



Diciembre 2009

UBS global outlook

2010 Estar alerta y ser ágil

Economía	Recuperación encarrilada pero perspectivas inciertas
Mercados emergentes	El crecimiento económico debe ofrecer rentabilidades sólidas
Renta fija	Riesgo para la deuda pública, preferimos los corporativos
Renta variable	La estabilidad de los beneficios sostiene los precios
Divisas	Centrados en mercados emergentes y productores de materias primas
Materias primas	Recuperación de los precios, especialmente de la energía

Este informe ha sido elaborado por UBS Financial Services Inc. («UBSFS») y UBS AG.

Por favor, consultar las consideraciones legales que aparecen al final del documento.

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras. Los precios del mercado indicados son precios de cierre de la correspondiente bolsa principal. Esto rige para todos los gráficos y tablas de rentabilidad contenidos en esta publicación.

Editorial	4
Temas clave	5
Estrategia de inversión	6
Alejarse del abismo	
Economía	8
Una recuperación desigual	
Divisas	11
Las tendencias se acercan a su límite	
Renta variable	14
El fin del apoyo público centra la atención	
Renta fija	17
Riesgo para la deuda pública	
Clases de activos no tradicionales	
– Sector inmobiliario	20
Es hora de centrarse en la calidad	
– Materias primas	21
Unas perspectivas positivas pero más selectivas	
– Hedge funds	22
A rebufo de los mercados de renta variable	
– Private equity	23
Surgen oportunidades tras la recesión mundial	
Rentabilidad del mercado financiero	24
Detalles de la publicación	25



Andreas Höfert



Walter Edelmann

Estimados lectores:

Al reflexionar sobre los vaivenes de la fortuna en el 2009 y considerar el año próximo, creemos que la incipiente recuperación económica mundial es tranquilizadora pero incompleta. Todavía hay puntos débiles. El desempleo sigue aumentando y, después de años de excesos financiados con deuda, el gasto de los consumidores es muy débil en muchos países. Pero los esfuerzos de los políticos de todo el mundo –inundando el sistema de liquidez, recortando tipos de interés e impuestos, subsidiando el consumo y efectuando gasto– parecen haber detenido la hemorragia, al menos por ahora.

Si se compara con el desalentador panorama de marzo de 2009, cuando la renta variable mundial había perdido casi la mitad de su valor desde el pico de 2007, la confianza ha resucitado y ha ayudado a restablecer el orden en los mercados financieros. Esperamos que la dinámica de la economía en 2010 sostenga los precios de los activos empresariales, pero observamos que el final del apoyo público podría moderar el rendimiento e incluso provocar fases de debilidad. Las economías emergentes continuarán superando al resto del mundo, lo que refuerza el potencial de beneficios de las empresas expuestas a su dinamismo e implica una fuerte demanda mundial de materias primas, así como apoyo estructural para las divisas de los mercados emergentes y su deuda pública.

Pero, aunque la recuperación pueda haber calmado los turbulentos mercados financieros, los problemas podrían resurgir. Destacamos la masiva acumulación de reservas de divisas y el elevado déficit por cuenta corriente de EE.UU. como riesgos estructurales significativos para las perspectivas económicas y financieras, así como la alarmante acumulación de deuda y déficits públicos en EE.UU. y muchos otros países desarrollados. Después del gasto masivo y el aumento de liquidez, los políticos deben ahora estar atentos a la sostenibilidad de la recuperación y ser lo bastante ágiles como para cambiar sus posiciones acomodaticias sin provocar una subida de la inflación, un fuerte repunte de las rentabilidades de los bonos o inestabilidad en los mercados de divisas.

Nuestro escenario central para la economía mundial asume una recuperación sostenida con baja inflación; sin embargo, no ignoramos la posibilidad de retrocesos a lo largo del próximo año. Empezamos el 2010 con una posición cautamente optimista. Creemos que se han revalidado los beneficios de la diversificación para las carteras y que esta puede desempeñar un papel importante en 2010, igual que unos cambios tácticos oportunos entre diferentes clases de activos y sectores.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'A. Höfert'.

Andreas Höfert

Global Head Wealth Management Research

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'W. Edelmann'.

Walter Edelmann

Head Global Investment Strategy

Principales opiniones de inversión

Recuperación económica encarrilada pero perspectivas inciertas

Esperamos que la economía mundial continúe su recuperación en 2010, pero también vemos desequilibrios. Las percepciones del riesgo se normalizarán en 2010, pero eso no significa un viaje tranquilo. Una cartera bien diversificada contribuirá a suavizar el rendimiento y aparecerán oportunidades tácticas de los movimientos del mercado durante el año.

El crecimiento de los mercados emergentes se traduce en rentabilidades sólidas

Muchas economías emergentes superarán el crecimiento económico del mundo desarrollado. Esto se traducirá en un crecimiento más rápido de los beneficios y en mayores rentabilidades del mercado de renta variable. Aunque las valoraciones de los bonos de mercados emergentes son menos atractivas que a principios de año, los precios actuales no son caros dada la mejora de los fundamentales económicos.

Riesgo para la deuda pública, a favor de los bonos corporativos

Varios factores apuntan a un sólido rendimiento de los bonos corporativos en 2010, especialmente comparado con las malas perspectivas de la deuda pública. Los inversores cautos deberían cambiar parte de su exposición en deuda pública a bonos corporativos con grado de inversión a medio plazo; los de mayor tolerancia al riesgo deberían considerar los bonos corporativos de alta rentabilidad.

La estabilidad de los beneficios sostiene los precios de la renta variable

Dadas las previsiones de recuperación económica y de la confianza empresarial, creemos que los beneficios mejorarán en la primera parte de 2010. Empezamos el año con una posición cíclica, preferencia por la renta variable de la zona euro y los mercados emergentes y unas perspectivas positivas para los sectores de energía, materiales y tecnología. El fin del apoyo público es un riesgo para la renta variable y determinará la preferencia por un sesgo cíclico o defensivo durante el año.

Centrados en las divisas de los mercados emergentes y los productores de materias primas

Los factores que dominaron los mercados de divisas en 2009 –la debilidad del USD y la búsqueda de divisas de mayor rentabilidad– no ejercerán tanta influencia en 2010. Esperamos que el USD siga débil y que las divisas de los mercados emergentes y los productores de materias primas se estabilicen a niveles más fuertes que en 2009.

Recuperación de los precios de las materias primas, especialmente de la energía

Se extiende la reactivación de la economía mundial, con una expansión robusta de la producción industrial del mundo desarrollado, y esperamos que los precios de las materias primas suban en 2010. El contexto fundamental de la oferta y la demanda varía mucho entre sectores y dentro de los mismos. En la primera mitad de 2010, el precio del crudo subirá debido a una fuerte demanda sostenida

Alejarse del abismo

Esperamos que la percepción del riesgo se siga normalizando en 2010. Seguimos encontrando valor en los activos corporativos y también destacamos las nuevas oportunidades de crecimiento. Los bonos parecen caros.

Convencidos de la recuperación

Después de estar al borde de una profunda depresión, el 2009 será recordado como el año en que la economía mundial volvió a levantarse. Afectados por un nuevo brote de pánico en el mercado durante los primeros meses del año, los activos de riesgo se abarataron enormemente. Nuestro análisis entonces sugería que los inversores deberían volver a entrar en la renta variable, y especialmente en los bonos corporativos, como alternativas a la seguridad de los activos monetarios y la deuda pública. Al haber más evidencias que confirmaban la recuperación económica, se produjo una importante recuperación. Esta tendencia alcista perduró hasta el cuarto trimestre, aunque a un ritmo más contenido (véanse los gráficos 1 y 2).

Hacia la normalización

La normalización tiende a seguir a los periodos de turbulencias extremas en los mercados financieros. Casi por definición, las situaciones extremas se producen raramente y suelen ser el resultado de tensiones acumuladas en el sistema. En el caso de la crisis financiera mundial, fue el pésimo estado de los balances bancarios lo que produjo un efecto dominó cuando los valores de los activos subyacentes – fundamentalmente los activos inmobiliarios de EE.UU. – se deterioraron. Aunque continúa el saneamiento de los balances, la mayoría de los grandes bancos se

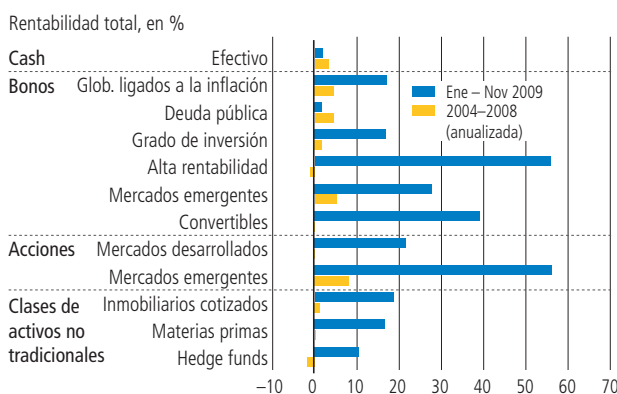
han recapitalizado y los precios de la vivienda en EE.UU. se han corregido hasta niveles más razonables.

La normalización implica que la percepción de riesgo extremo del mercado por parte del inversor disminuye cuando los eventos se desvanecen. Esto debería continuar beneficiando a los activos de riesgo. Sin embargo, también implica que resurgirá un comportamiento más normal de los precios, incluido el riesgo de recortes por las incertidumbres económicas que nos depara el futuro.

Los activos corporativos aún son atractivos

La recuperación de los activos de riesgo desde marzo eliminó rápidamente el enorme potencial alcista de valoración que disfrutó la renta variable en el cenit de la crisis financiera. Sin embargo, nuestros cálculos sugieren que los mercados financieros todavía no han exagerado y que tanto la renta variable mundial como los bonos corporativos aún son atractivos. En particular, la renta variable de la zona euro y del Reino Unido parece la más atractiva entre las bolsas desarrolladas. Sin embargo, la deuda pública a largo plazo parece cara por su valoración y la recuperación económica ejercerá presión a la baja sobre su precio. Por tanto, recomendamos que los inversores trasladen parte de su exposición de la deuda pública a los bonos corporativos.

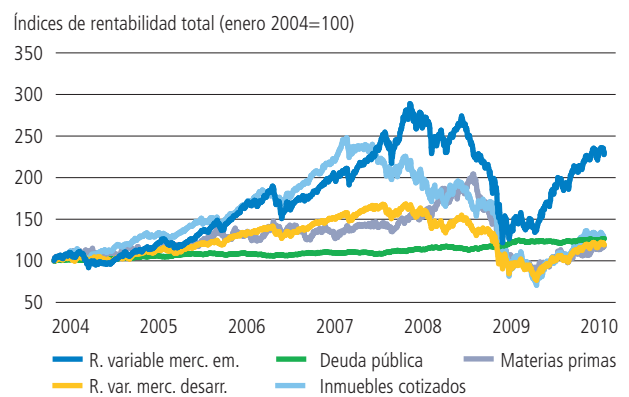
Gráf. 1: Rentabilidad de las principales clases de activo



Fuentes: Bloomberg, GPR, HFR, J.P. Morgan, Merrill Lynch, MSCI, Thomson Reuters, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras. Los precios del mercado indicados son precios de cierre de la correspondiente bolsa principal.

Gráf. 2: Rentabilidad por clases de activos



Fuentes: GPR, J.P. Morgan, Merrill Lynch, MSCI, UBS WMR

Cuidado, que vienen baches

Una mayor normalización del riesgo no significa que el viaje vaya a ser tranquilo. Una cartera bien diversificada debería ayudar a obtener un buen rendimiento en 2010 (véase el recuadro en la página 7 para más detalles) y surgirán oportunidades para movimientos tácticos a lo largo del año. El calendario de las subidas de tipos por parte de los bancos centrales será crucial. Para la deuda pública, las primeras subidas de tipos deberían ser negativas, pero un ajuste de la política monetaria también podría desencadenar un retroceso general en los mercados financieros. No obstante, esperamos que la renta variable y las materias primas generen una rentabilidad positiva aceptable en 2010. En los valores inmobiliarios cotizados vemos un mayor riesgo, ya que los precios también han subido mucho, a pesar del exceso de oferta.

Un enfoque táctico ágil sería valioso en caso de un retroceso importante del mercado. Hay que vigilar estrechamente las declaraciones de política monetaria y la evolución de la economía para establecer un posicionamiento óptimo. Aunque resulte irónico,

observamos que una debilidad sostenida de la demanda final podría ayudar a mejorar el rendimiento de los mercados financieros en 2010, ya que impondría limitaciones a las subidas de tipos de los bancos centrales. Una inflación mayor de lo esperado sería un riesgo importante para los bonos y la renta variable, al aumentar los temores a una subida de tipos.

2010: oportunidades de crecimiento emergentes

Los mercados emergentes deberían continuar generando sólidas oportunidades de crecimiento. Aunque su rendimiento puede ser heterogéneo debido al escaso desarrollo de sus mercados financieros, esperamos que las inversiones bien dirigidas en los mercados emergentes generen rentabilidades atractivas. Además, la inversión en nuevas tecnologías ofrece exposición a un potencial de crecimiento por encima de la media. Asimismo, creemos que el 2010 será un buen año para los activos que ayuden a afrontar los principales retos medioambientales del mundo, como el calentamiento global y la escasez de alimentos y agua potable.

Valorar oportunidades y riesgos

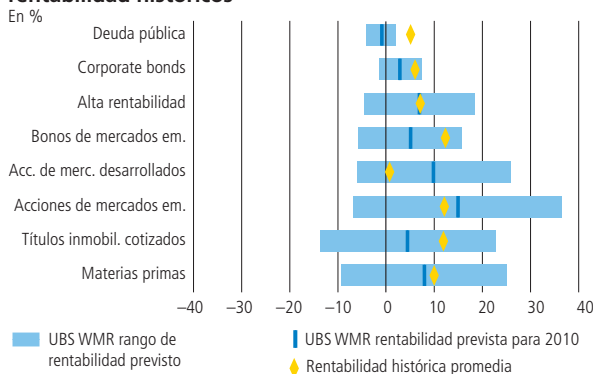
Dada la vigente recuperación económica, vemos más potencial al alza en la renta variable, los bonos corporativos y los índices generales de materias primas (véase el gráfico 3). Aunque las perspectivas económicas implican un riesgo considerable, las valoraciones favorables sugieren que los inversores deberían seguir expuestos a los títulos corporativos durante la primera parte del 2010. Para mantener esta posición, será importante determinar si el ciclo de beneficios ha iniciado realmente una recuperación.

Es probable que la deuda pública ofrezca rentabilidades escasas en 2010. Preferimos reducir la exposición general a la misma y desaconsejamos los vencimientos a largo plazo. Sin embargo, la deuda pública todavía puede desempeñar un importante papel para los inversores, protegiéndolos contra riesgos de eventos extremos, como un repentino impacto negativo en la economía mundial. En general, los potenciales beneficios de diversificación de la mezcla de renta variable y bonos de alta calidad y largo plazo deberían considerarse atentamente. Es necesario evaluar dichos beneficios en el contexto de nuestro principal escenario para 2010, que prevé una subida de los tipos de los bonos y, por tanto, rendimientos decepcionantes.

Con las inciertas perspectivas de inflación, creemos prudente invertir parte de una cartera en activos que puedan ajustarse a la inflación, además de la renta variable. En

particular, esperamos que las materias primas brinden importantes beneficios de diversificación en 2010. El oro podría debilitarse en el improbable caso de un desvanecimiento de los riesgos relacionados con los elevados déficits públicos. Sin embargo, otras materias primas, como el petróleo, pueden ofrecer un buen rendimiento en un entorno de recuperación económica sostenida e inflación benigna.

Gráf. 3: Rentabilidades previstas para 2010 y rangos de rentabilidad históricos



Nota: El rango de rentabilidad muestra una desviación estándar anualizada +/- de la rentabilidad esperada para 2010, basada en las rentabilidades mensuales de los últimos 10 años. La rentabilidad media histórica es la media compuesta de la rentabilidad anual durante los últimos 10 años.

Fuentes: J.P. Morgan, Merrill Lynch, MSCI, GPR, Bloomberg, Thomson Reuters, UBS WMR

Una recuperación desigual

Esperamos que la recuperación económica continúe en 2010. En cualquier caso, los cimientos de la economía mundial aún carecen de la estabilidad necesaria para emitir una señal clara.

Economías desequilibradas

La crisis financiera ha demostrado, incluso a los escépticos, que la acción gubernamental puede reactivar la economía después de que eventos traumáticos amenazaran con su colapso. A finales de 2008 y principios de 2009, las economías avanzadas entraban en la peor recesión de los últimos 50 años. El volumen del comercio internacional se redujo un tercio y se disparó el desempleo. Pero, a mediados de 2009, la mayoría de países habían vuelto al crecimiento, aunque modesto, y algunos esperaban un crecimiento fuerte a principios de 2010.

Este resultado hubiera sido imposible sin las medidas de estímulo fiscal y monetario implementadas por los gobiernos. Sin embargo, el crecimiento económico sostenible aún está lejos en muchos países, lo que sugiere que las políticas seguirán siendo acomodaticias durante varios trimestres. Aunque sea necesario para sostener la dinámica de recuperación, este enfoque supone riesgos a largo plazo, como elevados déficits públicos y mayores presiones inflacionistas.

Considerando las perspectivas económicas para 2010, vemos un mundo muy desequilibrado. Podríamos dividir la economía mundial en tres grupos distintos: los endeudados perezosos, los exportadores desarrollados reactivados y los dinámicos mercados emergentes y productores de materias primas. (En la página 10 hay previsiones macroeconómicas detalladas para muchos países y regiones.)

Los endeudados perezosos

A pesar de su enorme endeudamiento, EE.UU. presentó un fuerte crecimiento económico hacia finales de 2009, aunque menos llamativo si descontamos el efecto de la reposición de inventarios y el consumo subsidiado con dinero público. La actividad inversora y la demanda del consumo no subsidiado, dos componentes esenciales del PIB para conocer la fortaleza de la economía de EE.UU., siguen débiles. El elevado desempleo continuará subiendo hasta principios de 2010 y, aunque la situación mejore, se puede estabilizar en un nivel alto. Los hogares continúan reduciendo su deuda y aumentando los ahorros. Por eso no creemos que el consumo privado se convierta en un motor de la economía de EE.UU. a corto plazo.

Tampoco anticipamos un fuerte aumento de los tipos de interés en EE.UU.; es probable que la Fed se mantenga a la espera hasta mediados de 2010, cuando el mercado laboral de EE.UU. empiece a mejorar. Mientras tanto, la baja utilización de la capacidad impide que las empresas aumenten significativamente sus actividades inversoras. Por tanto, cuando se atenúen las medidas de estímulo fiscal y se agote el ciclo de inventarios – probablemente a finales de la primera mitad de 2010 – hay un grave riesgo de recaída de la economía de EE.UU. Lo mismo puede ocurrir en otros países en fase de desapalancamiento, como el Reino Unido, España e Irlanda, afectados también por una fuerte subida del desempleo y hogares muy endeudados.

Los exportadores desarrollados reactivados

La crisis financiera ofreció dos sorpresas positivas. La primera fue la resistencia de los mercados emergentes, que analizaremos luego con más detalle. La segunda fue el aumento mucho más contenido de la tasa de desempleo en Europa, aunque la recesión fue igual o peor que en los países en fase de desapalancamiento. Esta aparente anomalía se explica por el trabajo a tiempo parcial subsidiado y las costosas fricciones del mercado laboral. Además, no toda Europa vivió una crisis del sector de la construcción, ni su sector financiero es tan importante para la economía general como en el Reino Unido y EE.UU.

No hay garantía de que la resistencia relativa de estos países se mantenga. Algunos subsidios laborales y otras medidas de estímulo terminarán en la primera mitad de 2010. Además, el BCE, que mantuvo una política monetaria acomodaticia en 2009, podría iniciar el ajuste mucho antes que la Fed, impulsando aún más la apreciación del euro frente al dólar estadounidense.

Esperamos un crecimiento económico positivo para Japón en los próximos trimestres, pero la recuperación total aún está lejos. El mercado laboral japonés sigue muy débil y los salarios caen con fuerza al recortar las empresas sus costes en respuesta a unos menores ingresos. Las presiones deflacionistas son intensas ya que los consumidores intentan estirar sus menguadas nóminas. Y, aunque las medidas de estímulo han sido esenciales para sostener la economía, el impulso del gasto público parece haber tocado techo.

Aunque prevemos menos crecimiento económico para la zona euro y Japón que para EE.UU. en 2010, creemos que el crecimiento en Europa y Japón estará más distribuido por toda la economía, especialmente en términos de consumo privado y actividad inversora empresarial. Las exportaciones también deberían ser sólidas en los sectores expuestos a los mercados emergentes. Sin embargo, las empresas exportadoras europeas tendrán que exhibir cierto poder sobre los precios para resistir una mayor apreciación del euro.

Los dinámicos mercados emergentes y productores de materias primas

El fuerte crecimiento económico chino en el primer trimestre de 2009 fue sorprendente, dada la intensidad de la crisis financiera. Pronto fue seguido por repuntes en Corea del Sur y los productores de materias primas, Australia y Noruega. La región Asia-Pacífico y los productores de materias primas se están beneficiando claramente del auge chino.

A primera vista, el repunte chino parece ser el resultado de un paquete de gasto público que, respecto al PIB, fue incluso mayor que el de EE.UU. Sin embargo, la gran diferencia entre China y los países desarrollados está en la calidad de su crecimiento. Respecto a la demanda, las perspectivas cíclicas en China y otros mercados emergentes grandes son mucho más amplias que en los países occidentales.

Pero China y el sudeste asiático aún son demasiado pequeños para cargar con el peso de la economía mundial sobre sus hombros, como hicieron los consumidores de EE.UU. durante estos últimos años (véase el recuadro de la página 9 para más detalles). Además, el crecimiento en los países emergentes demanda más materias primas que en los desarrollados, lo que podría impulsar al alza los precios de la energía y lastrar la demanda del consumo final en las economías avanzadas.

¿Puede Asia llevar el peso del mundo sobre sus hombros?

Asia ha resistido sorprendentemente bien la crisis crediticia y la posterior recesión mundial. La crisis en Asia pasó factura a los sectores exportadores, pero las economías en general se mantuvieron indemnes. Así que todas las miradas se fijan en Asia, esperando que la demanda de la región impulse el crecimiento económico mundial ahora que los países en fase de desapalancamiento, especialmente EE.UU., sufren el elevado peso de su deuda.

Aunque Asia alberga un 60% de la población mundial, su aportación al producto económico es mucho menor (véase el gráfico 4). Medido en términos de tipos de cambio del mercado, Asia aporta sólo un 22% al PIB mundial. Excluido Japón, la aportación se reduce al 14%. Medido en términos de poder adquisitivo (con un dólar estadounidense se compran bastantes más bienes y servicios en Pekín que en Nueva York), la aportación de Asia al PIB mundial sube casi al 30%; un tercio de esta cifra procede de China y sólo un quinto de Japón.

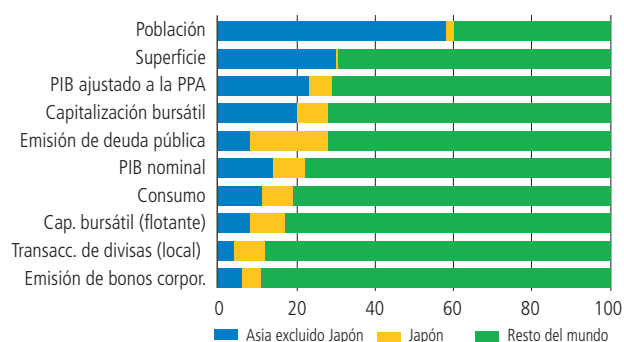
Creemos que la demanda del consumo asiático continuará aumentando en el futuro, beneficiando a las empresas expuestas a esta región. Sin embargo, la base de consumidores de Asia es pequeña y tardará años en aproximarse al peso de EE.UU. y Europa. Como las tasas de ahorro son mucho más altas en Asia que en las economías desarrolladas –en China se ahorra uno de cada dos renminbis ganados–, sólo una novena parte del consumo mundial se gasta en Asia excluido Japón. Por tanto, para compensar una caída del 1% en el consumo de EE.UU., que representa casi el 30% del consumo mundial, la demanda de los con-

sumidores asiáticos tendría que crecer un 3% más de su tasa de crecimiento normal.

Aunque el consumo de Asia todavía es modesto comparado con los países desarrollados, su importancia es vital en algunas zonas. Asia desempeña ahora un papel crucial en la demanda mundial de materias primas. La región contribuye también de forma desproporcionada al crecimiento mundial, dado su notable diferencial de crecimiento respecto a los países desarrollados. Aunque el consumo de Asia todavía es pequeño para compensar un menor crecimiento de la demanda en las economías avanzadas, su ascenso es firme y su impacto rivalizará pronto con las economías de EE.UU. y Europa.

Gráf. 4: Asia aún tiene mucho margen para crecer

Asia en determinadas magnitudes demográficas, económicas y financieras, en %



Fuente: AsianBondsOnline, BIS, Bloomberg, CIA World Factbook, BCE, FMI, Thomson Reuters, ONU, Departamento del Tesoro de EE.UU., worldatlas.com, UBS WMR

El debate de inflación y deflación

Creemos que la inflación seguirá contenida en la mayoría de países desarrollados en 2010, dada la baja utilización de la capacidad y el aumento del desempleo. Esto debería permitir a los bancos centrales mantener una política monetaria expansiva, al menos hasta mediados de 2010. Sin embargo, las consecuencias a largo plazo de la abundante liquidez y la elevada deuda pública seguirán siendo un reto para la política monetaria.

Las llamadas «estrategias de salida» de los bancos centrales (drenar el exceso de liquidez creado tras la crisis financiera) no deberían ser apresuradas, pero tampoco demasiado lentas: un reto difícil. Si el ajuste es demasiado rápido, hay un fuerte riesgo de debilitar la economía. Si se mantiene demasiado tiempo, aumentarán los riesgos de inflación. Duda-

mos que todos los bancos centrales gestionen con éxito este proceso y el resultado final dependerá de sus habilidades, preferencias y objetivos. Es probable que el BCE reaccione demasiado pronto para mantener sus credenciales antiinflacionistas, mientras que la Fed podría empezar demasiado tarde por temor a los altos niveles de endeudamiento público y de los hogares.

Previsiones económicas de WMR

		Crecimiento real del PIB en %				Inflación en %				Tipos de interés		Bonos gubernamen- tales a 10 años		
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	LIBOR a 3 meses		med. 10 años		
										med. 10	fin. 10	med. 10	fin. 10	
America	EE.UU.	0,4	-2,4	2,6	3,0	3,8	-0,4	1,3	1,5	EE.UU.	0,50	1,00	4,00	4,25
	Canadá	0,4	-2,3	2,9	3,4	2,4	0,4	1,9	1,6	UEM	1,00	1,80	3,80	4,00
	México	1,3	-7,0	2,5	3,2	6,5	4,8	3,8	3,7	Japón	0,30	0,30	1,60	1,70
	Brasil	5,1	0,0	4,5	4,5	5,9	4,5	4,5	4,8	Reino Unido	0,80	1,30	4,30	4,50
Asia/Pacífico	Japón	-0,7	-5,2	2,1	1,3	1,4	-1,3	-1,3	-0,4	Suiza	0,30	0,90	2,50	2,80
	Australia	2,4	0,8	3,3	4,0	4,4	1,6	2,0	2,5	Australia	4,50	4,80	5,80	6,00
	China	9,0	8,4	9,0	8,7	5,9	-0,5	3,0	4,0	Canadá	0,80	1,50	3,80	4,00
	India	6,7	6,0	9,0	8,5	9,1	2,2	5,0	7,0	Suecia	0,50	1,20	3,80	4,00
	Resto de Asia	2,8	-0,7	5,2	4,2	5,7	1,8	2,6	3,2	China¹	2,30	2,80	4,00	4,50
Europa	UEM	0,6	-3,6	2,4	2,2	3,3	0,2	1,2	1,5	Divisas				
	Alemania	1,0	-4,7	2,1	1,7	2,8	0,2	1,7	2,2					
	Francia	0,3	-1,9	2,6	2,5	3,2	0,2	1,7	2,0	mi-10	fin 10	equilibrio³		
	Italia	-1,0	-4,6	2,1	2,2	3,5	1,0	1,9	1,9	EURUSD	1.57	1.57	1.27	
	España	0,9	-3,9	0,7	1,7	4,1	0,3	2,1	1,7	USDJPY	100	105	95	
	Reino Unido	0,6	-4,5	1,8	2,3	3,6	2,0	1,5	1,3	GBPUSD	1.70	1.70	1.73	
	Suecia	-0,4	-4,5	2,8	3,2	3,5	-0,5	1,2	1,7	USDCHF	0.97	0.99	1.19	
	Suiza	1,8	-1,4	1,7	2,1	2,4	-0,5	0,7	1,1	USDCAD	1.03	1.00	1.11	
	Rusia	5,6	-6,5	5,5	4,2	14,0	11,9	7,5	7,5	AUDUSD	0.98	0.95	0.68	
Global	2,6	-1,0	3,6	3,7	5,0	1,6	2,4	2,6	NZDUSD	0.78	0.76	0.58		

¹Tipo interbancario a 7 días en lugar de LIBOR a 3 meses; ² Moneda china; ³paridad del poder adquisitivo

Fuente: UBS

USDSEK	6.21	6.11	7.53
USDNOK	5.10	5.03	6.75
USDCNY²	6.75	6.65	n.a.

¹Tipo interbancario a 7 días en lugar de LIBOR a 3 meses; ²Moneda china; ³paridad del poder adquisitivo
Fuente: UBS

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Las tendencias se acercan a su límite

Esperamos que las divisas de los mercados emergentes y los productores de materias primas se estabilicen a niveles más fuertes que en 2009. El dólar estadounidense seguirá débil.

Los mercados de divisas, sin una dirección clara

Es improbable que los factores que dominaron los mercados de divisas en 2009 – la debilidad del dólar estadounidense y la búsqueda de divisas de mayor rentabilidad – ejerzan tanta influencia en 2010. Estas tendencias se desvanecerán porque las divisas ya difieren fuertemente de su valor justo (véase el gráfico 5). El euro, las divisas de los productores de materias primas – como el dólar australiano, el dólar canadiense, la corona noruega y el dólar neozelandés – y las divisas de mercados emergentes con tipo de cambio flotante se apreciaron con fuerza frente al dólar estadounidense (véase el gráfico 6). El yen japonés y la libra esterlina, aunque se apreciaron frente al billete verde, se mantuvieron débiles frente a la mayoría de divisas.

Un nuevo carry trade en 2009

En 2009 surgió un nuevo carry trade, que busca no sólo explotar unos diferenciales de rentabilidad más bajos que en la era del carry trade de 2005–08, sino también importantes diferencias en la estabilidad económica. Las regiones monetarias menos afectadas por la crisis financiera se beneficiaron de las expectativas de que sus respectivos bancos centrales subirían antes los tipos en 2010 y serían más agresivos que los de EE.UU., Reino Unido y Japón. Los inversores que tomaron posiciones de carry trade

relativamente pronto en 2009 obtuvieron beneficios notables, que difícilmente se repetirán en 2010. No obstante, creemos que las operaciones de carry trade continuarán ofreciendo un buen rendimiento a principios del año próximo. Creemos que el dólar estadounidense tiene más margen para depreciarse, antes de que los inversores tengan que evaluar su exposición al riesgo y deshacer sus posiciones de carry trade.

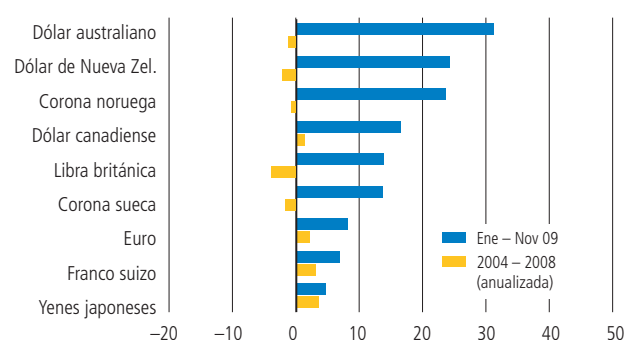
Surgirán nuevas zonas de confort

Nuestro principal escenario macroeconómico para los próximos dos años incluye una estabilización del crecimiento del PIB mundial, una inflación muy moderada y un ajuste de la política monetaria. Las economías de los mercados emergentes presentarán las tasas de crecimiento más fuertes, lo que debería favorecer a las exportaciones mundiales y a los productores de materias primas. La apreciación de las divisas de los mercados emergentes y los productores de materias primas en 2009 ya anticipaba dicho entorno favorable.

Una vez que la realidad económica confirme las expectativas, es probable que los tipos de cambio establezcan nuevas zonas de confort. Las nuevas zonas de confort para el EURUSD y el AUDUSD están ligeramente por encima de los valores de finales de 2009 (en la página 10 hay previsiones detalla-

Gráf. 5: Evolución de la divisa

Variación, en % frente al USD

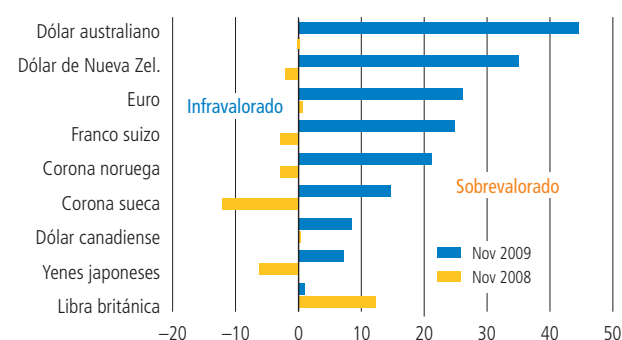


Fuentes: Bloomberg, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 6: Desequilibrios de las divisas

Desviación de la PPA frente al USD, en %



Fuente: Thomson Reuters, UBS WMR

das de los tipos de cambio para muchos países y regiones). El dólar canadiense puede fortalecerse ligeramente y la libra esterlina se mantendrá cerca de su valor justo frente al dólar estadounidense. En general, esperamos que el dólar estadounidense siga débil cuando el crecimiento mundial se normalice, ya que el desapalancamiento de los hogares durará muchos años antes de que los actores del mercado estén dispuestos a acumular nuevas inversiones a largo plazo denominadas en USD.

Para complicar las cosas, uno de nuestros escenarios de riesgo incluye una bajada del crecimiento del PIB de EE.UU. cuando se desvanezcan las medidas de estímulo y se complete la reposición de inventarios. En este caso, la aversión al riesgo, la repatriación y los flujos de capital hacia valores refugio podrían hacer subir al dólar temporalmente. Pero, como indicábamos en la edición de UBS research focus titulada «El futuro del dólar estadounidense», dicho movimiento sería efímero dadas las múltiples debilidades estructurales que afectan al dólar.

Euro: la única alternativa líquida al USD

La zona euro se diferencia notablemente de EE.UU. y otros países, lo que implica una senda diferente a largo plazo para el euro. Europa ha aumentado sus exportaciones a países distintos de EE.UU. durante la pasada década y también vemos condiciones de una demanda interna relativamente fuerte en los países de la Europa continental, que se vieron menos afectados por la crisis financiera que EE.UU., Reino Unido o Japón. Los niveles de deuda respecto al PIB no subieron tan rápidamente en la zona euro y el BCE pudo mantener unos tipos de interés más altos que los demás bancos centrales importantes. Además, la Europa continental en general no experimentó una crisis del mercado inmobiliario, como ocurrió en el Reino Unido y EE.UU. Esperamos que el BCE mantenga su rumbo prudente e incluso permita una ligera apreciación del euro antes de adoptar contramedidas.

Suiza y Japón ya no van al paso

Aunque el franco suizo y el yen japonés se usaron como divisas de financiación en el carry trade de 2005-08, el destino del franco suizo cambió rápidamente. Unos sólidos fundamentales económicos ayudaron a mantener la fortaleza del franco aunque el Banco de Suiza evitó que su moneda se apreciara mucho. Creemos que el Banco de Suiza continuará interviniendo para limitar la fortaleza del franco, pero también esperamos una depreciación moderada del franco frente al euro en cuanto el BCE suba los tipos y se amplíe el diferencial de rentabilidad.

Históricamente, el yen y el franco se han movido en tándem. Sin embargo, este patrón se desvanece a

medida que se deterioran los fundamentales de Japón. Durante la crisis financiera, la deuda pública de Japón subió al 200% del PIB, dejando al país muy expuesto al riesgo de una subida de los tipos de interés. Sería muy difícil asumir el servicio de la deuda con unas rentabilidades más altas, y creemos que las autoridades harán todo lo posible para evitar que esto ocurra. Dicho esto, creemos que pasará mucho tiempo antes de que Japón sea un destino atractivo para los inversores extranjeros. Por tanto, esperamos que el yen se debilite hasta niveles de infravaloración profunda en los años próximos.

Cautela con la libra

A principios de 2009 había temores fundados de que el Reino Unido pudiera caer en la trampa de la deflación. La situación se ha estabilizado un poco desde entonces gracias a las generosas inyecciones de liquidez por parte del Banco de Inglaterra. La ratio deuda-PIB del Reino Unido, que era una de las más bajas de Europa, ha subido rápidamente hasta la media de la UE y pronto subirá aún más. Por eso mantenemos la cautela con la libra, a pesar de su valoración deprimida frente al euro. Sólo sugerimos implementar una sobreponderación prudente en la libra cuando el crecimiento del Reino Unido sorprenda con fuerza al alza.

Australia se beneficia de las importaciones de materias primas de China y el banco central australiano ya ha empezado a subir los tipos de interés; esperamos que esto continúe favoreciendo al dólar australiano. Cualquier retroceso, si se produce, será probablemente limitado. La subida de los precios de las materias primas también debería favorecer al dólar canadiense y a la corona noruega. Sin embargo, es más probable que se aprecie la corona que el dólar canadiense, ya que la economía de Canadá afronta el reto de su estrecha relación comercial con EE.UU.

Falta mucho para apostar por un dólar alcista

Recomendamos asignaciones estratégicas en las divisas de los productores de materias primas y los mercados emergentes (véase el recuadro en la página 10 para más detalles). Entre las divisas más líquidas, tenemos una clara preferencia a largo plazo por el euro. El yen probablemente pierda su actual atractivo en cuanto los tipos de otros bancos centrales importantes vuelvan a subir. Mientras tanto, no hay que descartar la posibilidad de repuntes temporales del dólar estadounidense por una nueva ola de aversión al riesgo o la involución de posiciones de carry trade. Sin embargo, harán falta muchos años antes de que las finanzas de EE.UU. se estabilicen lo suficiente para adoptar una posición alcista respecto al dólar.

Divisas más fuertes en los países emergentes

Los fundamentales favorecen a las divisas de los mercados emergentes

Las divisas de los mercados emergentes han resistido las tormentas del pasado año y medio. Tras los traumas de 2008, unas mejores perspectivas para la economía mundial, la recuperación de la entrada de capital extranjero y un acceso mejorado a los mercados internacionales de capitales han permitido a varias divisas emergentes apreciarse notablemente frente al dólar estadounidense (véase el gráfico 7). En otras palabras, un cambio de sentido en los factores que causaron la fuerte depreciación a principios de la crisis financiera ha favorecido a las divisas de los mercados emergentes durante la reciente recuperación.

Hay que destacar otras dos fuerzas que impulsan los valores de las divisas. La primera es que gran parte del reciente fortalecimiento de la mayoría de las divisas emergentes se debe a la debilidad del dólar estadounidense. A principios de noviembre de 2009, sólo unas pocas divisas de los mercados emergentes no se habían apreciado frente al dólar estadounidense durante los doce meses anteriores. Frente al euro ocurre lo contrario; sólo unas pocas divisas valen ahora más en términos de euros que doce meses antes. Esperamos que el dólar siga débil en los próximos trimestres. Esto significa que los inversores que tienen el billete verde como divisa de referencia pueden obtener rentabilidades adicionales de sus inversiones en divisas emergentes respecto a los inversores basados en el euro o el franco suizo. Dicho esto, los riesgos de un debilitamiento de las divisas emergentes aumentarían si las perspectivas de crecimiento mundial se deteriorasen significativamente a lo largo de 2010.

La otra circunstancia importante es que muchas economías emergentes han aprendido de crisis anteriores que la liquidez es el «rey». En general, los bancos centrales de los países emergentes poseen ahora más reservas en divisas, sus bancos están mejor capitalizados y sus economías dependen menos del capital extranjero. Muchos de estos países también tienen ahora bancos centrales independientes con objetivos de inflación explícitos. En resumen, la mejora de sus normas de gobierno y la mayor estabilidad de sus fundamentales económicos confirman que las economías emergentes avanzan en la senda de convergencia con las economías desarrolladas. Los mercados emergentes son un destino inversor más seguro que hace una década, lo que mejora el atractivo a largo plazo de sus monedas.

Diferencias regionales

El rendimiento de las divisas seguirá variando entre regiones y países. Las economías exportadoras de Asia tienden a obtener superávits por cuenta corriente que reducen su dependencia del capital extranjero. Creemos que varias de estas divisas continuarán apreciándose frente al dólar estadounidense en los próximos trimestres. Dado un entorno de debilidad persistente del dólar, esperamos que el chino-

yuan reanude su apreciación gradual. Esto conlleva una subida del índice del tipo de cambio ponderado del yuan, coherente con las buenas perspectivas de crecimiento para la economía china. Esperamos que el Banco Popular de China adopte esta posición en la primera mitad de 2010, cuando se convenza de que la recuperación de las exportaciones es sostenible.

En Europa central y oriental, las perspectivas de una mayor apreciación también parecen intactas, especialmente para los países que aspiran a ingresar en la zona euro. Creemos que el zloty polaco tiene el mayor potencial de apreciación frente al euro, mientras que esperamos que la corona checa y el florín húngaro se mantengan planos frente al euro y se aprecien frente al dólar estadounidense.

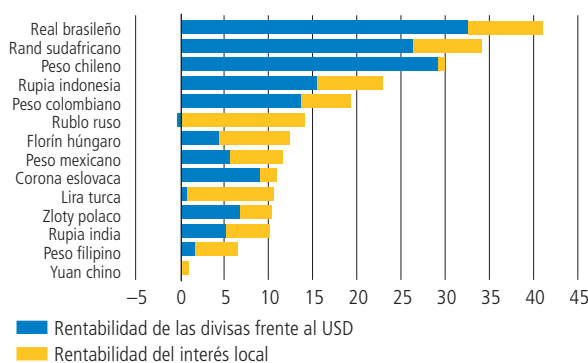
Creemos que el rand sudafricano se debilitará ligeramente frente al dólar durante el 2010, mientras que la lira turca continuará apreciándose gradualmente frente al dólar.

Consideramos que Argentina, Ecuador y Venezuela afrontan un difícil 2010 y creemos que el potencial de apreciación de sus monedas es limitado. Con una mejora de los marcos de política monetaria y fiscal en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, estos países parecen mucho más prometedores. Sin embargo, los países de la región han anunciado una serie de medidas para limitar la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense. Aunque esto podría tener un impacto a corto plazo en los tipos de cambio, no creemos que dichas medidas tengan un efecto duradero sobre el potencial de apreciación de una divisa a largo plazo.

En resumen, creemos que el 2010 será un año más difícil para las divisas de los mercados emergentes que el 2009. Sin embargo, los factores estructurales que favorecen a las divisas emergentes siguen intactos y deberían continuar ofreciendo oportunidades interesantes a largo plazo.

Gráf. 7: Buenos resultados de las divisas emergentes

Rentabilidad total frente al USD en 2009, en %



Fuentes: Bloomberg, UBS WMR

El fin del apoyo público centra la atención

El fin del apoyo público es un riesgo para la renta variable y determinará la preferencia por un sesgo cíclico o defensivo. Esperamos que la renta variable de los mercados emergentes genere fuertes rentabilidades a largo plazo.

Fuerte rebote de la renta variable

Los mercados de renta variable tuvieron un rebote impresionante en 2009 al disminuir la aversión al riesgo y atenuarse el impacto de la crisis financiera. Un elemento esencial de este cambio fueron las masivas medidas de estímulo fiscal y la política monetaria ultra-laxa en todo el mundo. La principal pregunta para el 2010 es cómo afectará a los mercados y sectores de renta variable el final de dichas medidas públicas.

Cambio del sesgo cíclico en 2010

Esperamos que la actividad económica, la confianza empresarial y los beneficios empresariales continúen mejorando durante la primera parte de 2010 (véase el recuadro en la página 16 para más detalles). Dicho entorno suele favorecer las posiciones cíclicas. Por eso empezamos el año con una preferencia por la renta variable de la zona euro y los mercados emergentes, así como por los sectores de energía, materiales y tecnologías de la información (TI).

La especulación sobre subidas de tipos de los bancos centrales y el fin de la política monetaria y fiscal acomodaticia puede incrementar la volatilidad del mercado de renta variable. El estímulo masivo no tiene precedentes, lo que limita la relevancia de las comparaciones históricas sobre el comportamiento de los mercados de renta variable durante periodos de subida de tipos. No obstante, la renta variable tiende a sufrir presión en los meses anteriores a la primera

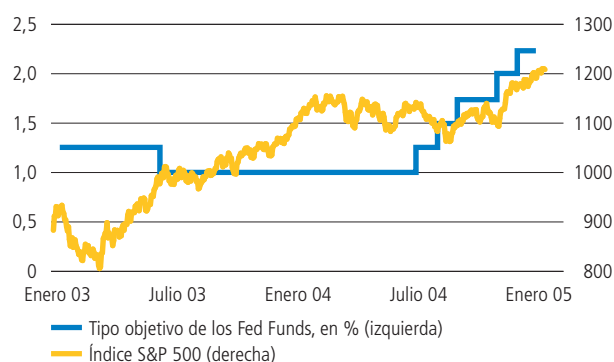
subida de tipos de la Fed y luego retrocede (véase el gráfico 8). Nuestros economistas esperan que la primera subida de tipos en EE.UU. se produzca en verano. Por eso podría resultar apropiada una posición más defensiva a partir de mediados de año. Ya teníamos preferencia por el Reino Unido debido a su atractiva valoración. Sin embargo, sus características defensivas nos podrían llevar a un incremento de la exposición a lo largo del año.

Dicho esto, la experiencia histórica demuestra que los mercados de renta variable suelen volver a subir, ya que las subidas de tipos son un signo de que la recuperación económica es sostenible. En otoño, puede que los actores del mercado confíen más en la senda de crecimiento, lo que favorecería un retorno a una posición más cíclica hacia finales de año.

Auge de los mercados emergentes

La renta variable de los mercados emergentes se ha beneficiado mucho de la caída en la aversión al riesgo, alcanzando un rendimiento superior notable en 2009 (véase el gráfico 9). Creemos que el fuerte crecimiento económico y un nuevo descenso de la aversión al riesgo continuarán favoreciendo a esta clase de activos (véase el gráfico 10). Los principales países emergentes, especialmente en Asia y Latinoamérica, apenas se han visto afectados por la crisis financiera y continuarán superando el crecimiento económico del mundo desarrollado. Esperamos que

Gráf. 8: Subidas de tipos y renta variable

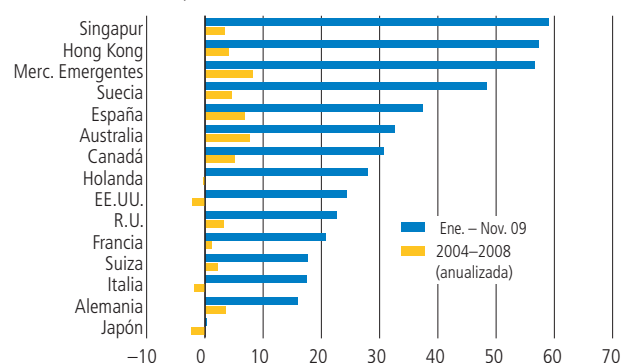


Fuentes: Thomson Reuters, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 9: Rendimiento de los mercados bursátiles

Rentabilidad total en %, en moneda local



Fuente: Thomson Reuters, UBS WMR

esto se traduzca en un crecimiento más rápido de los beneficios y, en última instancia, en mayores rentabilidades del mercado de renta variable.

Por tanto, preferimos claramente la renta variable de los mercados emergentes a largo plazo. Aunque los riesgos específicos de país son aún considerablemente mayores que en los mercados de renta variable desarrollados, una inversión diversificada puede minimizar dicha exposición al riesgo. Dicho esto, las carteras se pueden inclinar hacia determinadas regiones y países para aprovechar sus oportunidades específicas. Por este motivo empezamos el año con una preferencia por la Europa emergente, Oriente Medio y África (EMEA) y Asia frente a Latinoamérica. A corto plazo, preferimos la región EMEA porque creemos que tiene el valor más atractivo, incluso descontando los fundamentales económicos relativamente débiles. Por su parte, las elevadas tasas de crecimiento de Asia la convierten en una región atractiva a largo plazo. Latinoamérica puede volverse más atractiva durante la segunda mitad del año si los países desarrollados presentan un crecimiento económico más contenido.

EE.UU. y Japón, atentos a las variaciones de las divisas

Creemos que la renta variable de EE.UU. tiene una valoración justa, aunque no muy atractiva, con un múltiplo de 15 respecto a los beneficios esperados en 2010 (véase el gráfico 11). El impulso positivo de los beneficios empresariales a finales de 2009 debería continuar a principios de 2010. Pero el dólar estadounidense también puede desempeñar un papel determinante en el rendimiento final. En una reciente edición de UBS research focus indicábamos que el dólar estadounidense puede mantenerse débil durante los próximos años. En caso de una depreciación sostenida del dólar, aumentaría la competitivi-

dad exportadora de las empresas estadounidenses. Además, también mejoraría su rentabilidad ya que una cuarta parte de sus beneficios se genera en el exterior. Asimismo, la composición sectorial más equilibrada podría resultar ventajosa si los mercados de renta variable presentasen una tendencia lateral.

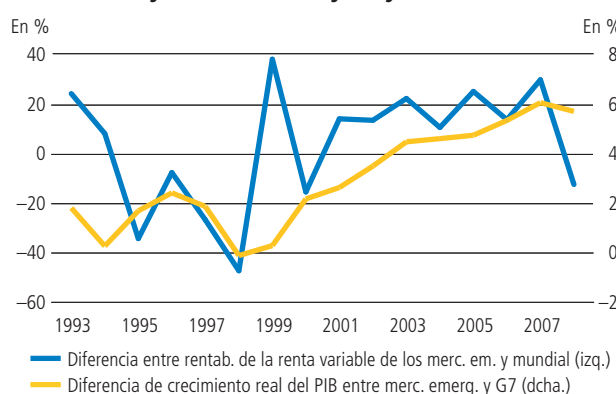
Un yen japonés fuerte, especialmente frente al dólar estadounidense, perjudica la rentabilidad de las empresas exportadoras de Japón. Sumado a la debilidad económica estructural, mantenemos la cautela respecto a la renta variable japonesa. Sin embargo, un yen más débil podría llevarnos temporalmente a una posición menos negativa en algún momento de 2010.

Un enfoque sectorial temático

De cara a 2010, preferimos los sectores que sean más sensibles a la mejora de la actividad económica mundial. A medida que los bancos centrales empiecen a subir los tipos de interés, el liderazgo sectorial se volverá más difuso. No obstante, preferimos el sector energético porque suele rendir bien en términos relativos cuando la Fed realiza el primer ajuste. Además, creemos que el sector tiene una valoración atractiva y ofrece una alta rentabilidad por dividendos. Como no esperamos que los precios del petróleo varíen mucho de los niveles actuales, los beneficios del sector energético parecen bien apuntalados.

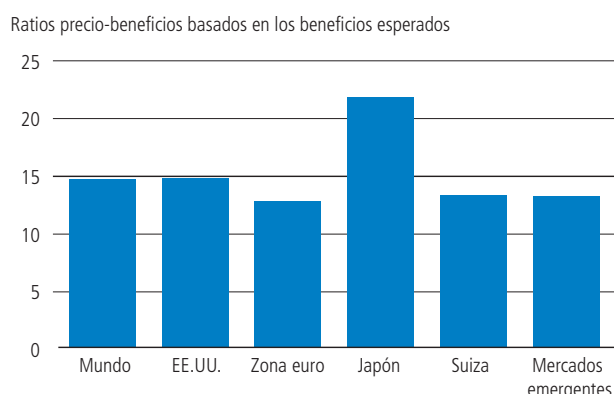
El sector tecnológico parece ser un potencial beneficiario de la demanda e inversión empresarial acumuladas. Una estabilización general de los beneficios empresariales debería confirmar la capacidad de las empresas para actualizar sus infraestructuras tecnológicas. Varios nuevos ciclos de productos que mejoren la productividad deberían favorecer una actualización significativa de sus equipamientos.

Gráf. 10: Mayor crecimiento y mayores rentabilidades



Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 11: Valoraciones de los mercados de renta variable



Nota: Datos a finales de noviembre de 2009

También destacamos nuestra Apuesta Estratégica sobre el «Aumento de la demanda del consumidor en Asia» como un tema de inversión atractivo para el año 2010 y siguientes. Hemos realizado una selección de empresas que pueden beneficiarse del aumento del consumo en Asia. Además de invertir directamente en los mercados emergentes, también se puede hacer en empresas con una elevada exposición a dichos mercados, como determinadas marcas globales en el sector de bienes de consumo básico.

Otro tema de inversión convincente es el incremento del gasto en infraestructuras. En nuestra publicación UBS research focus de septiembre de 2009, describimos varias tendencias que fomentan nuevas inversiones en infraestructuras y los factores que favorecen la inversión en títulos cotizados expuestos a este tema.

Recuperación cíclica de los beneficios en 2010

Dada la previsión de una recuperación moderada de la economía mundial en 2010, creemos que el crecimiento de los beneficios empresariales no llegará fácilmente. Sin embargo, la expansión de los márgenes también puede generar un sólido repunte de los beneficios. Como los gastos operativos ya se redujeron fuertemente en 2009, los márgenes pueden mejorar. En resumen, esperamos que los beneficios crezcan más de un 20% en EE.UU. y la zona euro durante el 2010, partiendo de niveles muy bajos.

La expansión de los márgenes impulsa el crecimiento de los beneficios

Los márgenes de las empresas no financieras se colapsaron en 2009 al caer los ingresos con mayor rapidez que los costes. Por ejemplo, el margen neto en EE.UU. se situó ligeramente por encima del 3%, frente a una media del 5,5% desde 1980. Lo mismo ocurre con los márgenes operativos de EE.UU., que se basan en los beneficios antes de deducir los pagos de intereses e impuestos (EBIT). Esta cifra cayó hasta el nivel más bajo en 30 años, un 35% por debajo de su media a largo plazo (véase el gráfico 12). Con esos bajos niveles y la incipiente recuperación económica, es posible

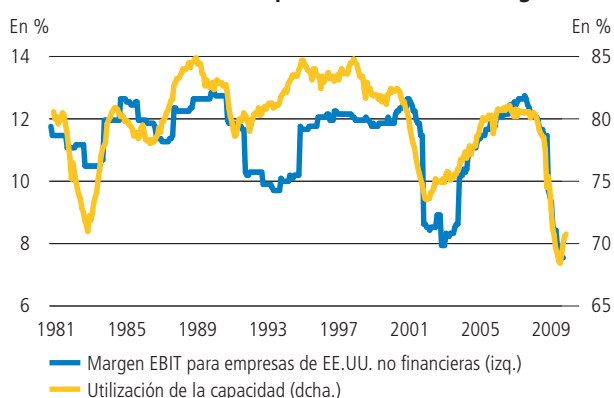
una mejora de los márgenes de beneficios en 2010. No obstante, desaconsejamos un optimismo excesivo. Según las recesiones anteriores, fue necesaria una recuperación en la utilización de la capacidad antes de que los márgenes empezaran a expandirse.

Asumiendo que los márgenes netos aumenten hasta el 3,5% en EE.UU. y las ventas de las empresas suban un 4%, que es el crecimiento nominal esperado del PIB en EE.UU., las empresas no pertenecientes al sector financiero podrían alcanzar un 15% de crecimiento de los beneficios. En Europa, los márgenes no han caído tanto como en EE.UU. Con supuestos de crecimiento similares, pero basados en una expansión de los márgenes más cauta, concluimos que los beneficios no financieros en la zona euro pueden crecer un 10–15%. Añadiendo el crecimiento de los beneficios del sector financiero, la recuperación de los beneficios en general superaría el 20% en EE.UU. y la zona euro.

Comparativa fácil para los sectores financiero, de energía y materiales

Una tasa de crecimiento de dicha magnitud puede parecer impresionante pero, dados los bajos niveles de partida del año, no es tan sorprendente. Los beneficios del sector financiero se hundieron en la primera mitad de 2009. Lo mismo es aplicable a los sectores relacionados con las materias primas, como los de energía y materiales, que tuvieron que luchar con los bajos precios de las materias primas. Desde estos débiles niveles cíclicos, esperamos ver fuertes rebotes de los beneficios de estos tres sectores en el 2010. Aunque una regulación más estricta supone un riesgo significativo para el crecimiento de los beneficios del sector financiero, esperamos que crezcan más del 70% en 2010. Por su parte, los beneficios en el sector energético de EE.UU. pueden crecer más del 60%. En el otro extremo del espectro de los beneficios están los sectores defensivos, como bienes de consumo básico, salud y servicios públicos, que sufrieron una escasa contracción de los beneficios durante la recesión. Para estos sectores preveemos una tasa de crecimiento de los beneficios más moderada, del 5–10%, en EE.UU.

Gráf. 12: El exceso de capacidad limita los márgenes



Fuentes: Thomson Reuters, UBS WMR

Riesgo para la deuda pública

Los diferenciales de los bonos corporativos ya se han reducido sustancialmente. Sin embargo, la deuda pública apenas refleja la recuperación económica y esperamos que sus precios bajen en 2010.

Entorno de rentabilidades en su banda de fluctuación

En 2009, la deuda pública se mostró en general indiferente al cambiante entorno económico, pero el rendimiento todavía variaba significativamente entre regiones (véase el gráfico 13). Las rentabilidades de la deuda pública a dos años denominada en francos suizos, euros y dólares estadounidenses se mantuvo en un margen de ± 10 puntos básicos durante casi todo el año. El margen de rentabilidades para los vencimientos a más largo plazo sólo fue ligeramente más amplio (véase el gráfico 14). Mientras tanto, las perspectivas económicas del consenso pasaron de una profunda preocupación por una posible depresión en los primeros meses de 2009, a la esperanza de una fuerte recuperación económica al finalizar el año.

Desde nuestro punto de vista, la política monetaria ofrece la clave para comprender el comportamiento aparentemente extraño del mercado de bonos. Los bancos centrales reaccionaron con decisión ante la crisis, recortando los tipos de interés casi hasta el cero y comprometiéndose a mantener los tipos bajos durante un periodo de tiempo prolongado. Esto supuso una camisa de fuerza para los bonos a corto plazo. Se implementaron medidas adicionales, la denominada expansión cuantitativa, para mantener los tipos de interés bajos a lo largo de la curva de tipos. Los bancos centrales aumentaron la liquidez y, en algunos casos, invirtieron grandes sumas en los

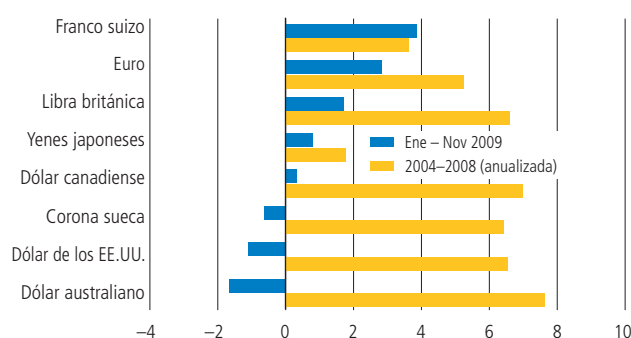
mercados de bonos. La volatilidad contenida de los tipos de interés a largo plazo puede verse como un signo de que los bancos centrales consiguieron estabilizar las expectativas de crecimiento nominal, que son el motor principal de las rentabilidades de los bonos a largo plazo.

Se espera que los bancos centrales cambien su enfoque

Con una economía mundial sobre una base más sólida, los bancos centrales cambiarán su enfoque desde evitar un colapso económico hacia los riesgos de mantener una política demasiado laxa durante mucho tiempo. Aunque esperamos que los bancos centrales relajen su control sobre el mercado de bonos en 2010, su influencia se seguirá notando. Normalmente, los bonos corren un mayor riesgo cuando los bancos centrales dejan de combatir los riesgos de recesión y empiezan a normalizar los tipos de interés. Si analizamos cómo han evolucionado los tipos de interés al final de recesiones anteriores, encontramos que las rentabilidades de los bonos a largo plazo aumentaron fuertemente durante los seis meses anteriores a la primera subida de tipos de los bancos centrales. Durante esos periodos, las rentabilidades de los bonos subieron una media de 80 puntos básicos. Comparativamente, las rentabilidades a largo plazo sólo subieron una media de 20 puntos básicos en los seis meses posteriores a la primera subida de tipos.

Gráf. 13: Rentabilidad de los mercados de renta fija

Rentabilidad total, en % y en moneda local

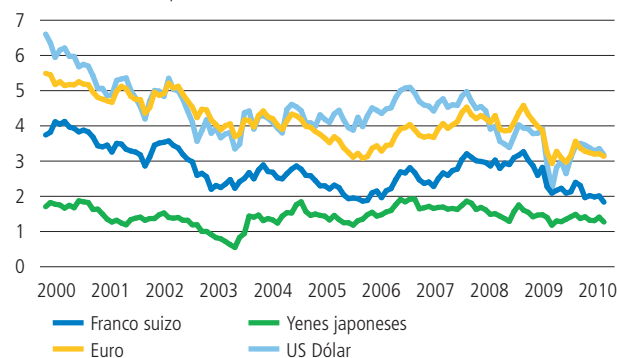


Fuentes: Bloomberg, JP Morgan, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 14: Evolución histórica de la rentab. de los bonos

Rendimientos deuda pública a 10 años, en %



Fuentes: Bloomberg, JP Morgan, UBS WMR

Asumiendo que la recuperación económica mundial continúe, esperamos que los principales bancos centrales empiecen a subir los tipos en el tercer trimestre de 2010 y creemos que los tipos a largo plazo subirán desde sus bajos niveles actuales. La oferta y la demanda también serán menos favorables para la deuda pública. Los bancos centrales y los inversores privados reducirán el volumen de nuevas inversiones en deuda pública, mientras que las emisiones privadas suelen aumentar durante una recuperación económica. Los déficits fiscales de las economías avanzadas se mantendrán elevados en 2010, en torno al 8% del PIB según datos del FMI. Dicho esto, el cambio de tendencia en las rentabilidades de los bonos puede ser limitado, dado el titubeante estado de la economía mundial. En general, recomendamos los bonos con vencimientos a corto y medio plazo, que pueden preservar el capital, y creemos que los bonos a más largo plazo corren el riesgo de generar pérdidas.

La deuda privada sigue atractiva

En 2009, el rendimiento de los bonos corporativos de alta rentabilidad denominados en USD fue destacado (véase el gráfico 15). Los diferenciales crediticios – la diferencia entre las rentabilidades de los bonos de alta rentabilidad y de la deuda pública, carente de riesgos – disminuyeron de un 18% a principios de año hasta un 7,5% en noviembre, una cifra que aún está ligeramente por debajo de los niveles alcanzados en recesiones anteriores (véase el gráfico 16). Como el rendimiento fue impulsado por este singular descenso de los diferenciales crediticios, es imposible que dicho rendimiento estelar se repita en 2010. No obstante, hay varios factores que favorecen un sólido rendimiento sostenido, especialmente si se compara con las malas perspectivas para la deuda pública.

Las empresas sanean sus balances

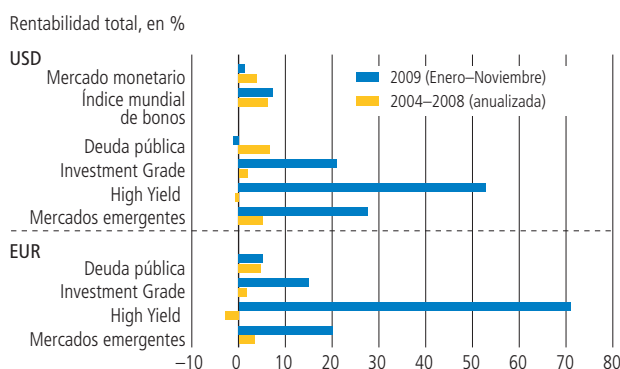
Las empresas adoptaron medidas para proteger y mejorar sus balances en 2009. Junto con unos agresivos programas de reducción de costes y medidas para cambiar el perfil de su deuda a una financiación a largo plazo, los primeros signos medibles de mejora empezaron a aflorar a finales de 2009. Creemos que esta tendencia continuará en 2010 porque las empresas se mantendrán atentas a los costes y se beneficiarán de una recuperación de los ingresos. En consecuencia, esperamos un descenso sustancial de las tasas de impago de las empresas. Por ejemplo, creemos que la tasa de impago de las empresas de alta rentabilidad de EE.UU. caerá hasta un 6-8% que, aunque elevado, está muy por debajo del 13% alcanzado en 2009.

Vuelta a la normalidad

La falta de acceso a financiación a corto y largo plazo, tanto vía créditos bancarios como por los canales de los mercados de capitales, supuso un grave riesgo para la economía general a principios de 2009. Si los gobiernos no hubieran iniciado con éxito diversos programas para reactivar los préstamos, se habría producido una crisis del crédito prolongada junto con un fuerte aumento de las quiebras empresariales. Por consiguiente, aumentó la emisión de bonos en todos los sectores y segmentos de calificación al aprovecharse las empresas de las bajas rentabilidades subyacentes de la deuda pública, la fuerte demanda de productos que generan renta entre los inversores y el cambio del préstamo bancario a la financiación vía mercados de capitales.

Aunque los bancos continuarán con su cautela a la hora de conceder créditos, no creemos que sean tan restrictivos como durante el 2009. Las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas a finales de

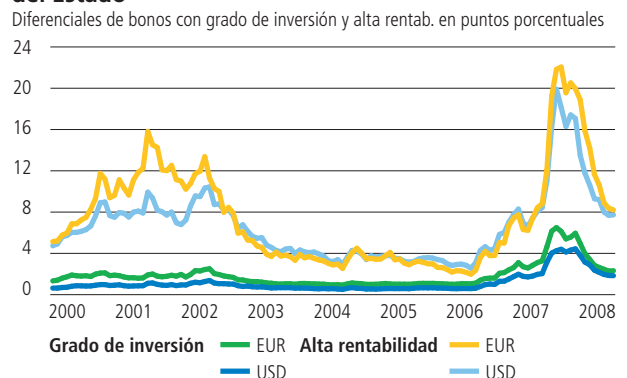
Gráf. 15: Rentabilidad de los segmentos del mercado de bonos



Fuentes: Bloomberg, J.P. Morgan, Merrill Lynch, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 16: Prima de diferencial del crédito sobre deuda del Estado



Fuentes: Bloomberg, Merrill Lynch, UBS WMR

2009 en EE.UU. y Europa muestran que ya son menos los bancos que han endurecido las condiciones de sus préstamos. La voluntad de prestar dinero a empresas y particulares también debería aumentar una vez alcanzado el cenit de la provisión para pérdidas por préstamos, que prevemos ocurra durante la primera mitad del 2010.

Otro año favorable para los bonos corporativos

Como hemos indicado anteriormente, esperamos que las rentabilidades de la deuda pública suban durante los próximos doce meses. Considerado como hecho aislado, esto implicaría presiones para

todos los tipos de bonos. Pero para los bonos corporativos, el esperado descenso de los diferenciales crediticios puede compensar la subida de las rentabilidades de la deuda pública. Para los bonos de alta rentabilidad, el descenso de la prima de riesgo crediticio podría más que compensar las mayores rentabilidades de la deuda pública. Por eso creemos que los inversores cautos deberían cambiar parte de su exposición en deuda pública a los bonos corporativos con grado de inversión con duraciones a medio plazo, mientras que los inversores con una mayor tolerancia al riesgo deberían considerar los bonos corporativos de alta rentabilidad.

Fortalecimiento de los bonos y activos monetarios de los países emergentes

En 1993, menos del 2% de los bonos emitidos en divisas por los estados emergentes obtenían la clasificación de grado de inversión. Básicamente, esto significaba que el 98% eran clasificados como «basura». Entonces, los mercados emergentes parecían ir dando tumbos de una crisis a otra. Pero ocurrió algo – varias cosas, de hecho – que ha permitido a los mercados emergentes resistir mejor que las economías desarrolladas el mayor pánico financiero desde la década de 1930.

Un factor importante es la vigente tendencia de mejora de las calificaciones en el universo de la deuda pública en divisas emitida por los mercados emergentes. En 2009, casi un 60% de los bonos de dicho universo cumplía los requisitos económicos, financieros y de gobierno asociados con una calificación de grado de inversión. Confirmando esta tendencia, en el 2009 – que no ha sido un año fácil – se han producido mejoras en las calificaciones de varios países emergentes. La implicación para los bonos de mercados emergentes es que, de media, se han convertido en un producto de inversión más seguro y esperamos que esta tendencia de mejora continúe en 2010, a pesar del riesgo de algunos retrocesos a corto plazo.

La deuda pública es atractiva...

Aunque las valoraciones de los bonos de mercados emergentes eran menos atractivas a finales de 2009 que a principios del año, no consideramos que los precios actuales estén caros, teniendo en cuenta la mejora de los fundamentales económicos. Creemos que el diferencial de rentabilidad entre el EMBI mundial – un índice de referencia muy utilizado para la deuda en divisas de los mercados emergentes – y los bonos del Tesoro estadounidense debería estrecharse de más del 3% hasta el 2,5% durante el 2010.

A pesar de las benignas perspectivas para esta clase de activos, observamos que las diferencias entre países siguen siendo pronunciadas. En primer lugar, creemos que no todos los estados emergentes más débiles han salido del

pozo. Analizando los fundamentales, los bonos emitidos por Argentina, Pakistán, Ucrania y Venezuela, por ejemplo, parecen vulnerables.

Esperamos que los riesgos en Europa central y oriental sigan disminuyendo en 2010. Aunque la región está rezagada en términos de recuperación económica, las perspectivas de convergencia económica a medio plazo parecen intactas, y creemos que los bonos de varios estados de Europa central y oriental ofrecen oportunidades interesantes a los niveles actuales.

La recuperación económica en 2009 ha sido claramente más fuerte en Asia y creemos que dicha región seguirá liderando el crecimiento económico, beneficiándose también de la vigente recuperación económica mundial en 2010. Dados los fundamentales mejorados, las benignas perspectivas de crecimiento y las sólidas calificaciones crediticias que prevalecen en la región, creemos que algunos bonos gubernamentales asiáticos ofrecen interesantes oportunidades de inversión a largo plazo.

...así como los instrumentos del mercado monetario en moneda local

También vemos oportunidades en los instrumentos del mercado monetario en moneda local. Pero después de una fuerte recuperación en 2009, la mayoría de las divisas de los mercados emergentes parecen estar cerca de su valor justo. Por eso creemos que el potencial al alza frente al dólar estadounidense es más limitado en 2010. Sin embargo, como esperamos que el diferencial de tipos de interés entre los mercados emergentes y desarrollados siga favorable para las operaciones de *carry trade* durante el 2010, los tipos de cambio podrían dispararse temporalmente (véase también la sección sobre divisas en la página 11). Pero esto aumenta el riesgo de correcciones de los tipos de cambio en una fase posterior del ciclo. Cuando se invierte en deuda denominada en moneda local, la diversificación es crucial.

Es hora de centrarse en la calidad

El sólido rendimiento por las sustanciales ampliaciones de capital ha enmascarado las diferencias de calidad entre las empresas cotizadas. Nos centramos en el segmento de alta calidad.

Nuevo capital al rescate

En 2009, las empresas inmobiliarias cotizadas han mostrado signos de salud renovada. Esto ocurre tras un año 2008 muy difícil, con mercados de capitales disfuncionales y que vio como las inmobiliarias cotizadas perdían gran parte de su valor bursátil (véase el gráfico 17). Globalmente, los fondos de inversión inmobiliaria (REIT) han captado más de 40.000 millones de USD en capital, que les ha permitido desapalancarse y ampliar los vencimientos de su deuda. Esto, a su vez, ha producido un fuerte rendimiento global para las empresas inmobiliarias cotizadas. Un aspecto particularmente sorprendente de este resurgimiento ha sido cómo han batido al sector los REIT de menor calidad. Esta «apuesta de riesgo» ha sido impulsada por la desaparición de la «amenaza de supervivencia» entre los inversores y por las recompras de posiciones cortas.

Es hora de separar el trigo de la paja

Debido al mejor rendimiento indiscriminado de los REIT de menor calidad, muchos cotizan a valoraciones que, en nuestra opinión, no se corresponden con los riesgos inherentes tanto de la economía como del mercado de bienes inmuebles comerciales (CRE). Creemos que en 2010–2012 se reflejarán las incertidumbres del mercado CRE, procedentes de los importantes vencimientos de deuda y la actual escasez de refinanciación. Preferimos estar expuestos a las empresas con carteras y tipos de inmuebles más defensivos, balances más sólidos, mejores condicio-

nes económicas de los arrendamientos y el posicionamiento óptimo para capitalizar las oportunidades de adquisición de activos en dificultades.

Suscripción, suscripción, suscripción

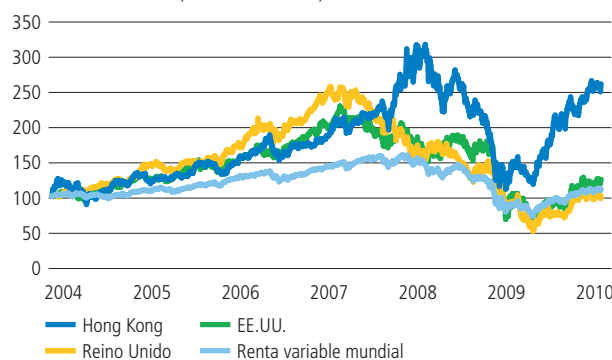
Uno de los factores que más contribuyó a la tensión de los mercados inmobiliarios mundiales, tanto comerciales como residenciales, fue la pérdida de la disciplina de suscripción entre el 2005 y principios de 2008. En 2009 parece que prestamistas, operadores e inversores se han vuelto a centrar en esa disciplina esencial. Aconsejamos a los inversores en activos inmobiliarios que presten mucha atención a los fundamentales en sus futuras inversiones, ya sean directas o a través de un vehículo de inversión.

Un comentario sobre correlación y volatilidad

Históricamente, el CRE ha sido una clase de activos descorrelacionada y de baja volatilidad. Sin embargo, la titulización de los CRE a través de la estructura de los REIT, combinada con una creciente volatilidad de las acciones del sector financiero tras los colapsos de Bear Stearns y Lehman, ha alterado significativamente el perfil comercial de los REIT. Utilizando los REIT basados en los EE.UU. como referencia, debería resultar evidente para los inversores que la compra de CRE a través de una estructura de REIT añade a la ecuación volatilidad y una significativa correlación con el mercado de renta variable (véase el gráfico 18).

Gráf. 17: Recuperación de los títulos inmobiliarios

Índice en moneda local (enero 2004 = 100)

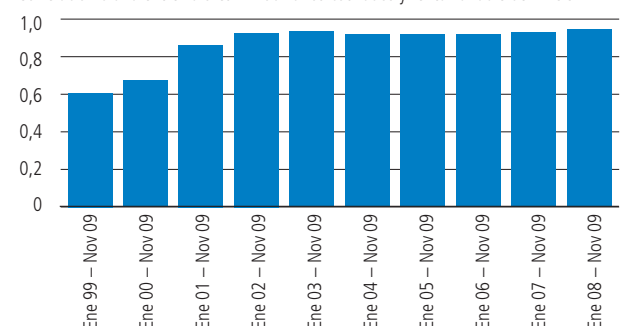


Fuentes: GPR, MSCI, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 18: Valores inmobiliarios y renta variable

Correlación diaria entre valores inmobiliarios cotizados y renta variable de EE.UU.



Nota: En el cálculo se han usado el índice de rentabilidad total de valores inmobiliarios cotizados MSCI de EE.UU. y el índice de rentabilidad total S&P 500.

Fuentes: Bloomberg, MSCI, Standard & Poor's, UBS WMR

Unas perspectivas positivas pero más selectivas

Se extiende la reactivación de la economía mundial, con una expansión robusta de la producción industrial del mundo desarrollado, y esperamos que los precios de las materias primas suban en 2010.

La demanda de los países desarrollados es crucial

Las subidas de los pedidos nuevos en las economías desarrolladas son un buen augurio de una mayor demanda de materias primas en 2010. Hasta ahora, la recuperación de los precios de las materias primas ha sido impulsada por los mercados emergentes, principalmente China. Las medidas de estímulo fiscal y monetario en China han reactivado la demanda de materias primas y los precios de los fletes (véase el gráfico 19). Factores como el arbitraje y los mayores precios en China, comparados con EE.UU. y Europa, impulsaron aún más las importaciones chinas. Como las oportunidades de arbitraje casi han desaparecido y la reposición de inventarios casi se ha completado, hace falta la demanda de los países desarrollados o una mayor debilidad del dólar estadounidense para fortalecer los precios.

Los inversores deberían ser selectivos

El rendimiento de los precios entre las materias primas ha sido diverso en 2009 y creemos que continuará así en 2010. El contexto fundamental de la oferta y la demanda varía mucho entre los diferentes sectores y también dentro de ellos, signo de que las correlaciones seguirán disminuyendo (véase el gráfico 20).

El petróleo tiene las mejores perspectivas, el carbón se recupera

Creemos que los precios del crudo subirán en la primera mitad de 2010, ya que la demanda mundial aumentará casi un 2%. Esto permitirá una normalización de los

inventarios y que la atención se centre en los problemas estructurales de la oferta. Nuestra previsión alcista para el crudo no contradice nuestra opinión sobre el gas natural. Creemos que la amplia oferta, unos inventarios al límite de almacenamiento y los elevados costes de inversión hacen que el gas natural no sea atractivo. Sin embargo, los precios del carbón, que también subieron menos que los del petróleo, deberían recuperarse. La fuerte demanda de carbón, especialmente de India y China, ha mejorado el contexto fundamental.

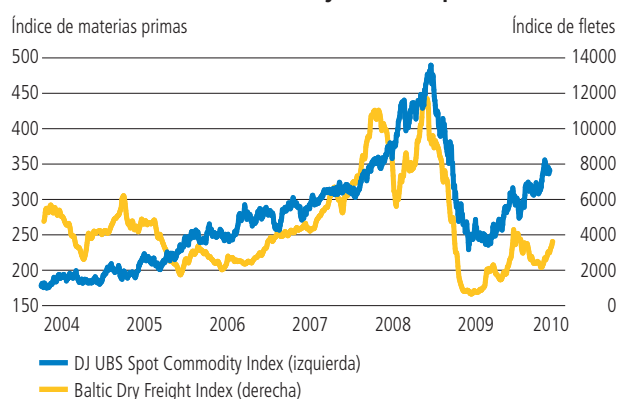
Preferimos el platino al oro

Los inversores no deberían tener unas expectativas de rentabilidad demasiado altas para los metales preciosos después de su sólido rendimiento en 2009. Preferimos el platino al oro y aconsejamos evitar la plata, ya que la oferta minera va a aumentar. La menor exposición del platino a la demanda financiera y su mayor orientación hacia la actividad industrial son positivas frente al oro.

Destaca el cobre, al igual que el maíz

En metales básicos, el cobre tiene las mejores perspectivas fundamentales debido a la limitada oferta minera y la alta exposición a los mercados emergentes. En general, esperamos un aumento gradual de los precios de los metales básicos, ya que la mayor demanda debería inducir más actividad minera. Creemos que el maíz también disfruta de unos sólidos fundamentales. Esperamos que los inventarios bajen y que la demanda sea fuerte en 2010.

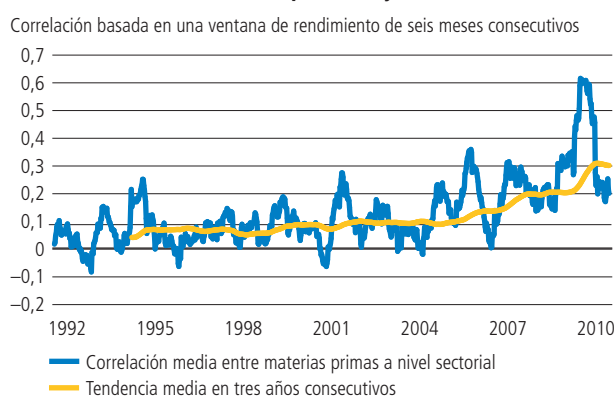
Gráf. 19: Precios de los fletes y materias primas



Fuentes: Bloomberg, DJ UBS, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Gráf. 20: Las correlaciones por debajo de la media



Fuentes: Bloomberg, UBS WMR

A rebufo de los mercados de renta variable

Los hedge funds se han recuperado y han vuelto a ganarse la confianza de los inversores. Esperamos que el entorno siga favorable.

Una recuperación parcial

En 2009, los hedge funds recuperaron casi la mitad de las pérdidas del año anterior (véase el gráfico 21). Según nuestro análisis, casi la mitad del rendimiento está vinculado a la evolución de los mercados financieros subyacentes, es decir, a la subida de la renta variable y los bonos corporativos, así como al debilitamiento del dólar estadounidense. Atribuimos la otra mitad del rendimiento al valor añadido por las decisiones de inversión activa de los gestores de hedge funds. Esta relación ha sido relativamente estable durante los últimos dos años.

La imagen contraria al 2008

En 2009, el rendimiento de los diferentes estilos de hedge funds varió sustancialmente pero, en general, se invirtieron los patrones del 2008 (véase el gráfico 22). Los fondos de arbitraje de valor relativo presentaron las mayores variaciones. En pocas palabras, estos fondos intentan explotar las discrepancias de precios entre valores relacionados tomando posiciones cortas y largas. Sin embargo, durante la crisis, los mercados presentaron unas características de riesgo muy diferentes y se rompió la esperada correlación próxima entre los instrumentos con menor liquidez y calidad crediticia que los fondos compraron, y los instrumentos con mayor liquidez y calidad crediticia que los fondos vendieron. Sin embargo, a lo largo del 2009 volvió la liquidez a los mercados financieros y los activos de los fondos se recuperaron, permitiendo

a los fondos de arbitraje obtener rendimientos en línea con los demás estilos. En consecuencia, el rendimiento por estilos resulta sorprendentemente homogéneo si se contemplan los dos últimos años.

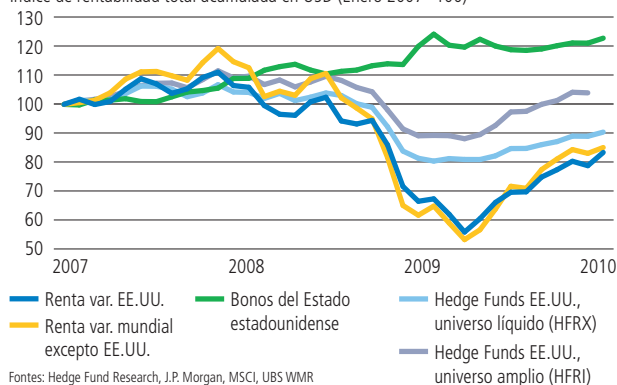
Los inversores recuperan la confianza

La crisis dejó otras marcas en el sector. La mayor necesidad de liquidez y la escasa voluntad de prestar del sector bancario dificultaron la financiación de los hedge funds. En consecuencia, los fondos operan ahora con un menor apalancamiento. Pero el impacto final sobre el rendimiento de los fondos en 2009 ha sido limitado. Esto se debe a que los importantes movimientos de los mercados financieros han proporcionado más oportunidades para los fondos. Otro cambio en el sector es la mayor proporción de plataformas de cuentas gestionadas por separado. Aunque la salida de capital se ha detenido, los inversores parecen demandar más transparencia e influencia.

Para 2010 esperamos que el entorno siga favorable. Es improbable que la volatilidad baje a los niveles anteriores a la crisis, ya que persistirá la incertidumbre sobre el entorno macroeconómico. También somos cautamente optimistas respecto a la renta variable y los bonos corporativos. Y con menos activos gestionados, creemos que la competencia por las oportunidades de inversión será menor que antes de la crisis.

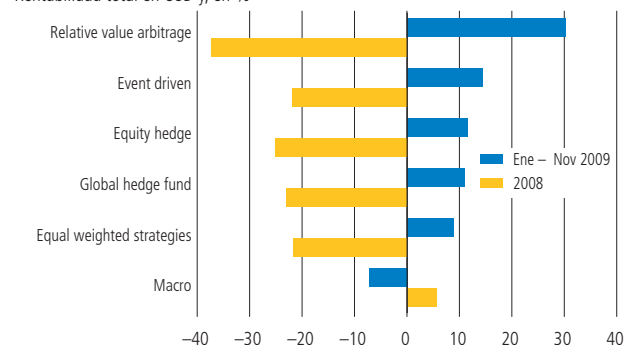
Gráf. 21: Rentabilidad de los hedge funds y otras clases de activos

Índice de rentabilidad total acumulada en USD (Enero 2007=100)



Gráf. 22: Rendimiento de índices seleccionados con estilo hedge fund

Rentabilidad total en USD y, en %



Surgen oportunidades tras la recesión mundial

Aunque es comprensible que los inversores busquen calidad tras la crisis financiera, creemos que no deberían ignorarse las atractivas oportunidades en los mercados secundarios y en dificultades (distressed).

Lo peor ha pasado

Después del fuerte descenso durante la crisis financiera, las ofertas públicas de acciones relacionadas con el capital riesgo (private equity) vuelven a niveles más normales (véase el gráfico 23). Esto coincide con nuestra opinión general de que lo peor ha pasado en el sector de capital riesgo y sus perspectivas para el 2010 son favorables. De hecho, las añadas de capital riesgo post-recesión han sido las mejores históricamente. Creemos que las oportunidades en los mercados secundarios y en dificultades pueden recompensar a los inversores de capital riesgo con horizontes de inversión plurianuales.

Mercados en dificultades

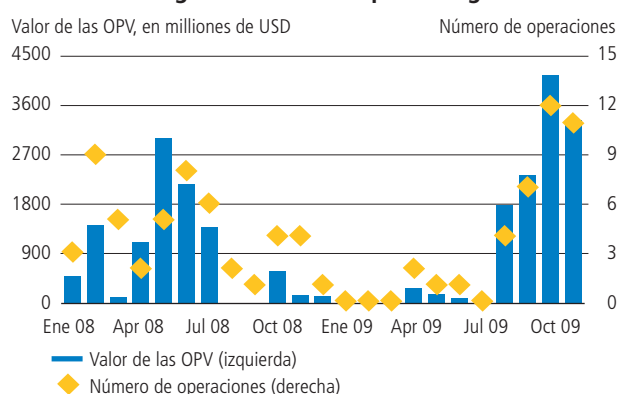
El sector de capital riesgo dispone de amplia liquidez para invertir en situaciones que otros evitarían por limitaciones de rentabilidad y liquidez. Los fondos de inversión en dificultades adquieren participaciones en empresas o activos con impagos o en situación precaria. Como esperamos un número de impagos mayor de lo normal en 2010, dichas situaciones van a abundar. Un gestor de private equity puede producir una reestructuración operativa o financiera en una empresa en dificultades. El conocimiento especializado del gestor sobre las complejidades del proceso de suspensión de pagos también puede generar valor para los inversores. Aunque muchos inversores busquen activos de alta calidad tras la cri-

sis financiera, creemos que el enfoque contrario, identificando oportunidades en situaciones de dificultad, puede ofrecer rendimientos positivos en los próximos años.

El mercado secundario

El mercado secundario de capital riesgo ofrece a los inversores la oportunidad de comprar participaciones en empresas o activos de vendedores forzados, que buscan recuperar liquidez de inversiones en capital riesgo anteriores a la crisis. Para los nuevos inversores es una oportunidad de recibir un retorno rápida; en las inversiones primarias, normalmente se requieren de tres a cinco años para el primer retorno. Durante el 2009, el mercado secundario todavía no se ha equilibrado totalmente. Las diferencias en las expectativas de precios entre los vendedores institucionales y los nuevos actores en busca de gangas fueron considerables en este mercado. La recuperación de los mercados de renta variable y la estabilización de los mercados inmobiliarios también ayudó a disminuir la presión sobre los vendedores potenciales para reducir sus participaciones en el mercado secundario de capital riesgo. No obstante, esperamos que este mercado siga ofreciendo oportunidades atractivas en 2010 ya que los desequilibrios creados por la crisis financiera aún tienen que compensarse.

Gráf. 23: Resurgen las OPV de capital riesgo



Fuentes: ECM Analytics, UBS WMR

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras.

Detalles de la publicación

Publicado por: UBS AG, Wealth Management Research, P.O. Box, CH-8098 Zurich

Editor: Kurt E. Reiman

Consejo editorial: Mar Menendez, Roberto Ruiz-Scholtes

Contribuciones:

– **Estrategia de inversión:** Mark Andersen, estratega, UBS AG; Walter Edelmann, estratega, UBS AG

– **Economía:** Andreas Höfert, economista jefe, UBS AG; Thomas Kägi, economista, UBS AG

– **Divisas:** Michael Bolliger, analista, UBS AG; Thomas Flury, analista, UBS AG

– **Renta variable:** Markus Irngartinger, estratega, UBS AG; Yves Bogni, estratega, UBS AG;
Jeremy Zirin, analista, UBS Financial Services Inc.

– **Renta fija:** Bernhard Obenhuber, estratega, UBS AG; Achim Peijan, estratega, UBS AG;
Costa Vayenas, estratega, UBS AG

– **Sector inmobiliario:** Jonathan Woloshin, analista, UBS AG

– **Materias primas:** Dominic Schnider, analista, UBS AG

– **Hedge funds:** Achim Peijan, estratega, UBS AG

– **Private equity:** Sandro Merino, analista, UBS AG

Plazo editorial: 1 Diciembre 2009

Gestión de producto: Valérie Iserland

Maquetación: Srinivas Addugula, Margrit Oppliger

Traducción: 24translate, St Gallen, Suiza

Coordinador de traducción: Sita L. Chavali

Foto de portada: Skybridge Langkawi Island, Malaysia, www.prisma-dia.ch

Imprenta: Druckerei Flawil AG, Flawil, Suiza

Idiomas: Publicado en español, alemán, francés, inglés, italiano, portugués,
chino tradicional y chino simplificado.

Contacto: ubs-research@ubs.com

© UBS AG 2009

SAP No. 82251S-1001

Pedido de copias o suscripción

Como cliente de UBS puede solicitar copias adicionales de esta publicación o suscribirse a

«UBS global outlook» a través de su asesor personal o en la dirección sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

La suscripción electrónica también está disponible a través del portal de WMR.



Los documentos de Wealth Management Research son publicados por Wealth Management & Swiss Bank y Wealth Management Americas, divisiones de UBS AG (UBS) o sus filiales. En determinados países, UBS AG se denomina UBS SA. Esta publicación sólo tiene carácter informativo y no debe considerarse una oferta, o una solicitud de oferta, para comprar o vender un producto de inversión u otro producto específico. El análisis aquí contenido se basa en numerosos supuestos. Si los supuestos fuesen diferentes, los resultados materiales podrían ser diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de forma ilimitada y/o pueden no ser aptos para su venta a todos los inversores. La información y las opiniones que figuran en este documento se han obtenido de fuentes consideradas fiables y de buena fe. Esto no supone una declaración o garantía explícita o implícita de su exactitud o integridad (exceptuando las relacionadas por UBS y sus filiales). La información y las opiniones, así como los precios indicados, tienen vigencia sólo para la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones expresadas en este documento 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 cualquier momento UBS AG y otras sociedades del grupo UBS (o empleados de las mismas) pueden tomar posición a corto o a largo plazo, o actuar como mandantes o agentes, en los valores relacionados, o proporcionar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de los valores o a una sociedad relacionada con un emisor. 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 cuenta con medidas para controlar el flujo de la información contenida en una o más áreas de UBS hacia otros grupos, áreas, divisiones o filiales de UBS. Las operaciones con futuros y opciones comportan riesgos. Las rentabilidades pasadas de una inversión no suponen una referencia de rentabilidades futuras. 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. Esta publicación no tiene en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación financiera ni las necesidades de nuestros clientes individuales, por ello le recomendamos que consulte a un asesor financiero y/o fiscal sobre las implicaciones (incluidas las de carácter fiscal) de invertir en cualquiera de los productos aquí mencionados. Este documento no puede ser reproducido ni copiado sin el consentimiento previo de UBS o una filial de UBS. UBS prohíbe expresamente la distribución o transmisión de este documento a terceros por cualquier razón. UBS no será responsable de posibles reclamaciones o demandas presentadas por terceros relacionadas con el uso o distribución de este documento. Este informe es solamente para su distribución bajo las circunstancias permitidas por la legislación vigente.

Alemania: El emisor conforme a la legislación Alemana es UBS Deutschland AG, Stephanstrasse 14–16, 60313 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG está autorizada y regulada por la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australia:** Distribuido por UBS Wealth Management Australia Ltd (titular de la licencia australiana «Financial Services Licence» núm. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Bahamas:** Esta publicación se distribuye a clientes privados de UBS (Bahamas) Ltd y no está destinada a su distribución entre personas designadas como ciudadanos o residentes de Bahamas de acuerdo con las «Bahamas Exchange Control Regulations». **Canadá:** En Canadá, Investment Management Canada Inc. distribuye esta publicación a clientes de UBS Wealth Management Canada. **Dubai:** Análisis publicado por la sucursal UBS AG Dubai Branch dentro del DIFC, está dirigido únicamente a inversores profesionales y no para su distribución en los Emiratos Árabes Unidos. **EAU:** Este informe de investigación no debe considerarse una oferta, venta o entrega de acciones u otros valores conforme a las leyes de los Emiratos Árabes Unidos (EAU). El contenido de este informe no ha sido ni serán aprobados por ninguna autoridad en los Emiratos Árabes Unidos, incluido el Banco Central de los EAU o las Autoridades Financieras de Dubai, la Autoridad de Supervisión de Valores y Materias Primas de los Emiratos, el Mercado Financiero de Dubai, el Mercado de Valores de Abu Dhabi o cualquier otra bolsa de los EAU. **España:** Esta publicación se distribuye a clientes de UBS Bank, S.A. por parte de UBS Bank, S.A., un banco supervisado por el «Banco de España». **Estados Unidos:** Distribuido a personas de EEUU por UBS Financial Services Inc., una filial de UBS AG. UBS Securities LLC es subsidiaria de UBS AG y filial de UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. asume la responsabilidad del contenido de un informe elaborado por una filial no estadounidense cuando distribuye dicho informe a ciudadanos de EE.UU. Todas las transacciones realizadas por un ciudadano estadounidense con los valores mencionados en este informe deberán efectuarse a través de un intermediario financiero autorizado en EE.UU. filial de UBS, y no a través de una filial no estadounidense. **Francia:** Esta publicación se distribuye a clientes y potenciales clientes de UBS (France) S.A., «société anonyme» francesa con un capital en acciones de 125.726.944 €, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) S.A. es un proveedor de servicios de inversión debidamente autorizado según las condiciones del «Code Monétaire et Financier», regulado por las autoridades bancarias y financieras francesas como el «Banque de France» y la «Autorité des Marchés Financiers». **Hong Kong:** Esta publicación se distribuye por la sucursal en Hong Kong de UBS AG a clientes de esta misma entidad, un banco autorizado por la «Hong Kong Banking Ordinance» y registrado conforme a la «Securities and Futures Ordinance». **Indonesia:** Esta investigación o publicación no está preparada ni debe considerarse como una oferta pública de valores conforme a Ley indonesia de mercados de capitales y las normas que la desarrollan. Los valores mencionados en este material no han sido ni serán registrados conforme a la Ley indonesia de mercados de capitales y sus normas correspondientes. **Italia:** Esta publicación se distribuye a los clientes de UBS (Italia) S.p.A., vía del vecchio politecnico 3 – Milán, un banco italiano debidamente autorizado por el «Banco de Italia» para ofrecer servicios financieros y supervisado por el «Consob» y el «Banco de Italia». **Jersey:** La sucursal de UBS AG en Jersey está regulada por la «Jersey Financial Services Commission» para desarrollar operaciones de inversión y como sociedad fiduciaria, según la «Financial Services (Jersey) Law» 1998 (y modificaciones posteriores), y para realizar operaciones bancarias conforme a la «Banking Business (Jersey) Law» 1991 (y modificaciones posteriores). **Luxemburgo/Austria:** Esta publicación no está destinada a constituir una oferta pública conforme a la ley de Luxemburgo/Austria, pero podría ofrecerse con fines informativos a los clientes de UBS (Luxembourg) S.A./UBS (Luxembourg) S.A. Niederlassung Österreich, un banco regulado bajo la supervisión de la «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), a la que no se ha enviado esta publicación para su aprobación. **Reino Unido:** Aprobado por UBS AG, autorizado y regulado en el Reino Unido por la «Financial Services Authority», miembro del «London Stock Exchange». Esta publicación se distribuye a clientes de banca privada de UBS London en el Reino Unido. Si los productos o servicios son provistos desde fuera del Reino Unido, no estarán cubiertos por el régimen regulatorio del Reino Unido o por el Plan de compensación de servicios financieros. **Singapur:** Contacte con la sucursal de UBS AG en Singapur, un asesor financiero autorizado conforme a la «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) y un banco mayorista autorizado conforme a la «Singapore Banking Act» (Cap. 19), regulado por la «Autoridad Monetaria de Singapur», en relación con cualquier asunto que surja o que esté relacionado con el análisis o informe.

Version as per 10.2009.

© UBS 2009. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Reservados todos los derechos.

