

UBS House View

Monthly Letter

26 de mayo de 2022

Traducción: 1 de junio de 2022

Chief Investment Office GWM

Análisis de inversiones

Escenario de base

Creemos que la inflación bajará, pero se mantendrá por encima de los objetivos fijados por los bancos centrales, que el crecimiento económico se ralentizará, pero seguirá siendo positivo, y que los mercados terminarán el año al alza.

Escenario alcista

Si los principales interrogantes sobre recesión, tasas y riesgos geopolíticos se resuelven con rapidez, las acciones podrían volver a los máximos de enero.

Escenario bajista

Si la economía no logra resistir los esfuerzos del banco central por controlar la inflación, creemos que el S&P 500 podría descender hasta 3.300.

Asignación de activos

Prevedemos más volatilidad y recomendamos tomar cobertura y recurrir a las inversiones alternativas en busca de diversificación. Dentro de las acciones, preferimos las de valor a las de crecimiento y también nos posicionamos para la era de la seguridad.



Mark Haefele

Chief Investment Office
Global Wealth Management

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

 **Sígame en Twitter**
twitter.com/UBS_CIO

¿Qué está funcionando?

La gran pregunta que se hacen los mercados actualmente es si la Reserva Federal podrá bajar la inflación hacia el objetivo marcado, a la vez que mantiene un crecimiento económico positivo.

El límite entre lograr o no lograr este cometido es muy sutil. Si los responsables políticos de la Fed subestiman la solidez de la economía estadounidense, nos enfrentamos a un período prolongado de inflación superior al objetivo. Si la subestiman, nos enfrentamos a una recesión. Y no podemos decir a ciencia cierta por qué senda estamos transitando.

A esto se suma más incertidumbre originada en los mercados de materias primas debido a la continuación de la guerra en Ucrania. Países de todo el mundo lidian con la necesidad de asegurarse el suministro de cereales y combustible. Las políticas de confinamiento de China también generan preocupación en las cadenas mundiales de suministro y en relación con la demanda.

Los temores a los posibles desenlaces han generado enorme volatilidad en los mercados de acciones y de bonos este año, y ha habido pocos activos donde resguardarse.

¿Qué hacer entonces?

En primer lugar, *estar preparado para más volatilidad*. Las grandes fluctuaciones son inevitables en tanto las expectativas de los mercados oscilan entre diferentes posibles resultados con cada nuevo dato, por más insignificante que sea. Configure su estrategia Wealth Way¹ y Liquidez. Utilice opciones para mejorar las estructuras de beneficios y considere estrategias para controlar las caídas.

¹ UBS Wealth Way es un enfoque que incorpora las estrategias de Liquidez, Longevidad, Legado, y que UBS Financial Services Inc. y nuestros asesores financieros pueden utilizar para ayudar a los clientes a estudiar y perseguir sus necesidades y objetivos de gestión patrimonial en diferentes marcos temporales. Este enfoque no es una promesa o garantía de que pueda o vaya a alcanzarse un determinado patrimonio o resultados financieros. Todas las inversiones entrañan el riesgo de pérdida, lo que incluye el riesgo de perder la totalidad de la inversión.

En segundo lugar, *invertir en acciones de valor*. En líneas generales, creemos que el desenlace de «mayor inflación» es más probable que el de recesión e históricamente las acciones de valor han tenido una mayor rentabilidad relativa en contextos con una inflación superior al 3%. Preferimos las acciones de valor a las de crecimiento, con un sesgo hacia las acciones de energía y de calidad. Cuando analizamos nuestro enfoque en acciones mundiales de valor desde una perspectiva *bottom-up*, actualmente tenemos más exposición a acciones británicas y australianas.

Actualmente preveemos que las acciones de crecimiento sean superadas en rentabilidad por las de valor hasta que se cierre más la brecha de valoración entre acciones de crecimiento y de valor.

Muchos inversores nos han preguntado si la corriente masiva de venta de las acciones de crecimiento es una oportunidad. Para inversores con horizontes de varios años, sostenemos que nuestros temas de inversión a largo plazo seguirán ofreciendo una rentabilidad relativa superior en todo el ciclo. Sin embargo, actualmente preveemos que las acciones de crecimiento sean superadas en rentabilidad por las de valor hasta que se cierre más la brecha de valoración entre ambos tipos de acciones. Por ello, recomendamos que los inversores con horizontes de inversión a menos de un año sean *más selectivos en cuanto al crecimiento a largo plazo*. En términos tácticos, somos más prudentes en cuanto a las empresas con exposición al consumo, debido al impacto de la inflación en los ingresos de los hogares, y hemos movido el sector de consumo discrecional en la categoría de «activos menos recomendados».

En tercer lugar, *adoptar coberturas para las carteras*. Hemos recomendado invertir en acciones de calidad que reparten dividendos y en salud durante algún tiempo; todas ellas probablemente tengan una rentabilidad superior en caso de recesión y ayuden a proteger a las carteras de la volatilidad. También habíamos recomendado el USD, pero ahora creemos que la moneda estadounidense ha descontado gran parte del ciclo de subidas de tasas de la Fed. Tras años de rendimientos bajos y negativos, actualmente identificamos oportunidades concretas en renta fija, que puede ofrecer resiliencia para la cartera en un escenario de recesión. Los inversores con asignaciones inferiores a la meta deben aprovechar la actual corriente vendedora como oportunidad para reforzar la exposición a una clase de activo prácticamente «olvidada».

Mientras continúa la guerra en Ucrania, los gobiernos y las empresas están adaptándose a una nueva era de seguridad.

En cuarto lugar, *posicionarse para la era de la seguridad*. Mientras la guerra en Ucrania continúa, los gobiernos y las empresas se están adaptando a esta era de la seguridad energética, cibernética, de defensa nacional y alimentaria. A corto plazo, el énfasis en la seguridad alimentaria y cibernética está generando rigidez en varios mercados de materias primas, una situación que creemos conducirá a un encarecimiento de las materias primas en los próximos meses. A largo plazo, creemos que la demanda de cero emisiones de CO₂, la ciberseguridad y la mejora de los rendimientos agrícolas son temas que tendrán gran impulso en este nuevo mundo.

Quinto, *diversificar con inversiones alternativas*. No muchas inversiones pueden ayudar a mejorar la calidad de una cartera en cualquier escenario que se materialice, pero creemos que una asignación diversificada a inversiones alternativas puede ser una de ellas. Activos tales como las infraestructuras, los mercados inmobiliarios y los mercados privados podrían mejorar la resiliencia de una cartera a la inflación, en tanto algunas estrategias de *hedge funds* pueden tener buenos rendimientos en escenarios de recesión y ayudar a mitigar la volatilidad de la cartera si aumentan las correlaciones entre acciones y bonos.

Las acciones y los bonos estadounidenses han resistido sus peores cinco primeros meses del año en medio siglo.

En mitad de tanto ruido, muchas de las tendencias que identificamos se están materializando.

Las señales en el ruido

En vista de que las acciones y los bonos estadounidenses han sufrido sus peores primeros cinco meses del año en medio siglo, puede resultar tentador pensar que nada funciona en los mercados financieros en este momento.

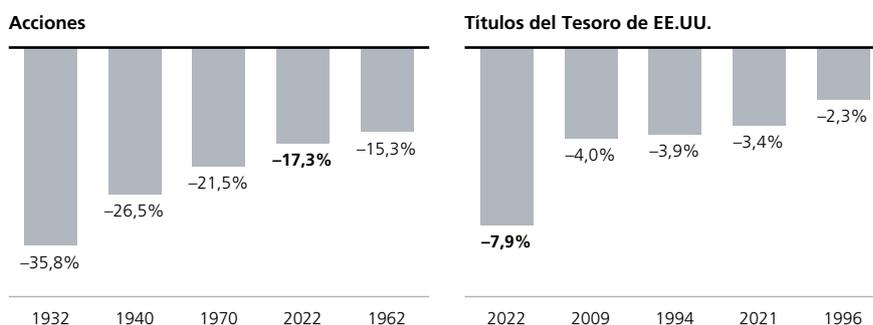
El S&P 500 acumula una caída del 17% en lo que va de año, su peor rendimiento en esta etapa del año desde 1970. Desde enero hasta ahora, las rentabilidades totales del índice Bloomberg US Treasury son las peores desde que comenzó este indicador de referencia en 1973, en -7,9%. Esta caída obedece a una conjunción de factores: la guerra en Ucrania, la inflación estadounidense en máximos de cuarenta años y los temores a una recesión provocada por el aumento de tasas de la Fed.

Pero en medio de la incertidumbre yace cierta lógica. En nuestra publicación *Year Ahead 2022* de noviembre del año pasado, dijimos que esperábamos un «año dividido en dos partes», con un fuerte crecimiento y alta inflación en la primera mitad que devendría en un crecimiento más débil y menor inflación en la segunda mitad. En medio de tanto ruido y sorpresas este año, muchas de las tendencias que identificamos se están materializando, y nuestras elecciones de inversión están teniendo buenos resultados, tanto en términos relativos como absolutos.

Figura 1

Acciones y bonos de EE.UU.: Peor inicio de año en medio siglo

Rentabilidad (enero-24 mayo) del S&P 500 (desde 1928) y Títulos del Tesoro de EE.UU. (Desde 1973), en %



Fuente: Bloomberg, UBS, a mayo de 2022

Nuestra visión nos llevó a infraponderar los bonos de alta calidad en favor de acciones energéticas y materias primas que se beneficiarían del crecimiento de la economía mundial, y al intensificarse los riesgos políticos, nos aferramos a esa elección. Como preveíamos que el crecimiento se desaceleraría al avanzar el año, aconsejamos una transición de la exposición hacia sectores de corte defensivo, tales como salud, que ha aventajado en rentabilidad al índice MSCI All Country World por 7 puntos porcentuales este año. A partir de mayo de 2021, hemos advertido mediante esta carta sobre los riesgos de una exposición excesiva a empresas tecnológicas de megacapitalización. Si bien nos adelantamos con esta recomendación, el índice NYSE FANG+ está hoy un 27% por debajo del nivel que tenía en ese momento.

Nos posicionamos para un USD más fuerte y añadimos exposición a renta fija con tasas variables pues preveíamos un endurecimiento de la política monetaria estadounidense. Aconsejamos mantener la diversificación y aumentar la exposición a inversiones alternativas, puesto que los temores en torno a la inflación suelen aumentar la correlación entre acciones y bonos. Todas estas recomendaciones han mejorado la rentabilidad relativa.

La guerra en Ucrania y la utilización de las exportaciones de gas de Rusia como instrumento de represalia cambiaron profundamente la dinámica del mercado.

Continuamos aplicando el mismo enfoque con base en escenarios que, en el pasado, nos ha permitido identificar con éxito oportunidades.

La Fed identifica «camino factibles» hacia un «aterrizaje suave».

La guerra en Ucrania y la utilización de las exportaciones de gas de Rusia como instrumento de represalia cambiaron profundamente la dinámica del mercado. Si bien estos hechos han acelerado algunas de las tendencias que habíamos identificado — el MSCI All Country World (ACWI) del sector energético subió 30% este año y el índice del USD, un 6%— casi todos los otros activos fueron parte de la venta masiva. El consiguiente aumento de precios de las materias primas y el impacto en las cadenas de suministro globales provocaron un aumento de la inflación, que se mantuvo elevada durante más tiempo que el que habíamos previsto, y dio lugar a una respuesta enérgica de la Fed.

Así pues, el aumento de los rendimientos nominales y reales ha socavado la valoración de las acciones de crecimiento y llevado a varios inversores a desprenderse de sus posiciones. En nuestra opinión, la corriente vendedora ha tenido un coste equivalente a uno o dos años de rentabilidad. Por ejemplo, esperábamos que nuestro tema en torno a «las áreas tecnológicas básicas» —inteligencia artificial, big data y ciberseguridad— generara tasas del orden del quince por ciento de crecimiento de los beneficios y de rentabilidad anual; sin embargo, en lo que va del año, ha perdido un 24%. No obstante, también creemos que la guerra debería fortalecer las tendencias de crecimiento a largo plazo que sustentan esta temática.

En marzo, las acciones dejaron de estar en la categoría de «activo más recomendado» debido al aumento de los riesgos derivados de la guerra, la desaceleración de la economía, la inflación y la política monetaria. En abril, fortalecimos nuestra preferencia por las inversiones en acciones de valor. Mientras consideramos los efectos a largo plazo de estos riesgos, nuestro tema «la era de la seguridad» capta las tendencias en evolución en los campos de la energía, los alimentos, el ciberespacio y la seguridad nacional.

De cara al futuro, continuamos empleando el mismo enfoque basado en escenarios, el cual en el pasado nos permitió identificar con éxito tendencias y oportunidades. En un mundo caracterizado por una creciente manipulación gubernamental de la economía desde la crisis financiera mundial, el análisis de escenarios y la diversificación entre economías políticas son importantes.

En nuestro escenario de base creemos que la inflación descenderá, pero se mantendrá por encima de las metas fijadas por los bancos centrales, el crecimiento económico se ralentizará pero seguirá siendo positivo y los mercados terminarán el año por encima del nivel actual. Pero en un mundo incierto, la mejor forma que conocemos de alcanzar resultados sostenibles a largo plazo es pensar en las inversiones como una cartera integral diseñada para que sea robusta en diversos escenarios. Nuestras posiciones de inversión procuran generar la mayor probabilidad de rentabilidad relativa superior ante distintos resultados posibles.

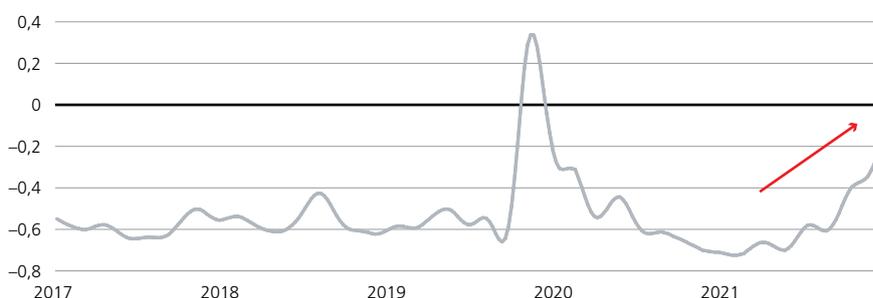
El escenario central

En respuesta a una pregunta en una rueda de prensa reciente, el presidente de la Fed, Jerome Powell, indicó que hay «camino factibles» para un «aterrizaje suave», pero que en ocasiones puede ser «un poco accidentado» y «cabe esperar un poco de dolor». El hecho de que la Fed tenga un mandato dual (estabilidad de precios y pleno empleo) genera incertidumbre en cuanto a la dureza que la autoridad monetaria estadounidense vaya emplear para controlar los precios a costa de un mayor desempleo. Según los escépticos, «La Fed nunca te enviará una invitación a la recesión que va a crear». Los cínicos afirman que «La Fed no tiene las agallas para cambiar una auténtica lucha contra la inflación por el desempleo que va a provocar». Los realistas dicen que «La historia de esta Fed se caracteriza por una actitud prudente a la hora de subir las tasas pese al cambio reciente en el relato». Sin una fórmula matemática como la Regla Taylor para protegerse de la función de reacción que se espera de la Fed, una Fed "independiente de los datos económicos" significa que aún no sabe lo que hará. Por lo tanto, cabe esperar más volatilidad en cada dato».

Figura 2

Endurecimiento de las condiciones financieras de EE.UU.

Índice Chicago Fed National Financial Conditions



Históricamente, los valores negativos se han asociado con condiciones financieras más flexibles que la media.

Fuente: Bloomberg, UBS, a mayo de 2022

El riesgo de recesión ha aumentado.

El riesgo de recesión ha aumentado. El endurecimiento de las condiciones financieras —producto de rendimientos más altos, aumento de los diferenciales de crédito y caídas de los mercados bursátiles— posiblemente afecte a la economía estadounidense. El aumento de las tasas hipotecarias a su nivel más alto desde 2009 está provocando un enfriamiento del mercado de la vivienda. Y los indicadores económicos estadounidenses de alta frecuencia dejan entrever desaceleración en la dinámica de crecimiento. La medición preliminar del PMI Global de manufactura estadounidense del S&P cayó de 59,2 en abril a 57,5 en mayo: si bien se mantiene en terreno de fuerte expansión, se trata del crecimiento más lento de la actividad manufacturera en tres meses.

Pero no todas las noticias son negativas.

Por otro lado, la economía europea enfrenta un riesgo aún mayor debido al encarecimiento de la energía y al riesgo de alteraciones del suministro. Los precios del TTF hub neerlandés, un indicador regional de referencia para la negociación del gas natural, acumula un aumento de casi 230% en términos interanuales, pese a haber descendido un 62% desde su pico de marzo. La economía china está sufriendo el impacto del confinamiento en Shanghai y de las restricciones en otras ciudades importantes. El PMI oficial del sector de servicios, calculado por NBS, cayó de 48,4 en marzo a 41,9 en abril.

La inflación de precios de bienes está comenzando a descender.

Pese a esto, también hay algunos indicadores económicos tranquilizadores. En Estados Unidos, se observa rigidez en el mercado de trabajo, los balances de los hogares y de las empresas son sólidos y los márgenes de beneficios se sitúan cerca de niveles sin precedentes. Las cifras recientes de ventas minoristas y producción industrial no son las de una economía al borde de la recesión. Si bien los presupuestos de algunos hogares de bajos ingresos sufren dificultades, dentro del componente de ingresos personales, los salarios subieron un 7,2% interanual en marzo. En general, esperamos que el consumo continúe su tendencia positiva y que, si hay demanda, las empresas salgan a contratar trabajadores o a invertir.

La inflación de precios de bienes está comenzando a descender. Los bienes básicos —un componente del índice de precios al consumidor (IPC)— subieron apenas 0,2% respecto de abril. Los precios de los automóviles usados, los televisores y los smartphones cayeron por tercer mes consecutivo. Los efectos de base también deberían ayudar; si los precios del petróleo suben menos del 75% interanual en el futuro—la tasa de aumento entre abril de 2022 y el mismo período del año pasado—, el crudo sumará menos a la futura tasa de inflación general.

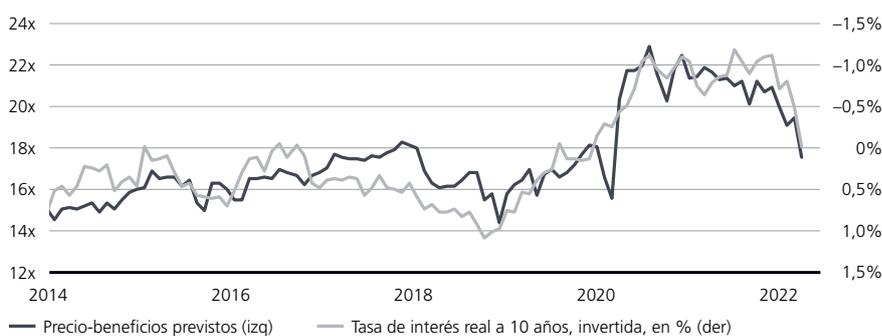
Creemos que esta combinación de solidez subyacente de la economía e impulsos inflacionarios en descenso genera las condiciones para que el crecimiento del PIB mundial se desacelere, aunque se mantenga en terreno positivo, y para que la inflación se modere, incluso cuando se mantenga por encima de la meta en 2023.

En nuestro escenario central preveamos un crecimiento de los beneficios del S&P 500 del 4% en 2023 —en lugar del 7%— debido al impacto de la desaceleración económica, el fortalecimiento del USD y las crecientes presiones sobre los márgenes. Esto da como resultado un beneficio por acción (PBA) para 2023 previsto de 240 USD. En este escenario, cabría esperar que los rendimientos de los títulos del Tesoro de EE.UU. a 10 años se mantengan en los niveles actuales hacia finales de año, conforme el mercado acepte gradualmente una menor probabilidad de riesgos de cola inflacionistas.

Figura 3

Las tasas reales en aumento han provocado un deterioro de las acciones este año

Precio- beneficios previstos del S&P 500 (izq); tasa de interés real a 10 años, invertida (der)



Fuente: Factset, UBS, a mayo de 2022

Nuestro nuevo precio objetivo del S&P 500 para finales de año es, por lo tanto, de 4.300 puntos.

También preveamos que el mercado se negocie con un múltiplo precio-beneficios previstos más bajo (18x en lugar del 19x anteriormente previsto). Nuestro modelo sigue la evolución de los rendimientos reales, el IPC, la variación del índice ISM y los diferenciales de crédito de alta rentabilidad. En nuestra opinión, un múltiplo más bajo se justifica en vista de una inflación más persistente, rendimientos reales actualmente en terreno positivo, diferenciales de crédito más altos y nuestra previsión de que el ISM disminuirá hacia 50 este año.

Nuestro nuevo precio objetivo del S&P 500 para finales de año es, por lo tanto, de 4.300 puntos. Con base en nuestra nueva previsión de rendimiento de la deuda a 10 años en 2,7%, llegamos a una prima de riesgo de la renta variable del orden de los 275 p.b., que es congruente con la media de 25 años.

Prima de riesgo de la renta variable, ratios PER y S&P 500 en diferentes niveles de rentabilidad del bono de EE. UU. a 10 años

En función de la estimación de beneficios del S&P 500 de UBS CIO para 2023 de 240 USD. La línea del medio representa la prima promedio de riesgo de las acciones de 25 años.

		Rendimiento a 10 años											
		2,00%	2,25%		2,50%		2,75%		3,00%		3,25%		
Prima de riesgo de acciones	450	15,4	3.692	14,8	3.556	14,3	3.429	13,8	3.310	13,3	3.200	12,9	3.097
	400	16,7	4.000	16,0	3.840	15,4	3.692	14,8	3.556	14,3	3.429	13,8	3.310
	350	18,2	4.364	17,4	4.174	16,7	4.000	16,0	3.840	15,4	3.692	14,8	3.556
	300	20,0	4.800	19,0	4.571	18,2	4.364	17,4	4.174	16,7	4.000	16,0	3.840
	250	22,2	5.333	21,1	5.053	20,0	4.800	19,0	4.571	18,2	4.364	17,4	4.174
	200	25,0	6.000	23,5	5.647	22,2	5.333	21,1	5.053	20,0	4.800	19,0	4.571
	150	28,6	6.857	26,7	6.400	25,0	6.000	23,5	5.647	22,2	5.333	21,1	5.053
	100	33,3	8.000	30,8	7.385	28,6	6.857	26,7	6.400	25,0	6.000	23,5	5.647

Fuente: Refinitiv Datastream, UBS, a mayo de 2022

Una resolución más rápida de lo esperado de cualquier combinación de estos temas podría llevar al mercado nuevamente a los niveles máximos de enero.

Escenario optimista: Economía caliente

¿Qué podría generar un mayor potencial alcista de aquí en adelante? En vista de la variada lista de preocupaciones que tienen los inversores —inflación, endurecimiento de la Fed, crecimiento, riesgos geopolíticos y política COVID cero en China— una resolución más rápida de lo esperado a cualquier combinación de estos temas podría llevar al mercado nuevamente a los niveles máximos de enero.

Los temores de inflación podrían mitigarse relativamente rápido si los precios de los bienes continúan desandando los aumentos registrados durante la pandemia, mientras aumenta la participación en el mercado laboral, lo que alivia los temores a una espiral de salarios y precios. Mientras tanto, un alto el fuego en Ucrania o una posición más relajada frente a la COVID-19 en China podrían reducir la inflación y la preocupación en torno a la cadena de suministro. Un descenso de la inflación podría permitir que la Fed modere un poco el ritmo de endurecimiento monetario después del verano (tercer trimestre), mejorando así las perspectivas de crecimiento a los ojos de los inversores.

Nuestra previsión de los rendimientos a 10 años en este escenario es 3,2%. Cabría esperar que los rendimientos a corto plazo disminuyan, ya que el mercado descuenta ahora menos aumentos de tasas; sin embargo, los rendimientos a largo plazo podrían volver a sus máximos recientes en vista del fortalecimiento de la economía. Con un crecimiento más sólido, cabría esperar un BPA del S&P 500 de 260 USD en 2023 (8% más alto que en nuestro escenario de base), pero en vista del aumento de los rendimientos, no se prevé un aumento de los múltiplos. En este escenario, nuestra previsión para finales de año para el S&P 500 es de 4.700, lo que implica una prima de riesgo de la renta variable de 225 p.b.

Es muy probable que haya un aterrizaje forzoso si la Fed no puede controlar las presiones inflacionistas sin generar un aumento significativo del desempleo.

Escenario bajista

La Fed reconoce que lograr un aterrizaje suave no será fácil, y los temores a que la economía no pueda resistir los esfuerzos del banco central por controlar la inflación han sido un motivo fundamental de la reciente volatilidad en las bolsas.

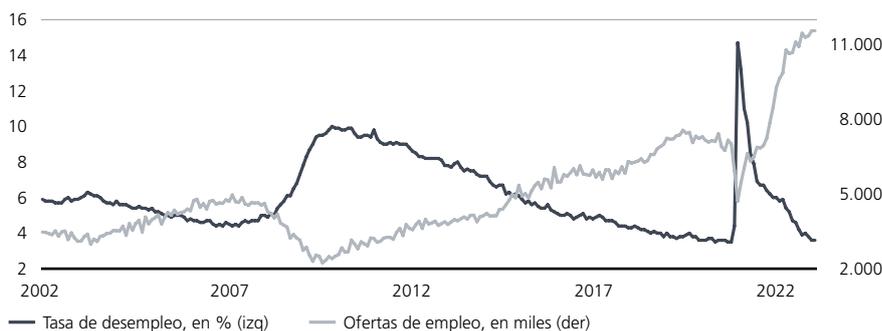
En nuestra opinión, es muy probable que haya un aterrizaje forzoso si la Fed concluye que no le es posible controlar las presiones inflacionistas sin generar un aumento significativo del desempleo. Cuanto más tarde la economía en enfriarse, más probable es que pasemos de nuestro escenario central a uno bajista, pero esto dista de ser una conclusión inapelable a estas alturas.

El gráfico 4 ilustra los desafíos que enfrenta la Fed. Actualmente, las ofertas de empleo están en máximos sin precedentes y el nivel de desempleo es bajo. Esta combinación promueve el crecimiento salarial y la inflación, de modo que en cierta medida corresponde ahora a la Fed moderar la confianza empresarial de manera que las empresas comiencen a retirar las ofertas de empleo o despedir trabajadores.

Figura 4

A tener en cuenta: Desempleo próximo a mínimos históricos, ofertas de trabajo en un máximo sin precedentes

Tasa de desempleo de EE.UU., en % (izq); ofertas de empleo, en miles (der)



Fuente: Bloomberg, UBS, a mayo de 2022

La dificultad que esto presenta es que las empresas solo han tomado tales medidas en recesiones o importantes mercados bajistas, como en la debacle de las puntocom, la crisis financiera mundial y la pandemia. Un estudio reciente de Harvard, de Larry Summers y Alex Domash, concluyó que desde 1955 cada vez que Estados Unidos experimentó un trimestre de inflación media superior al 4% y de desempleo inferior al 5%, siguió una recesión dentro de los dos años siguientes.

Se debe tener cuidado al interpretar tales conclusiones, ya que esta combinación de condiciones no es habitual y, sin contar la situación actual, esto ocurrió por última vez en la década de 1970. Sin embargo, la historia indica que en el primer año posterior a la confluencia de tales condiciones, las acciones descendieron un 10% (el S&P 500 ya ha caído un 17% este año) para luego rebotar un 16% y un 11% en el segundo y tercer año.

Nuestro escenario bajista prevé un S&P 500 en 3.300.

En una recesión cabría esperar que los beneficios corporativos se contraigan, y usamos una estimación de precio-beneficios previstos de 190 USD (desde 1956, la caída media de máximo a mínimo durante recesiones ha sido del 20%). Suponiendo cierta contracción de los múltiplos, nuestro precio previsto para el S&P 500 en este escenario es 3.300. Esperamos que los rendimientos de los títulos del Tesoro a 10 años desciendan toda vez que los inversores buscan refugio en activos seguros y ceden los temores de inflación. Prevemos que el rendimiento a 10 años llegue al 1,8%, lo que implica una prima de riesgo de la renta variable de 380 p.b.

La buena noticia en ese escenario es que una combinación de demanda más baja y desempleo más alto al menos «desactivaría» las presiones inflacionistas en la economía.

Si la Fed continúa subiendo las tasas pero no logra controlar la demanda o reequilibrar el mercado laboral, el resultado podría ser peor para los mercados financieros.

Podría incluso materializarse un resultado eventualmente peor para los mercados financieros si la Fed continúa subiendo las tasas, pero no logra controlar la demanda o reequilibrar el mercado laboral. Los factores que, por un lado, podrían implicar que el crecimiento siga siendo positivo —como los balances sólidos de los hogares— también podrían llevar a la Fed a endurecer la política monetaria demasiado y frenar considerablemente la demanda de consumo y la confianza empresarial.

En este escenario bajista más severo, cabría esperar una inversión significativa de la curva de rendimientos (como referencia, a finales de los años 70 el tramo de la curva a 2 y 10 años se invirtió 350 p.b.) mientras la Fed impulsa las tasas por encima del 4% para frenar la inflación. La consiguiente recesión posiblemente sea más severa, con un mayor impacto en los beneficios empresariales. Suponiendo una caída adicional de los PBA a 170 USD y una contracción del ratio PER a 16x, el precio previsto en un escenario bajista extremo sería del orden de los 2.700.

¿Por qué la inflación suiza es mucho más baja que la de Europa?

La inflación de la zona euro se sitúa en un máximo sin precedentes del 7,4%, en tanto la de EE.UU., en el 8,3%, está próxima a su máximo de 40 años. La inflación suiza es de tan solo 2,5%.

Son varias las razones de esta inflación más benigna. En primer lugar, la revalorización del franco suizo frente al euro ha contenido los precios de las importaciones. En segundo lugar, los precios volátiles de la energía y los alimentos constituyen una quinta parte del IPC de Suiza, frente a un 30% en la zona euro.

Un dato importante es que en Suiza el 97% de la energía es hidroeléctrica, de otras fuentes renovables y nuclear, y solo

el 3% de combustibles fósiles. En consecuencia, los precios minoristas de la energía han subido mucho menos en Suiza que en la zona euro, incluso considerando los desfases de precios. Suiza aún enfrenta una escasez estacional de electricidad durante el invierno, un riesgo que debe ser abordado en las negociaciones con la UE. Pero el panorama general es evidente: La poca dependencia de los combustibles fósiles se traduce en seguridad energética y beneficios económicos.

El ejemplo suizo ofrece un incentivo adicional para que los países inviertan en la transición hacia cero emisiones netas de carbono, lo que beneficiará a áreas tales como tecnología verde, aire limpio y reducción del CO₂, así como eficiencia energética.

¿Qué descuentan los mercados?

El S&P 500 alcanzó un máximo sin precedentes de aproximadamente 4.800 a principios de enero, pero desde entonces su retracción ha sido rápida. El índice se adentró en territorio bajista —que se define como una caída de máximo a mínimo de al menos el 20%— durante la negociación intradía el 20 de mayo, si bien en el momento de redactar esta nota había limitado su caída a alrededor del 17%.

Ante la caída de las bolsas, los inversores se preguntan cada vez más qué es lo que descuenta el mercado, y cuánto más podrían caer a partir de ahora.

La historia ofrece un punto de partida para este análisis. Al analizar 12 episodios desde 1949 en los que el S&P 500 cayó más de un 20% (con base en datos diarios de rentabilidad del precio que se remontan a 1946) la caída media de máximo a mínimo fue del 34,5%.

Pero la historia también nos dice que no hay dos mercados bajistas iguales: La caída máxima osciló entre el 21,6% en 1957 y el 56,8% durante la crisis financiera mundial en 2009. En el mercado bajista más reciente, en marzo de 2020, el S&P 500 cayó un 33,9% de máximos a mínimos, pero se recuperó para fijar un nuevo máximo histórico en un lapso de cinco meses.

Además de ser doloroso para los inversores, los mercados bajistas son inestables porque suelen ir acompañados de recesiones. Pero eso no siempre es así. De la docena de caí-

das de más del 20% desde 1949, cuatro no estuvieron acompañadas por una recesión; un ejemplo de ello, es 1987, el año de la crisis del Lunes Negro.

¿Qué significa esto para los inversores en la actualidad? Si se aplica la máxima caída media histórica de 34,5% al máximo más reciente del S&P 500, se llega a un nivel del índice del orden de 3.140, o un riesgo bajista del 20% de aquí en adelante.

En otras palabras, el S&P 500 ha experimentado casi la mitad de la caída de máximos a mínimos que hemos visto tradicionalmente durante las caídas más severas de mercado de los últimos 70 años, la mayoría de las cuales estuvieron asociadas con recesiones. Sin embargo, creemos que esta retracción ha ocurrido en un momento en el que las cifras de la economía estadounidense no sugieren una recesión inminente.

Así pues, si bien debemos tratar los datos históricos con prudencia, los precios que descuenta el mercado actualmente son congruentes con nuestra visión de que el riesgo de una recesión a partir de 2022 parece exagerado entre los inversores, en tanto se descuenta en gran medida un «aterrijazo suave» durante el próximo año.

Para más información sobre los mercados bajistas y sobre cómo gestionar los riesgos asociados con estos, consulte nuestro [Bear Market Guidebook](#).

Principales escenarios e impacto en las clases de activos

		Optimista	Central	Bajista	
Escenarios	<i>Inflación / bancos centrales</i>	Ceden los temores de inflación. Los principales bancos centrales reducen de manera gradual la expansión monetaria menos de lo que los mercados esperan.	La inflación cae gradualmente hacia finales del año. Los principales bancos centrales reducen la expansión monetaria, pero la política sigue siendo favorable al crecimiento en términos reales. La Fed sube las tasas como mucho tal como lo descuenta el mercado.	La inflación se mantiene elevada durante 2022 pues los costos de la energía suben considerablemente a escala global. Los riesgos de estanflación aumentan al comenzar a formarse una espiral de precios-salarios. La Fed sube las tasas más de lo que espera el mercado y acelera la expansión cuantitativa.	
	<i>Economía de EE.UU.</i>	La tasa de participación de la fuerza laboral mejora ya que los salarios altos atraen más trabajadores. Se resuelven los cuellos de botella de la oferta, pues los mercados energéticos se estabilizan y se controla la pandemia en China. La economía estadounidense crece por encima de la tendencia a largo plazo en 2022.	La escasez de mano de obra y la inflación disminuyen en lo que resta de 2022. Los confinamientos por COVID-19 en China no provocan alteraciones generalizadas en las cadenas de suministro mundiales o la actividad empresarial en Estados Unidos. La economía estadounidense crece en consonancia con la tendencia a largo plazo en 2022.	Se contrae el gasto de consumo en términos reales pues la inflación sube más rápido que los ingresos. Los confinamientos de COVID-19 en China exacerban los cuellos de botella de la oferta, lo que daña el crecimiento e impulsa la inflación. Estados Unidos experimenta una recesión superficial en los próximos 12 meses.	
	<i>Guerra en Ucrania</i>	El flujo del gas ruso hacia Europa se reanuda para satisfacer totalmente la demanda de energía europea. Un nuevo impulso de las negociaciones entre Rusia y Ucrania aumenta la probabilidad de un alto el fuego. Disminuye la amenaza de una ampliación del conflicto. Los activos de riesgo experimentan un recorrido alcista a medida que cede el riesgo político.	Se reduce el suministro de gas ruso a Europa como parte del enfrentamiento de Rusia con Occidente. Varios países de Europa sufren presiones económicas, pero se evita una recesión de todo el continente. La dependencia que tiene Europa de la energía rusa se reduce considerablemente hacia finales de año. Aumentan las sanciones y se ejerce más presión sobre los países para que limiten las importaciones desde Rusia. Rusia aumenta su posicionamiento militar y desplaza armamento nuclear hacia la frontera en respuesta a la solicitud por parte de Finlandia y Suecia para ingresar en la OTAN.	Una interrupción prolongada del suministro de gas ruso hacia Europa provoca una recesión generalizada en la zona euro, con tres trimestres consecutivos de contracción económica. Rusia recurre al uso de armas de destrucción masiva en Ucrania (pudiendo incluir armas nucleares tácticas), lo que aumenta considerablemente el riesgo de participación militar directa de la OTAN.	
	<i>Respuesta de China a la pandemia</i>	Shanghai reabre su economía a finales de junio; cualquier otro confinamiento de una ciudad importante se limita a siete días o menos. El fuerte apoyo de las políticas impulsa el crecimiento. Ceden los problemas en el mercado inmobiliario y las presiones regulatorias.	Shanghai reabre si economía a finales de junio; cualquier otro confinamiento de una ciudad importante se limita a un período de siete a 14 días. El apoyo de las políticas aumenta gradualmente para apuntalar el crecimiento económico.	El confinamiento de Shanghai se prolonga más allá de finales de junio; los nuevos confinamientos de ciudades grandes se extienden más de 14 días. La respuesta de la política se demora y la transmisión a la economía es baja. El crecimiento en todo el año desciende por debajo del 3%.	
Impacto en las clases de activos	Contado*				
(Previsiones para diciembre de 2022)	S&P 500	3.974	4.700	4.300	3.300
	Eurostoxx 50	3.659	4.200	4.000	3.100
	MSCI EM	1.035	1.180	1.080	850
	SMI	11.454	13.200	12.400	10.000
	TOPIX	1.878	2.200	2.000	1.600
	Diferencial de GI en US**	127	45pb / +5%	95 p.b. / +4%	150pb / +6%
	Diferencial deuda de alta rentabilidad en US**	482	270pb / +12%	375 p.b. / +9%	550 p.b. / +4%
	Diferencial EMBIG**	476	300 p.b. / +14%	425 p.b. / +9%	550 p.b. / +5%
EURUSD	1,07	1,15	1,07	1,00	

* Precios contado a 24 de mayo de 2022.

** Durante periodos de tensión en los mercados, los diferenciales de compra-venta del crédito tienden a aumentar y derivan en rangos más amplios. Las variaciones porcentuales se refieren a la rentabilidad total (r.t.) prevista para los niveles de diferenciales indicados

Nota: los precios previstos de las clases de activos señalados corresponden a los respectivos escenarios macroeconómicos. Los precios de los activos individuales pueden estar influenciados por factores que no se reflejan en los escenarios macroeconómicos. Fuente: UBS, a mayo de 2022

Ideas de inversión

En nuestro escenario de base creemos que la inflación descenderá pero se mantendrá por encima de las metas fijadas por los bancos centrales, el crecimiento económico se ralentizará pero seguirá siendo positivo y los mercados terminarán el año por encima del nivel actual. Pero en un mundo incierto, nuestras posiciones de inversión procuran generar la mejor probabilidad de rentabilidad relativa superior ante distintos resultados posibles.

Idea de inversión

<i>Prepararse para más volatilidad</i>	A fin de prepararse para más volatilidad, los inversores deben asegurarse de contar con una estrategia de liquidez ¹ suficiente para mitigar el riesgo de verse obligados a vender para cubrir los gastos. Los inversores pueden recurrir a opciones para mejorar las estructuras de remuneración y considerar las estrategias que buscan controlar los retrocesos, incluidas las inversiones estructuradas y los enfoques dinámicos para la distribución de activos.
<i>Invertir en acciones de valor</i>	Históricamente, las acciones de valor han tenido una rentabilidad relativa superior en entornos con una inflación superior al 3%. Nos gustan las acciones mundiales de valor con un sesgo hacia la calidad, las acciones mundiales de energía y el mercado británico. Para financiar estas inversiones, recortamos la posición en acciones de crecimiento estadounidenses de gran capitalización, que estarían relativamente más expuestas que las acciones de valor si los rendimientos vuelven a subir.
<i>Ser selectivos en la exposición a crecimiento a largo plazo</i>	Seguimos confiando en la evolución a largo plazo de nuestros temas de crecimiento. Aun así, esperamos que las acciones de crecimiento tengan una rentabilidad inferior en lo que queda de 2022 y aconsejamos a los inversores con horizontes de menos de un año que reduzcan su exposición y sean más selectivos en materia de crecimiento a largo plazo. Nos gustan áreas tales como la automatización y la movilidad inteligente, que deberían beneficiarse de las tendencias de desglobalización y descarbonización.
<i>Adoptar coberturas para las carteras</i>	Continuamos aconsejando invertir en acciones de calidad que reparten dividendos y en el sector salud, los cuales pueden ayudar a proteger a las carteras de la volatilidad y deberían aventajar en rentabilidad a las acciones mundiales en caso de una recesión. Recomendamos financiar estas inversiones desprendiéndose de acciones de consumo discrecional, que probablemente estén más expuestas. Tras años de rendimientos bajos y negativos, ahora identificamos oportunidades concretas en renta fija, que puede ofrecer buena resiliencia para la cartera en un escenario de recesión. Los inversores con asignaciones inferiores a la meta deben usar la corriente vendedora actual para reforzar la exposición a una clase de activo prácticamente «olvidada».
<i>Posicionarse para la era de la seguridad</i>	Mientras la guerra en Ucrania continúa, los gobiernos y las empresas se están adaptando a una nueva era de la seguridad que abarca la energía, los alimentos, la ciberseguridad y la seguridad nacional. A corto plazo, el énfasis en la seguridad alimentaria y energética está generando rigidez en varios mercados de materias primas, lo que debería apuntalar los precios. A más largo plazo, creemos que la demanda de cero emisiones de CO ₂ , la ciberseguridad y la mejora de los rendimientos agrícolas son temas que tendrán gran impulso.
<i>Diversificar con inversiones alternativas</i>	Creemos que una asignación diversificada a inversiones alternativas puede mejorar las carteras en un amplio espectro de escenarios. Las infraestructuras, los mercados inmobiliarios y los mercados privados podrían mejorar la resiliencia de una cartera a la inflación, en tanto algunas estrategias de hedge funds pueden tener buenos rendimientos en escenarios de recesión y ayudar a moderar la volatilidad de la cartera si aumentan las correlaciones entre acciones y bonos.

¹ Los horizontes temporales pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, objetivos y conveniencia de cada cliente.



Mark Haefele
Chief Investment Office
Global Wealth Management



Siga a
Mark Haefele
en LinkedIn
y en Twitter

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

 **Sígame en Twitter**
twitter.com/UBS_CIO

Perspectivas del UBS Investor Forum

En el foro de inversores de este mes, los panelistas compartieron sus opiniones sobre la política de los bancos centrales, los escenarios de crecimiento, las principales ideas de inversión y las coberturas de cartera.

- En cuanto a las perspectivas de políticas, algunos panelistas esperan que la Fed no modere los aumentos de tasas hasta que haya indicios claros de que se ha logrado controlar la inflación de manera sostenible. En comparación, el Banco Central Europeo podría tener un mayor margen para endurecer la política monetaria a un ritmo relativamente gradual. Si bien los balances de las empresas y los hogares se mantienen sólidos, algunos panelistas expresaron preocupación por el impacto que el aumento de las tasas de interés vaya a tener en los costos del servicio de la deuda.
- Los participantes creen que Europa posiblemente evite una recesión, aunque los flujos de energía de Rusia siguen siendo un factor de riesgo importante. En cuanto a Estados Unidos, se consideró que la desarticulación del estímulo fiscal, el deterioro del ahorro de los hogares y un mercado laboral recalentado constituyen dificultades. Sin embargo, de ocurrir una recesión, los panelistas esperan que sea relativamente leve.
- Los participantes observan que comienzan a resurgir oportunidades en los mercados de renta fija al aumentar los rendimientos, y los bonos de alta rentabilidad, los títulos del Tesoro y los bonos municipales son algunos de los que concitan interés. Sin embargo, en líneas generales sigue habiendo una preferencia por las acciones, que incluye oportunidades en acciones que reparten dividendos y el mercado japonés. Se sigue considerando que las materias primas, en especial el crudo Brent, constituyen una cobertura eficaz contra el riesgo geopolítico.

Implementación de la asignación de activos

La UBS House View es nuestra valoración actual de la economía y los mercados financieros globales, con las recomendaciones de inversión acordes. La implementación de la asignación de activos correspondiente a esta visión puede variar en función de los tipos de cartera y objetivos.

Nuestras preferencias tácticas por clases de activos

+ Activos más recomendados

- Acciones estadounidenses de valor de gran capitalización
- Acciones británicas
- Acciones australianas
- Acciones preferentes
- Materias primas
- Petróleo

- Menos recomendados

- **NUEVO** Acciones estadounidenses de crecimiento y gran capitalización
- Bonos del gobierno de EE.UU. a mediano plazo

Guía de implementación

En la medida en que la inflación se mantenga por encima del 2% y el mercado laboral esté en pleno empleo, la Fed se aborcará a endurecer las condiciones financieras para desacelerar el crecimiento y enfriar una economía en pleno recalentamiento. Ese panorama no es favorable a los activos de riesgo. Sumado a los riesgos bajistas derivados de la guerra en Ucrania y de los confinamientos en China, las perspectivas son inciertas y los mercados seguramente seguirán volátiles a corto plazo. En el último mes, los inversores han pasado de la preocupación por la alta inflación al temor a una desaceleración del crecimiento y riesgo de recesión. En nuestro escenario de base, suponemos que la inflación se moderará durante el resto del año, lo suficiente para que la Fed no tenga que subir las tasas más de lo que actualmente descuenta el mercado. Y si bien el crecimiento debería de desacelerarse, esperamos que se mantenga cercano al 2%, con una probabilidad de tan solo el 25% de una recesión durante el próximo año. Los datos son puro ruido, pues reflejan las continuas alteraciones asociadas a la pandemia y la normalización de la actividad económica, pero el gasto de consumo y la actividad industrial se han mantenido firmes, en tanto los balances de los hogares y de las empresas siguen siendo sólidos.

Como consecuencia de esta incertidumbre macro respecto de la economía estadounidense y los riesgos de cola externos continuamos recomendando una asignación de activos más cercanas a los indicadores de referencia estratégicos a largo plazo en lugar de adoptar fuertes posiciones direccionales respecto del mercado. También seguimos recomendando

posicionarse para una inflación que se mantendrá sosteniblemente por encima del nivel del ciclo anterior. Esto favorece las asignaciones a materias primas y las acciones de valor. Las tasas y las expectativas de aumentos de tasas de parte de la Fed han descendido desde niveles máximos pues los inversores están más convencidos de que la inflación disminuirá en los próximos años; por ese motivo, mantenemos una visión neutral de los bonos del gobierno estadounidense.

Si bien esperamos que las acciones continúen lateralizándose a muy corto plazo, seguimos identificando potencial alcista para finales del año. El ánimo de los inversores sigue siendo bajista con un posicionamiento cauto, y los precios del mercado ya descuentan muchas noticias negativas. Tras la fuerte caída de este año, ciertamente cabe esperar un rebote a corto plazo de los activos de riesgo. Pero para que esta recuperación sea sostenida, las perspectivas de inflación deben ser mucho más benignas o la Fed debe, una vez más, dar un giro y apartarse de la política de endurecimiento monetario, todo ello mientras el crecimiento no se desacelera demasiado.

Acciones

Entre las acciones estadounidenses, aumentamos nuestra preferencia por las acciones de valor y rebajamos la recomendación de las acciones de crecimiento de gran capitalización a la categoría de activo menos recomendado este mes. La preferencia por las acciones de valor se fundamenta en un crecimiento más rápido de los beneficios, un elevado crecimiento del PIB nominal que propicia un fuerte crecimiento de los ingresos y un descuento en la valoración que sigue siendo significativo respecto de las acciones de crecimiento. En términos más estructurales, las acciones de valor normalmente tienen una rentabilidad relativa superior en períodos de inflación superior a la media— un contexto que posiblemente persista durante algún tiempo— y tasas de interés en aumento. La decisión de rebajar la recomendación de las acciones de crecimiento de gran capitalización obedece a que creemos que sus valoraciones aún presentan riesgo bajista. Si bien las acciones de crecimiento han tenido una rentabilidad relativa sensiblemente inferior, aun parecen caras en relación con las acciones de valor y nos resulta difícil identificar un catalizador que pueda revalorizar las acciones de crecimiento frente a las de valor.

La revisión bajista de las acciones de crecimiento también tiene origen en el único cambio sectorial hecho este mes, al rebajar consumo discrecional a la categoría de activos menos recomendados. El gasto en artículos de consumo discrecional posiblemente continúe teniendo dificultades debido a los altos

precios de las materias primas y a la desaceleración de la actividad en el sector de la vivienda. Si bien tenemos una visión menos negativa del consumo básico, sigue estando entre los activos menos recomendados debido a los riesgos de que los consumidores comiencen a pasarse a productos genéricos menos costosos y a las empresas les resulte más difícil subir los precios para compensar la inflación de costos. Estos cambios reducen aún más la naturaleza cíclica de nuestra asignación sectorial y representa un giro a favor de las acciones de valor y en detrimento de las de crecimiento. El sector de consumo discrecional tiene un fuerte sesgo de crecimiento, en tanto lo opuesto ocurre con los sectores de consumo básico. En la categoría de sectores más recomendados se incluyen energía (un sector de valor que aún descuenta un precio del petróleo de 70-75 USD/barril y sigue generando grandes sumas de efectivo para los accionistas) y salud (un sector relativamente defensivo que se cotiza con una valoración atractiva para un contexto de fin de ciclo).

Entre las acciones internacionales, recomendamos las británicas y las australianas. Los dos mercados tienen la mejor dinámica de beneficios de los países desarrollados, el crecimiento más alto de los beneficios en 2022 (ambos por encima del 12%) y el rendimiento por dividendos más alto (superior al 4%). Además, Reino Unido y Australia tienen una valoración atractiva ya que ambos países se negocian por debajo de su múltiplo PER medio de 10 años y con un descuento respecto al índice MSCI World.

En los mercados emergentes, China se mantiene entre los más recomendados. Los confinamientos por COVID están afectando el crecimiento interno y las acciones, pero lo peor posiblemente haya quedado atrás. Las políticas de estímulo están en aumento, en tanto cabe esperar que mejore el crecimiento del crédito. Persisten los riesgos, pero las valoraciones de las acciones chinas se sitúan cerca de sus mínimos de varios años, y el mercado es un elemento atractivo de diversificación.

Renta fija

Los rendimientos de los títulos del Tesoro prácticamente no se han modificado durante el último mes, pero el rendimiento intramensual de la deuda a 10 años alcanzó un máximo de casi 3,2% el 9 de mayo, y hoy día se sitúa 45 p.b. por debajo de ese nivel. La disminución se debe principalmente a que las expectativas de inflación descendieron 50 p.b. en un determinado momento. Esto coincide con el ánimo cambiante del mercado donde las perspectivas de inflación han mejorado, en tanto la preocupación por el crecimiento ha aumentado. Esto se ve reflejado en la tasa de los fondos federales que descuenta el mercado para dentro de un año, que ha descendido del 3,5% a principios de mayo a alrededor de 2,9% actualmente. En vista de una menor proyección de los fondos federales, las expectativas de menos inflación y el aumento de los diferenciales de crédito, el mercado prevé ahora que el rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años terminará el año en 2,88%, cerca de la previsión de 2,7% según CIO. En consecuencia, mantenemos una visión neutral sobre los bonos del gobierno estadounidense y financiaríamos posiciones tácticas en activos de riesgo con bonos de duración intermedia para mantener una duración acorde con la del mercado general.

En abril, adoptamos una visión neutral respecto de los préstamos sénior pues prevemos que los diferenciales de crédito aumenten. Tras un período de lateralización, estos han aumentado a un ritmo alarmante. Pese a los rendimientos superiores al 4% de la deuda con grado de inversión y cercanos al 8%

Nuestras recomendaciones

	Menos recomendados	Más recomendados
Efectivo		=
Renta fija		
Títulos del gobierno de EE.UU.		=
Títulos del gobierno de EE.UU. corto plazo		=
Títulos del gobierno de EE.UU. mediano plazo	—	
Títulos del gobierno de EE.UU. largo plazo		=
TIPS		=
MBS de EE.UU.		=
Bonos municipales de EE.UU.		=
Bonos corporativos con grado de inversión de EE.UU.		=
Bonos de alta rentabilidad de EE.UU.		=
Préstamos sénior		=
Acciones preferentes		+
CMBS		=
Bonos de ME en divisas fuertes		=
Bonos de ME en divisas locales		=
Renta variable		=
Renta variable de EE.UU.		=
Acciones de crecimiento de gran capitalización de EE.UU.	— ← =	
Acciones de valor de gran capitalización de EE.UU.		+
Acciones de mediana capitalización de EE.UU.		=
Acciones de pequeña capitalización de EE.UU.		=
Mercados desarrollados internacionales		=
Reino Unido		+
Zona euro		=
Japón		=
Australia		+
Mercados emergentes		=
Otros		
Materias primas		+
Oro		=
Petróleo		+
MLP (Soc. Resp. Limitada cotizadas)		=
REIT de EE.UU.		=

entre los bonos corporativos de alta rentabilidad, los inversores siguen expectantes. Mantenemos la prudencia en cuanto a los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad y esperamos que sigan aumentando de cara a la reunión del FOMC de junio. En líneas generales, recomendamos invertir en crédito de mayor calidad por el momento. Las acciones preferenciales siguen estando entre los activos más recomendados, pues el riesgo de tasa de interés mayormente se ha materializado, y este tipo de activo ofrece un diferencial atractivo.

Activos reales

Nos siguen gustando las materias primas como cobertura geopolítica contra más alteraciones del suministro de petróleo y como cobertura contra la posibilidad de que se materialice y persista un escenario de estanflación. Creemos que hay margen para otra revalorización del 10% en los índices de mercado contado en los próximos seis meses. La demanda de materias primas se ha mantenido robusta y, pese a la desaceleración del crecimiento, especialmente en China, esperamos que la actividad económica de China se recupere en el

segundo semestre de 2022. En el caso de petróleo, incluso las pequeñas alteraciones en la oferta podrían llevar al precio del petróleo a alcanzar o superar los 150 USD por barril. Debido a la combinación de una elevada prima de riesgo geopolítico y los fundamentales de la oferta y la demanda, prevemos que el Brent suba a 115 USD/barril durante el segundo trimestre y se mantenga en torno a ese nivel durante el resto del año.

El oro se mantiene en la categoría neutral. Tuvo una buena rentabilidad a principios de 2022 como activo seguro, aun cuando las tasas de interés reales a 5 y 10 años subieron alrededor de 70 p.b. - 90 p.b., pero recientemente ha sufrido una corriente de venta ante el descenso de los temores inflacionistas. Nuestro precio previsto para finales de año es 1.800 USD/onza, inferior al precio contado actual de 1910 USD, pues esperamos que las tasas reales aumenten y los riesgos geopolíticos cedan. Pero dado que el oro ofrece potencial de rentabilidades relativas superiores en escenarios adversos de riesgo, mantenemos la recomendación de neutral debido a sus atributos como cobertura.

Comité de inversiones

Descripción del Proceso de inversión global y del Comité de inversiones

El proceso de inversión de UBS está diseñado para lograr resultados replicables de alta calidad mediante la aplicación del rigor intelectual, un sólido proceso de gobierno, una clara responsabilidad y una cultura de cuestionamiento.

Basándose en los análisis y valoraciones realizados y examinados a lo largo del proceso de inversión, el Chief Investment Officer (CIO) formula el UBS Wealth Management Investment House View en el Comité Global de Inversiones (CGI). Experimentados profesionales de la inversión de todo UBS, cuya labor se complementa con la de expertos externos seleccionados, debaten y cuestionan rigurosamente la estrategia de inversión para garantizar uniformidad y control del riesgo.

Composición del Comité Global de Inversiones

El CGI reúne conocimientos de mercado e inversión de nivel superior de todas las divisiones de UBS:

- Mark Haefele (Presidente)
- Solita Marcelli
- Paul Donovan
- Tan Min Lan
- Themis Themistocleous
- Bruno Marxer (*)
- Adrian Zuercher
- Mark Andersen

Descripción del Comité de Estrategia de Inversión de Estados Unidos

Reconocemos que una visión interna obtenida a nivel global alcanza su eficacia máxima cuando se complementa con la perspectiva y la aplicación locales. Por ello, UBS ha formado un Comité de Asignación de Activos de Wealth Management Americas.

Comité de Estrategia de Inversión de Estados Unidos:

- Solita Marcelli
- Jason Draho (presidente)
- Leslie Falconio
- David Lefkowitz
- Brian Rose
- Daniel Scansaroli

(*) Áreas de negocio distintas de Chief Investment Office Americas, Global Wealth Management

Declaración preventiva con respecto a las declaraciones anticipadas

Este informe contiene declaraciones que constituyen "declaraciones anticipadas", incluidas, entre otras, declaraciones relacionadas con el estado actual y esperado del Mercado de títulos y supuestos del mercado de capitales. Si bien estas declaraciones representan nuestros juicios y expectativas futuras sobre los temas discutidos en este documento, un número de riesgos, incertidumbres, cambios en el mercado y otros factores importantes podrían provocar que los desarrollos y los resultados reales difieran significativamente de nuestras expectativas. Estos factores incluyen, entre otros: (1) la magnitud y la naturaleza de los desarrollos futuros en el mercado de EUA y en otros segmentos del mercado; (2) acontecimientos macroeconómicos y de otros mercados, incluidos movimientos en los mercados de valores locales e internacionales, diferenciales de crédito, tasas de cambio de divisas y tasas de interés, sean o no derivados directos o indirectos de la crisis del mercado actual; (3) el impacto de estos acontecimientos en otros mercados y clases de activos. UBS no tiene ninguna obligación (y renuncia expresamente a cualquier obligación) de actualizar o alterar sus declaraciones anticipadas como resultado de nueva información o eventos futuros o de otro tipo.

Explicaciones sobre las clases de activos

Nuestras preferencias (recomendaciones) representan la asignación de activos a largo plazo que consideramos adecuada para un inversor particular y fueron formuladas y aprobadas por el Comité de Estrategia de Inversión de Estados Unidos. Nuestras preferencias se presentan para exclusivamente para fines ilustrativos y diferirán entre inversores en función de sus circunstancias, tolerancia al riesgo, objetivos de rentabilidad y horizonte temporal individuales. Por tanto, nuestras preferencias en esta publicación podrían no ser adecuadas para todos los inversores u objetivos de inversión y no deben utilizarse como la única base para la toma de ninguna decisión de inversión. Los requisitos de patrimonio neto mínimo podrían aplicarse a asignaciones a activos no tradicionales. Como siempre, consulte con su asesor financiero de UBS para ver cómo deben aplicarse o modificarse estas preferencias en función de su perfil y objetivos de inversión particulares.

Nuestras preferencias no garantizan beneficios ni previene las pérdidas de una cartera o cuentas de inversión en un mercado a la baja.

Declaración del riesgo

Acciones: los retornos del mercado de acciones son difíciles de predecir debido a las fluctuaciones en la economía, la psicología de los inversionistas, las condiciones geopolíticas y otras variables importantes.

Renta fija: los retornos del mercado de bonos son difíciles de predecir debido a las fluctuaciones en la economía, la psicología de los inversionistas, las condiciones geopolíticas y otras variables importantes. Los bonos corporativos están sujetos a una serie de riesgos, incluidos el riesgo de crédito, el de la tasa de interés, el de liquidez y el de eventos. Si bien las tasas de suspensión de pagos históricas son bajas en bonos corporativos con grado de inversión, los cambios adversos percibidos en la calidad crediticia de un emisor pueden afectar negativamente el valor de mercado de títulos.

A medida que las tasas de interés aumentan, el valor de un título de cupón fijo probablemente disminuirá. Los bonos están sujetos a fluctuaciones en el valor de mercado, dados los cambios en el nivel de las tasas de interés libres de riesgo. No todos los bonos pueden venderse fácil o rápidamente en el mercado abierto. Los posibles inversionistas deben consultar a sus asesores fiscales sobre las consecuencias de impuestos federales, estatales, locales y fuera de EUA de poseer los valores a los que se hace referencia en este informe.

Títulos preferentes: los posibles inversionistas deben consultar a sus asesores fiscales sobre las consecuencias de impuestos federales, estatales, locales y fuera de EUA de poseer acciones preferentes. Las acciones preferentes están sujetas a fluctuaciones en el valor de mercado, dados los cambios en el nivel de las tasas de interés. Por ejemplo, si las tasas de interés aumentan, podría disminuir el valor de estos títulos. Si las acciones preferentes se venden antes de su vencimiento, el precio y el rendimiento pueden variar. Los cambios adversos en la calidad crediticia del emisor pueden afectar negativamente el valor de mercado de los títulos. La mayoría de los títulos preferentes pueden ser amortizados a valor nominal después de cinco años. Si esto ocurre, es posible que los tenedores de los títulos se enfrenten con la decisión de volver a invertir a menores tasas en el futuro. Las acciones preferentes también están sujetas a otros riesgos, incluidas la falta de liquidez y algunas disposiciones especiales de liquidación.

Bonos municipales: aunque las tasas de incumplimiento históricas son muy bajas, todos los bonos municipales tienen riesgo crediticio, con el grado de riesgo que sigue en gran parte el sector particular de los bonos. Además, todos los bonos municipales tienen riesgo de valoración, rentabilidad y liquidez. La valoración tiende a seguir los factores internos y externos, que incluyen el nivel de las tasas de interés, las calificaciones de los bonos, los factores de suministro y los informes de los medios de comunicación. Esto puede ser difícil o imposible de proyectar con precisión. Además, la mayoría de los bonos municipales son accesibles o están sujetos a una amortización antes de lo esperado, lo que puede reducir la rentabilidad total del inversionista. Debido al gran número de emisores municipales y estructuras de crédito, no todos los bonos pueden venderse fácil o rápidamente en el mercado abierto.

Apéndice

Inversiones en mercados emergentes

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

Para obtener más información general sobre los mercados emergentes, consulte CIO Americas, WM Education Notes: "Investing in Emerging Markets (Part 1): Equities", 27 de agosto de 2007; "Emerging Market Bonds: Understanding Emerging Market Bonds", 12 de agosto de 2009 y "Emerging Markets Bonds: Understanding Sovereign Risk", 17 de diciembre de 2009.

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

Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen hedge funds, capital privado, bienes raíces y futuros administrados (en su conjunto, inversiones alternativas). Los intereses de los fondos de inversiones alternativas se venden solo a inversionistas calificados, y solo si se presentan documentos que incluyan información sobre los riesgos, el rendimiento y los gastos de fondos de inversiones alternativas, y que se urge a los clientes que lean detenidamente antes de suscribir y retener. Una inversión en un fondo de inversiones alternativas es especulativa e implica importantes riesgos. Específicamente, estas inversiones: (1) no son fondos mutuos y no están sujetas a los mismos requisitos normativos que los fondos mutuos; (2) pueden tener un rendimiento volátil, y es posible que los inversionistas pierdan toda su inversión o una parte importante de esta; (3) pueden participar en prácticas de apalancamiento y otras prácticas de inversión especulativa que pueden aumentar el riesgo de pérdida de la inversión; (4) son inversiones a largo plazo sin liquidez; generalmente, no existe un mercado secundario para los intereses de un fondo, y no se espera que se desarrolle uno; (5) los intereses de los fondos de inversiones alternativas suelen no tener liquidez y estar sujetos a restricciones sobre su transferencia; (6) pueden no estar obligados a suministrar información periódica sobre su precio o evaluación a los inversionistas; (7) suelen implicar estrategias impositivas complejas y pueden haber demoras en la distribución de la información impositiva a los inversionistas; (8) están sujetas a altos honorarios, incluidos honorarios de gestión y otros honorarios y gastos, lo que disminuirá las utilidades.

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

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

Riesgo de Hedge Fund: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en fondos hedge funds, que pueden incluir riesgos asociados con la inversión en ventas al descubierto, opciones, acciones de pequeña capitalización, "bonos basura", derivados, títulos depreciados, títulos no estadounidenses e inversiones sin liquidez.

Futuros administrados: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en programas de futuros administrados. Por ejemplo, no todos los gestores se enfocan en todas las estrategias en todo momento, y las estrategias de futuros administrados pueden tener factores de dirección sustanciales.

Bienes raíces: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en productos de bienes raíces y fideicomisos de inversión en bienes raíces. Implican riesgos asociados con deuda, cambios adversos en las condiciones económicas generales o del mercado local, cambios en la normativa o la legislación gubernamental, impositiva, de bienes raíces o urbanística, riesgos asociados con peticiones de aporte de capital y, para algunos productos de bienes raíces, riesgos asociados con la capacidad de calificar para un tratamiento favorable conforme a la legislación impositiva federal.

Capital privado: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en capital privado. Las peticiones de aporte de capital pueden realizarse con poca anticipación y su incumplimiento puede provocar importantes consecuencias negativas, incluida, entre otras, la pérdida total de la inversión.

Cambio de divisas/riesgo cambiario: los inversionistas en títulos de emisores ubicados fuera de los Estados Unidos deben estar al tanto de que, incluso para títulos con denominación en dólares estadounidenses, los cambios en el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la divisa "local" del emisor pueden tener efectos inesperados en el valor de mercado y la liquidez de dichos títulos. Estos títulos también pueden verse afectados por otros riesgos (por ejemplo, cambios políticos, económicos o normativos) que el inversionista estadounidense pueda desconocer.

Las opiniones sobre inversiones de UBS Chief Investment Office (“CIO”) son elaboradas y publicadas por el negocio Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por FINMA en Suiza) o sus filiales (“UBS”).

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

Análisis de inversión genérico – Información sobre riesgos:

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

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

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

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

La inversión en opciones y futuros no es recomendable para todos los inversores, operar en estos instrumentos conlleva riesgos y ello podría ser apropiado solamente para inversores sofisticados. Deberá consultar una copia de «Las características y los riesgos de las opciones estandarizadas» antes de comprar o vender opciones y también para obtener una descripción completa de los riesgos que estas entrañan. Lea el documento en <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> o solicite una copia a su asesor financiero.

La inversión en inversiones estructuradas entraña riesgos considerables. Recomendamos leer el material de oferta correspondiente para obtener un análisis detallado de los riesgos de invertir en cualquier inversión estructurada en particular. Las inversiones estructuradas son obligaciones sin garantía de un emisor dado, con una rentabilidad ligada al rendimiento de un activo subyacente. Dependiendo de los términos y las condiciones de la inversión, los inversores podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión según el rendimiento del activo subyacente. Por otro lado, los inversores también podrían perder toda su inversión si el emisor se declara insolvente. UBS Financial Services Inc. 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 una inversión estructurada no equivale a invertir directamente en el activo subyacente. La liquidez de las inversiones estructuradas puede ser limitada o nula y los inversores 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 opciones de compra y, si los inversores ejercen ese derecho de forma anticipada, dejarían de obtener una rentabilidad y es posible que no pudieran volver a invertir en inversiones similares en condiciones similares. Las inversiones estructuradas incluyen costes 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 Financial Services Inc. y sus empleados no proporcionan asesoramiento fiscal. Se recomienda a los inversores que consulten sobre su situación tributaria con su propio asesor fiscal antes de invertir en cualquier título.

Información importante sobre Estrategias de Inversión Sostenible: El objetivo de las estrategias de inversión sostenible es considerar e incorporar factores ambientales, sociales y de gobierno (ESG, por sus siglas en inglés) en el proceso de inversión y en la construcción de carteras. Las estrategias aplicadas a través de diferentes zonas geográficas y estilos abordan el análisis ESG e incorporan los resultados de distintas maneras. La incorporación de factores ESG o las consideraciones sobre la Inversión Sostenible pueden inhibir la capacidad del gestor de la cartera de participar en algunas oportunidades de inversión que en otras circunstancias serían congruentes con su objetivo de inversión y otras estrategias de inversión principales. Las rentabilidades de una cartera que consiste principalmente en inversiones sostenibles pueden ser inferiores o superiores que las de las carteras en las cuales su gestor no considera los factores ESG, las exclusiones u otras cuestiones relativas a la sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para dichas carteras pueden ser diferentes. Las compañías no cumplen necesariamente con niveles de rendimiento elevados en todos los aspectos de ESG o de cuestiones vinculadas a las inversiones sostenibles; tampoco existe garantía alguna de que una compañía vaya a satisfacer las expectativas relacionadas con la responsabilidad empresarial, la sostenibilidad y/o el rendimiento de impacto.

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

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

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

Versión B/2022. CIO82652744

© UBS 2022. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.