones o la situación financiera de ningún emisor ni la precisión de la información financiera que suministre ningún emisor. Las inversiones estructuradas no son inversiones tradicionales e invertir en un producto estructurado no equivale a invertir directamente en el activo subyacente. La liquidez de las inversiones estructuradas puede ser limitada o nula y los inversionistas deberían estar preparados para mantenerlas hasta su vencimiento. La rentabilidad de las inversiones estructuradas puede estar limitada a una ganancia máxima, tasa de participación u otra condición. Las inversiones estructuradas pueden incluir cláusulas de rescate y, si una inversión estructurada se rescata anticipadamente, los inversionistas no obtendrían ningún rendimiento adicional y podrían no ser capaces de reinvertir en inversiones similares con condiciones similares. Las inversiones estructuradas incluyen costos y comisiones que generalmente se incluyen en el precio de la inversión. El tratamiento fiscal de una inversión estructurada puede ser complejo y puede diferir del de una inversión directa en el activo subyacente. UBS y sus empleados no proporcionan asesoramiento fiscal. Se recomienda a los inversionistas que consulten sobre su situación tributaria con su propio asesor fiscal antes de invertir en cualquier título.



**Información importante sobre las estrategias de inversión sustentable:** Las estrategias de inversión sustentable tienen como objetivo considerar e integrar los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el proceso de inversión y la construcción de carteras. Las estrategias en las diferentes geografías y estilos ejecutan el análisis de ASG e incorporan los resultados de diferentes maneras. La integración de factores ASG o consideraciones de inversión sustentable puede inhibir la capacidad del gestor de carteras de participar en ciertas oportunidades de inversión que de otro modo coincidirían con su objetivo de inversión y otras estrategias principales de inversión. Las rentabilidades de una cartera que consta principalmente de inversiones sustentables pueden ser más altas o más bajas que las de carteras que no tienen en cuenta los factores ASG, las exclusiones y otros problemas de sustentabilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para tales carteras pueden ser diferentes. Las empresas podrían no alcanzar necesariamente los estándares de alto rendimiento en todos los aspectos ASG o en cuestiones de inversión sustentable. Tampoco hay garantías de que las compañías cumplan las expectativas en relación con la responsabilidad social, la sustentabilidad o la rentabilidad con impacto.

**Gestores de activos externos/Consultores financieros externos:** En caso de que este análisis o publicación se haga llegar a gestores de activos externos o a consultores financieros externos, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos distribuya este material a sus clientes y a terceros.

**EE. UU.:** Distribuido a personas estadounidenses 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 México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son afiliadas de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad por el contenido de un informe elaborado por una afiliada no estadounidense, cuando distribuye informes a personas estadounidenses. Todas las transacciones realizadas por una persona estadounidense con los valores mencionados en este informe deben efectuarse a través de un intermediario de bolsa registrado en los EE. UU. afiliado a UBS y no a través de una entidad afiliada no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por ninguna autoridad de valores o de inversión en los EE. UU. o en otra jurisdicción. UBS Financial Services Inc. no actúa como un asesor municipal de una entidad municipal o persona obligada dentro del significado que le atribuya la sección 15B de la Ley de Bolsas (la "Regla del Asesor Municipal") y las opiniones o visiones que aquí se incluyen no tienen por objetivo ni constituyen asesoramiento dentro del significado que establece la Regla del Asesor Municipal.**

Para información nacional, visite [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](https://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o consulte con su asesor personal para obtener el aviso legal completo.

Versión A/2023. CIO82652744

© UBS 2023. El símbolo de las llaves y UBS son marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.