

On the Markets

MICHAEL WILSON

Director de Inversiones
Morgan Stanley Wealth Management
Morgan Stanley & Co.

Estrategia principal de renta variable
para los EE. UU.
Morgan Stanley & Co.

¿Fuegos artificiales o estallidos?

Esta semana es el Cuatro de Julio y, si bien tal vez no sea tan popular como el Día de Acción de Gracias, probablemente sea el segundo feriado en importancia en Estados Unidos. Después de todo, es durante el verano cuando los niños no van a la escuela y el clima es generalmente agradable en todas partes. Por supuesto, la mejor parte de este feriado son los fuegos artificiales, aun con el estallido ocasional.

El Cuatro de Julio también marca la mitad del año para los inversores, y un momento para la reflexión acerca de la primera mitad del año y un paneo de cómo resultará la segunda mitad. ¿Serán fuegos artificiales o una explosión? Hasta ahora, 2018 resultó bastante similar a lo que describimos en nuestro pronóstico del año (“No espere una repetición”, *On the Markets*, enero de 2018). En primer lugar, el crecimiento económico y de las ganancias fue bastante sólido e impresionante. Sin embargo, las condiciones financieras se ajustaron significativamente. Este tira y afloja generó un crecimiento de las estimaciones de ganancias, pero menores valuaciones. Como resultado de ello, los mercados globales de acciones se redujeron alrededor del 1 % para lo que va del año y mostraron una volatilidad mucho mayor. En nuestro pronóstico, dijimos en forma explícita que había que esperar, por lo menos, una corrección del 10 %, sino varias, en 2018. Hasta el momento, hemos sufrido varias en diversos mercados, incluido el elogiado S&P 500.

Mientras tanto, el mercado de bonos fue peor, con las crecientes tasas de interés y la ampliación de los diferenciales de crédito. Aun cuando resulta inusual que los bonos tengan un peor desempeño que las acciones cuando las acciones están bajas, también anticipamos esto. Esto tiene sentido para nosotros considerando las valuaciones extremas de los bonos en relación con las acciones cuando comenzamos el año. Mientras tanto, varias materias primas generaron rendimientos sólidos este año con el petróleo a la cabeza, con un aumento del 20 %, y los títulos relacionados con la energía, con aumentos del 5 % al 10 %.

Entonces ¿qué deberíamos esperar para la segunda mitad del año? Más de lo mismo: continuará la alta volatilidad con varias correcciones del 10 % en los mercados globales de acciones en diferentes puntos. En el corto plazo, esperamos que las tensiones comerciales y la incertidumbre que generan sobre el crecimiento económico y de las ganancias influirán en las acciones. Además, es probable que los mercados de crédito acusen recibo del alza de la tasa de la Reserva Federal en junio. Esto justifica ser más defensivo, y por eso recientemente aumentamos el peso de los servicios públicos. Creemos que esta postura defensiva continuará dando resultados hasta que la Reserva Federal finalmente decida hacer una pausa en sus aumentos de tasas, lo cual esperamos que ocurra en septiembre. Una vez que eso suceda, podríamos tener un fin de año sólido, un patrón típico en los años de elecciones de medio término. ■

ÍNDICE

2	Mayores costos de salud en el futuro El crecimiento lento de los costos de salud ayudó a mantener la inflación baja. Eso terminará.
4	Se intensifican las tensiones comerciales El costo de las disputas comerciales está creciendo, y las cadenas globales de abastecimiento están en riesgo.
6	¿Qué detendrá a las acciones tecnológicas? En el pasado, eran las crecientes tasas de interés, pero las valuaciones, en la actualidad, son razonables y las empresas tienen mucho efectivo.
8	En pocas palabras Miramos a las acciones de empresas de pequeña capitalización, rendimientos de largo plazo en relación con el PIB y por qué las empresas dejaron de dividir sus acciones.
9	Rendimiento a largo plazo bajo control La divergencia en la política monetaria de EE. UU. y Europa limitaron las tasas de interés de EE. UU.
10	No convencional y sin restricciones Los fondos de bonos no tradicionales pueden funcionar para los inversores como inversiones alternativas.
11	Una nueva era en el transporte ¿Está listo para el ecosistema de vehículos eléctricos, autónomos y compartidos?



Follow us on Twitter @MS_CIOWilson

Mayores costos de salud, mayor inflación

GUNEET DHINGRA, CFA

Estratega de tasas de interés
Morgan Stanley & Co.

JEREMY NALEWAIK

Economista sénior de EE. UU.
Morgan Stanley & Co.

MICHEL DILMANIAN

Economista de EE. UU.
Morgan Stanley & Co.

¿Por qué la inflación fue baja todos estos años? El motivo fue médico. Desde mediados de 2013 hasta fines de 2017, el crecimiento de la porción del Índice de Gastos de Consumo Personal (Personal Consumption Expenditures Index, PCE) que comprende los servicios de salud estaba contenido, a un ritmo interanual del 0,5 % al 1,5 % (ver cuadro). El motivo principal es la regulación, que incluye la Ley de Cuidados Asequibles y recorta los pagos de Medicare disparados por la Ley de Control Presupuestario de 2011, también conocido como la “confiscación”. Como los servicios de salud representan un quinto del PCE

central, esto tuvo un impacto significativo en la inflación PCE central.

Sin embargo, desde principios de año se registró una marcada aceleración. La inflación de los servicios de salud PCE se disparó, registrando un crecimiento interanual del 1,8 % a mayo, lo que ayudó a impulsar la inflación central general PCE hacia la meta del 2,0% de la Reserva Federal. Descubrimos que las tasas de reembolso de Medicare a los hospitales impulsó el reciente aumento de precios.

MAYORES PRECIOS. Nuestro análisis sugiere que los mayores precios se sostendrán. Los aumentos proyectados en las tasas de reembolso de Medicare, tanto para hospitales como para médicos, muestran que es probable que la inflación de salud sea mayor. Nuestro pronóstico es que la inflación de los servicios de salud PCE aumentará al 2,6 % interanual a fines de 2019, y las proyecciones de los Centros de Servicios Medicare y Medicaid

(Medicare and Medicaid Services, CMS), muestran que la inflación persistirá en el rango del 2,5 % al 2,8 % entre 2020 y 2026.

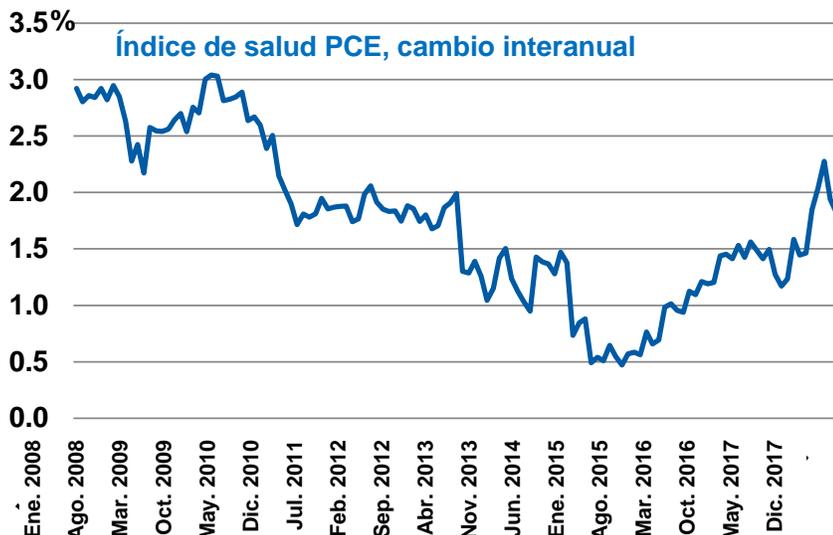
Los costos de salud hasta podrían generar un aumento moderado de la inflación PCE por sobre la meta de la Reserva Federal. Estimamos que la inflación de los servicios de salud debería aportar 0,50 puntos porcentuales a la inflación del PCE central en 2019, un incremento respecto del rango de 0,25 a 0,30 puntos porcentuales entre 2011 y 2017.

AUMENTO DEL PRONÓSTICO DE INFLACIÓN. A la luz de esto, hemos elevado nuestro pronóstico de la inflación del PCE central para 2019 en 0,10 puntos porcentuales al 2,2 %. Con esta revisión al alza, ahora esperamos que la inflación comenzará a sorprender al Comité Federal de Mercado Abierto (Federal Open Market Committee, FOMC) con un alza el año próximo. Para estar seguros, en su Resumen de Proyecciones Económicas de junio, el promedio de expectativas del FOMC para la inflación del PCE central a fines de 2019 era del 2,1 %.

Además, vemos los riesgos del sesgo alcista de nuestro pronóstico de inflación del PCE central para 2019, reconociendo que anticipar los efectos indirectos de las mayores tasas de pago del gobierno en relación a las tasas de pago de los privados es altamente incierto. Si hubiera un impacto mayor al que anticipamos, la inflación podría sorprendernos a nosotros, a la Reserva Federal y a los mercados financieros con un alza el año próximo.

SISTEMA HÍBRIDO. En EE. UU., los costos de salud están mayormente determinados por el gobierno. El sistema de salud es un híbrido de ecosistemas públicos y privados, pero casi la mitad de todo el gasto de salud personal de EE. UU. está impulsado por el sector público, principalmente Medicare, que representa el 23 % del gasto, y Medicaid, con un 19 %. La otra mitad del gasto de salud está en manos del mercado de seguros

La inflación de salud se aceleró marcadamente en 2018



Fuente: Investigación de Morgan Stanley & Co. al 29 de junio de 2018

ON THE MARKETS/LA ECONOMÍA

impulsado por los empleadores y el mercado de seguros individuales, que en conjunto representan un 34 % (ver gráfico de la página 3).

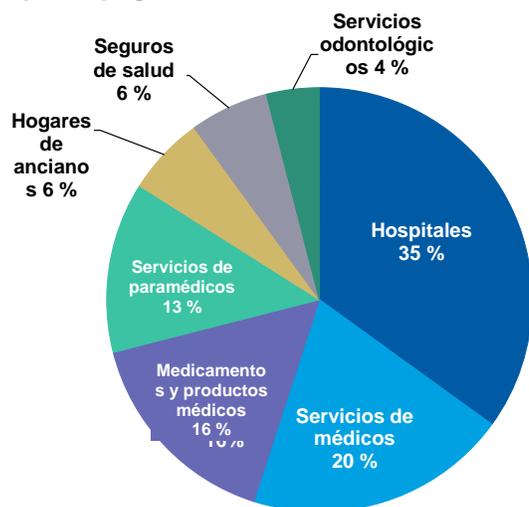
Si bien existe un debate respecto de si las tasas de pago de los privados se mueven junto con las tasas de pago del

gobierno o si las compensan, una cantidad de estudios plantearon significativos efectos de correlación positiva entre ellos. Estos efectos son los que ayudan a transformar los cambios en los pagos de Medicare en una mayor inflación de salud.

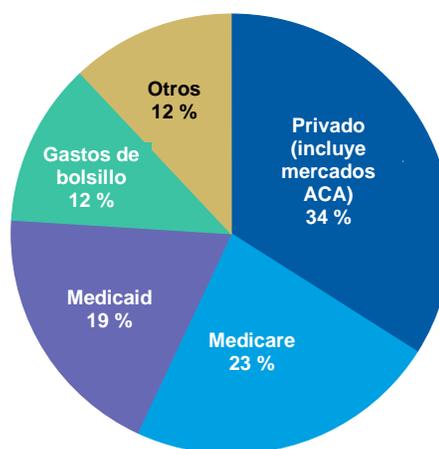
TASAS DE PAGO. Nuestra opinión es que las tasas de pago del gobierno lideran las tasas privadas, pero con limitaciones. Una de las maneras más sencillas de ver los efectos de la inflación de Medicare está en los datos de la inflación de salud

¿Quién se lleva qué porción de los gastos de salud?

Tipo de pagador



Categorías de servicios prestados



Fuente: Haver, BEA, Morgan Stanley Research

en sí. La mayoría de los grandes cambios en las tasas hospitalarias de Medicare son seguidas por cambios similares en el Índice de Precios de Productores “privados y otros”. Un blog de San Francisco Fed lo explica bien: “Cuando Medicare reduce sus pagos, los médicos y los hospitales pierden poder de negociación en sus negociaciones con las aseguradoras privadas”.

Existen limitaciones respecto de cuánto puede deprimir los precios el gobierno. A saber, mientras las políticas del gobierno recortaron drásticamente los costos de Medicare durante los últimos años, los costos privados de la inflación de salud se mantuvieron alrededor del 2 % por año. Sin embargo, después de varios años de baja inflación, sospechamos que los costos privados de salud pueden haber respondido rápidamente a cualquier aumento de las tasas de Medicare.

¿Qué sucede con los precios de los medicamentos?

Los precios de los medicamentos representan entre un 15 % y un 20 % del índice de precios de salud del PCE y del Índice de Precios al Consumidor (Consumer Price Index, CPI), respectivamente, representando aproximadamente un quinto de la inflación de costos médicos en EE. UU. Si bien los precios de los medicamentos recetados estuvieron sujetos a menos regulaciones que los servicios de salud, los comentarios recientes del Gobierno Trump indican un mayor foco en la posibilidad de una mayor intervención del Gobierno en los precios de los medicamentos. Sin embargo, no esperamos grandes cambios en la inflación total de precios del mercado de medicamentos de EE. UU.

La inflación promedio de los medicamentos recetados de los últimos cinco años fue ligeramente superior a la de años anteriores. Según una estimación de CMS, en 2018 se espera un mayor crecimiento de los precios de los medicamentos recetados que en años anteriores, ya que se redujo el valor en dólares de los medicamentos que pierden su protección de patente.

PRONÓSTICO DE PRECIOS. Teniendo en cuenta las tendencias recientes y el proyecto del Gobierno, creemos que la inflación de precios de los medicamentos en PCE probablemente será de un dígito. Sin embargo, en los próximos cinco años habrá más medicamentos que pierdan sus patentes respecto de los últimos cinco años, lo que podría generar una presión a la baja en los precios de los medicamentos. Además, no podemos descartar la posibilidad de que las iniciativas

gubernamentales empañen los precios más de lo que actualmente estamos asumiendo.

Los medicamentos farmacéuticos se clasifican de manera amplia en medicamentos recetados y medicamentos no recetados. Durante los últimos 15 años, el patrón de la inflación de precios fue casi la misma. Los precios de los medicamentos recetados constituyen una gran mayoría de la inflación de precios de los medicamentos en CPI y PCE, ya que los medicamentos recetados también representan la mayor porción del gasto de los consumidores en medicamentos.

FALTAN DETALLES. Si bien el muy anticipado discurso del presidente Trump acerca del precio de los medicamentos brindó algunos fragmentos interesantes, no anticipamos que haya cambios transformadores en EE. UU. El proyecto

del Gobierno consiste principalmente en propuestas de alto nivel a las cuales efectivamente le faltan los detalles de implementación. Una propuesta es exigir que los gobiernos extranjeros paguen más por los medicamentos, aliviando de esta manera algunos de los costos de los consumidores de EE. UU. Tenemos algunos problemas para imaginar cómo podría implementarse eso. Otra propuesta indica que los precios de lista deben figurar obligatoriamente en los avisos publicitarios de los medicamentos, lo que parece tener la intención de presionar a las empresas farmacéuticas. Sin embargo, eso podría resultar ineficaz si muchos pacientes ignoran los precios, tal como lo hacen con el listado de reacciones adversas, o si se dan cuenta de que no tienen posibilidad de pagar el precio de

lista.

Sin embargo, nuestra opinión es que muchas de las propuestas que podrían convertirse en ley, aun las “acciones inmediatas”, probablemente podrían tardar años en hacerlo. El Secretario de Salud y Servicios Humanos de EE. UU., Alex Azar, admitió lo mismo durante sus comentarios al decir lo siguiente: “La reestructuración del sistema tomará años”. Nos resultó tranquilizador que Azar acentuara las soluciones del sector privado. Tomamos esto como una señal positiva respecto de una intervención mínima del Gobierno. ■

*Por David Risinger, Onusa
Chantanapongwanij y Guneet Dhingra,
CFA*

Se intensifican las tensiones comerciales

LISA SHALETT

*Jefa de Recursos de inversión de Wealth Management
Jefa de Estrategias de inversión y cartera
Morgan Stanley Wealth Management*

Durante gran parte de 2018, los mercados consideraron que la

retórica proteccionista que emana de Washington es una postura política cuyo objetivo es reforzar la base republicana con miras a las elecciones de medio término de noviembre y establecer una posición de apertura a las negociaciones

para un presidente inclinado hacia el uso de prácticas bilaterales no ortodoxas. En su máximo nivel, los objetivos del Gobierno que se basan en una supuesta ecuanimidad realmente tienen como objetivo la reducción del enorme déficit comercial que viene gestándose desde hace seis décadas, con la esperanza de impedir la inevitable marcha de la política industrial China para convertirse no solo en la mayor economía del mundo, sino también en la de mayor avance tecnológico. En un nivel más táctico, la retórica parece quirúrgica y está dirigida a corregir algunos desequilibrios específicos que fueron materia de cabildeo de intereses especiales durante años.

A primera vista, en ningún caso esto se presentó originalmente como un enorme cambio filosófico de un país cuyas empresas registraron una extraordinaria ampliación de sus márgenes de ganancia como resultado de la globalización. En cambio, pareció lo mismo de siempre ejecutado en el estilo único del actual presidente. Uno a uno fueron sucediéndose los titulares del año último a partir de los aranceles de las lavadoras y los paneles solares, primero contra China y luego contra las importaciones globales de acero y aluminio, y luego contra los automóviles europeos. Mientras tanto, el consenso de Wall Street se concentró en el enfoque

El comercio global ya está llegando a su punto más alto



Fuente: Bloomberg al 21 de junio de 2018

analítico usual impulsado por datos para evaluar el impacto, en lugar de cuestionar el cambio de régimen en la política comercial de EE. UU.

CONSECUENCIAS MÁS AMPLIAS.

Como generalmente sucede, este ejercicio resultó en un coro de economistas y estrategias sugiriendo que, todo sea dicho, las consecuencias para la economía y los mercados son modestas y probablemente no impliquen una quita mayor a unos pocos décimos porcentuales del crecimiento del PIB regional y global. Si bien el Comité de Inversiones Globales no discute la aritmética descendente de estos ejercicios, tememos que estos no capturen lo suficiente el contexto más amplio y la realidad del cambio de política relacionado con la globalización, y los riesgos asociados con la posición comercial cada vez más agresiva de Estados Unidos.

En lugar de una serie de negociaciones bilaterales, vemos confrontaciones en múltiples frentes comerciales. Los campos de batalla ahora se extienden a nuestras fronteras con Canadá y México, así como consumidores, como motocicletas, jeans y bebidas alcohólicas, en represalia a los aranceles de EE. UU. para el acero y el aluminio. Es más, aproximadamente el 36 % de las exportaciones de EE. UU. están vinculadas con la agricultura y las materias primas relacionadas con la energía, de manera que los compradores extranjeros pueden encontrar fácilmente recursos sustitutos.

CADENAS DE ABASTECIMIENTO. Un hecho menos apreciado es que la imposición de aranceles en un mundo de cadenas de abastecimiento multinacionales e integradas podría resultar completamente autodestructivo. Chetan Ahya, Economista principal y jefe global de Economías de Morgan Stanley & Co., estima que aproximadamente dos tercios de todos los bienes comerciados a nivel global están apalancados en cadenas de abastecimiento globales. Además, él señala que cuando las cadenas de abastecimiento sufren interrupciones, generan un impacto en las

a nuestros aliados históricos, los países del G-7, pisoteando pactos de libre comercio existentes e invitando a las represalias. Con esta creciente incertidumbre, ya no creemos que las consecuencias de las rondas comerciales de Washington sean benignas. Es más, esta intensificación de las dificultades para el crecimiento podría llegar justo cuando el impulso del comercio global comenzó a menguar (ver cuadro).

AGREGADOS. Para comenzar, el alcance económico y de mercado de las disputas comerciales está comenzando a sumarse. Un informe reciente de Bernstein Research indicó que, de los 2500 billones de USD de importaciones de EE. UU., la ronda inicial de aranceles tuvo un impacto aproximado de 120.000 millones de USD, o el 5 % del total; esto incluye los aranceles del acero y el aluminio y los primeros 50.000 millones de USD en bienes relacionados con China. Ahora Bernstein aumentó esa estimación a 520.000 millones de USD, aproximadamente el 21 % del total, ganancias de las afiliadas extranjeras. A modo de ejemplo, él cita un estudio de 2014 del Instituto Peterson de Economía Internacional que muestra que el 60 % de las importaciones de EE. UU. desde China se originaron en instalaciones de propiedad de fabricantes de EE. UU., Japón o Corea. En las categorías de bienes críticos para las empresas de alta tecnología de EE. UU. que fueron objeto de los primeros 50.000 millones de USD en aranceles, las cifras son aún mayores; las afiliadas extranjeras representan casi el 90 % de las importaciones chinas de partes de computadoras y electrónicos, y entre el 60 % y el 65 % en equipos eléctricos, máquinas industriales y transportes.

FABRICANDO GANANCIAS.

Finalmente, los inversores tal vez no estén descontando adecuadamente el impacto de las tensiones comerciales sobre los márgenes de ganancia. Michael Goldstein de Empirical Research Partners señala que, si bien las manufacturas, el objeto de la

incluyendo las amenazas de la administración de sumar 200.000 millones de USD en aranceles adicionales a los bienes chinos y 200.000 millones de USD a los fabricantes de automóviles de Europa y Japón. Los aranceles en casi 34.000 millones de USD de este total entrarán en vigencia el 6 de julio. Quizás lo más preocupante sea que el foco de los aranceles se concentró solamente en unas 107 categorías de productos que el Departamento de Comercio de EE. UU. está investigando en base al Capítulo 232, “amenazas a la seguridad nacional”, y al Capítulo 301, “supuesto robo de propiedad intelectual”. Vemos un riesgo si la administración hace una interpretación aún más amplia de estas normas, o si las abandona a todas juntas como lógica para las acciones comerciales.

Como se esperaba, nuestros socios comerciales están contraatacando. El 22 de junio, la Unión Europea apuntaba a 3200 millones de USD de exportaciones estadounidenses de productos para

confrontación comercial, comprenden solo el 12 % de la economía de EE. UU. y el 8,5 % de su fuerza de trabajo, actualmente representan más del 40 % de las ganancias de las empresas del S&P 500. De hecho, las firmas de manufactura tienen márgenes de ganancia que son aproximadamente el doble de las que están en el resto del índice, el cual está ponderado hacia servicios; las firmas de manufactura impulsaron casi la mitad del crecimiento de las ganancias debido a sus enormes ganancias de productividad.

Además, al no entender cómo operan las cadenas de abastecimiento, Washington tal vez esté permitiendo que la cola mueva al perro. Unos 1600 billones de USD en exportaciones de EE. UU. resultan vulnerables, pero eso resulta empujado por el hecho que las multinacionales de EE. UU. tienen 6000 billones de USD en ventas de afiliadas extranjeras a cadenas de abastecimiento integradas a nivel global. Dicho esto, una

guerra comercial no se trata simplemente de déficit comerciales, crecimiento e inflación, sino que también se trata de las ganancias de las empresas de EE. UU., y su transferencia a la inflación de los consumidores de EE. UU.

CONCLUSIÓN. En 2017, la política fiscal aportó enormes sorpresas positivas a la economía en forma de una reforma impositiva. En 2018, con la economía en marcha y el crecimiento de las ganancias corporativas, la escalada de una guerra comercial en múltiples frentes y sus

consecuentes medidas en abierta represalia tiene el riesgo de producir un cortocircuito en el ciclo comercial. Los legisladores en Washington que solo se concentran en reducir los déficits bilaterales de comercio tal vez no tengan en cuenta que la globalización creó cadenas de abastecimiento complejas en las cuales reducir o gravar las importaciones solo perjudica a las empresas y los consumidores de EE. UU. En este entorno cargado, los inversores deberían estar atentos a que la amplitud y el momento de

las revisiones de ganancias del S&P 500 alcance su pico máximo. Los aumentos podrían ser una señal que indique que el comercio está comenzando a morder el anzuelo. En este sentido, los inversores deberán considerar el emparejamiento de las enormes ganancias en las empresas de pequeña capitalización y los líderes del NASDAQ, y volver a equilibrar su exposición hacia empresas de un sector y nivel de capitalización neutral. ■

ON THE MARKETS/ACCIONES

¿Qué detendrá a las acciones tecnológicas?

DAN SKELLY

Estratega ejecutivo de acciones
Morgan Stanley Wealth Management

KEVIN DEMERS, CFA

Estratega de acciones
Morgan Stanley Wealth Management

Durante los últimos seis meses, hemos visto una corrección móvil en las criptomonedas, las acciones de altos dividendos, las acciones de mercados emergentes, las mesas de dinero bancarias y los bonos gubernamentales de larga duración. En medio de esta rotación, el liderazgo de mercado se acotó a un grupo selecto de acciones de consumo y tecnología de alto crecimiento. Este grupo sacudió cuestiones específicas de las empresas relacionadas con la privacidad de los datos y las inquietudes respecto de los monopolios; las preocupaciones económicas de fin de ciclo combinadas con el crecimiento de los fundamentales le otorgaron un halo de importancia a su crecimiento. Si bien los inversores tal vez piensen que este grupo puede evadir el

desprecio del mercado, les recordamos que Ícaro solo podía volar a cierta distancia del sol.

IMPACTO DE LAS TASAS MÁS ALTAS.

Las acciones tecnológicas son consideradas como activos de larga duración, ya que gran parte de su valor se deriva de su futuro crecimiento. Debido a esta relación, estas acciones tienen tendencia a rezagarse en períodos de altas tasas. El rendimiento del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años aumentó del 1,4 % en julio de 2016 al 2,8 %, y esta duplicación de la tasa de interés no afectó a las acciones tecnológicas porque las tasas siguen siendo históricamente bajas (ver cuadro).

Adicionalmente, muchas de estas empresas de alto crecimiento tienen más efectivo que deuda en sus balances, y ya hicieron la transición de sus negocios a una mayor cantidad de ingresos recurrentes basados en la suscripción. Las tasas de interés podrían volver a ser una

dificultad en el futuro, pero no estamos seguros que sean negativas para las valuaciones actuales de las empresas de tecnología.

LEY DE GRANDES NÚMEROS. Otro precedente histórico explicaría nuestra precaución con la tecnología: el riesgo de concentración. Las acciones tecnológicas, que actualmente representan el 26 % de la capitalización de mercado del S&P 500, se convirtieron en una fuerza dominante. El siguiente sector en tamaño es el de salud, con solo el 14 %. Solo tres veces en la historia moderna un sector alcanzó estas alturas: la energía a principios de 1980, que alcanzó un pico del 28 %; la tecnología durante la burbuja de las puntocom en 1990, con el 36 %; y las empresas financieras antes de la crisis de mediados del 2000, con un 22 %. Lo notable es que, en todos estos escenarios, el pico fue seguido de una caída de más del 50 % (ver cuadro en la página 7). A pesar que los próximos cambios en las clasificaciones de los sectores podría cambiar las principales ponderaciones, la influencia de estas acciones sobre la dirección del mercado en general posiblemente persista.

VALUACIONES RAZONABLES. Por último, notamos que las valuaciones de tecnología no están tan extendidas como lo estaban durante el período 1999-2000, ya que el robusto crecimiento de las ganancias ayudó a respaldar los precios de las acciones. El sector cotiza en un consenso razonable de 18 veces las ganancias futuras por acción, una prima del 10 % por sobre el mercado. Esto palidece en comparación al auge de las puntocom, cuando el sector cotizaba a una prima de ganancias que más que duplicaba al mercado. Además, el récord de recompra de acciones también respaldaba las valuaciones, ya que las empresas de tecnología ponían a trabajar el excedente de efectivo que resultaba de la reforma impositiva.

Si bien las valuaciones actuales parecen benignas desde una perspectiva amplia del

El rendimiento de las acciones tecnológicas superó al S&P 500

Desde que las tasas de interés de largo plazo alcanzaron su punto más bajo en 2016



Fuente: Bloomberg al 27 de junio de 2018. Posibles variaciones de datos, valuaciones y calificaciones al final de este material.

ON THE MARKETS/ACCIONES

sector, los subsectores cuentan una historia diferente. Por ejemplo, tanto las empresas minoristas de Internet, que cotizan a 58 veces las ganancias futuras, como las empresas de servicios de software, que multiplican sus ganancias futuras por 24, Sin embargo, según nuestra opinión, las recientes inquietudes acerca de la privacidad y los conflictos comerciales

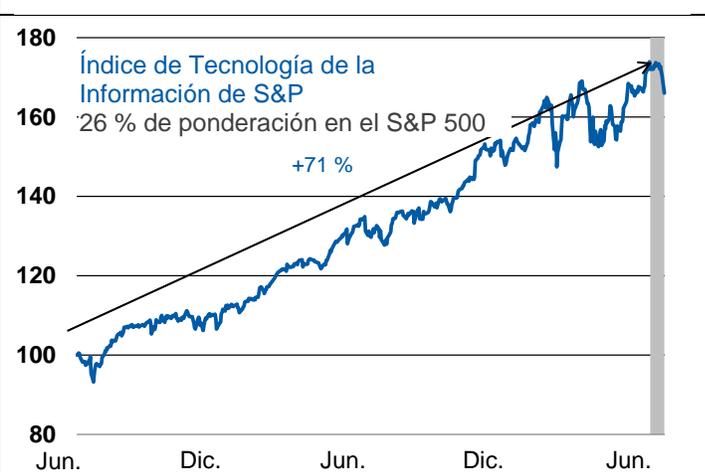
están bien por encima de 16, el múltiplo actual del mercado. En efecto, el desempeño a nivel del sector general fue impulsado por estas áreas más costosas, ya que la situación las impulsó a sus máximos de todos los tiempos. presentan riesgos reales a esta dinámica. Como cuestiones relacionadas con la recopilación de datos y la privacidad

Entonces, si las mayores tasas de interés y la valuación no son para preocuparse, ¿qué podría descarrilar a estas acciones?

RIESGO DE MARGEN. Las acciones tecnológicas están operando actualmente con márgenes de ganancia máximos. fueron identificadas en algunas de las empresas de tecnología más importantes,

Una vez que los sectores alcanzaron sus picos de ponderación, se registraron caídas de más del 50 %

Las acciones de energía a principios de 1980 (arriba, a la izquierda), las tecnológicas en la era de las puntocom (arriba, a la derecha), las acciones de los bancos antes de la crisis financiera (abajo, a la izquierda). Todas ellas se dispararon como porcentaje del S&P 500, y todas ellas tuvieron caídas importantes como consecuencia de ello. En la actualidad, las acciones tecnológicas comprenden el 26 % del índice (abajo, a la derecha).



*Utiliza a Chevron y Exxon como representante
Fuente: Bloomberg al 25 de junio de 2018

los reguladores y el público en general están presionando para que haya más control. Esto probablemente genere un incremento de costos en materia de

cumplimiento y seguridad. Como se ha visto en otras industrias, un incremento en el escrutinio regulatorio puede tener un impacto en la rentabilidad.

Adicionalmente, los aranceles son motivo de preocupación para las empresas de tecnología que se beneficiaron con los bajos costos de las cadenas de

abastecimiento global (ver página 4). De hecho, como gran parte de la cadena de abastecimiento del sector está en Asia, los aranceles podrían generar un salto en los costos y tener un impacto negativo en los márgenes. En consecuencia, estamos tomando una postura más cauta respecto del consenso de estimaciones de ganancias, que tal vez demuestren ser agresivos cuando el impacto total de estas dificultades se refleje en las cifras.

CICLO DE PUBLICIDAD. Muchas empresas líderes de tecnología y comercio electrónico dependen fuertemente de los ingresos publicitarios. A pesar de las tendencias seculares, la publicidad es cíclica y está directamente vinculada al crecimiento económico. A pesar de que los economistas de Morgan Stanley & Co.

esperan un crecimiento real del 2,5 % del PIB de EE. UU. en 2018, existen algunas señales de alarma. Por ejemplo, la diferencia entre los rendimientos de los Bonos del Tesoro de EE. UU. a dos años y a 10 años es de solo 32 puntos básicos, lo que acerca a la curva de rendimientos a su punto más plano en todo este ciclo. Adicionalmente, la Reserva Federal continúa aumentando las tasas de interés, lo cual, sumado a un dólar estadounidense más fuerte, servirá para ajustar las condiciones financieras. En suma, aun cuando la publicidad todavía es fuerte en la actualidad, es posible que sufra ante una recesión de consumo común y silvestre.

Como el mercado ya castigó algunas áreas más débiles de los mercados de capitales, los inversores se trasladaron

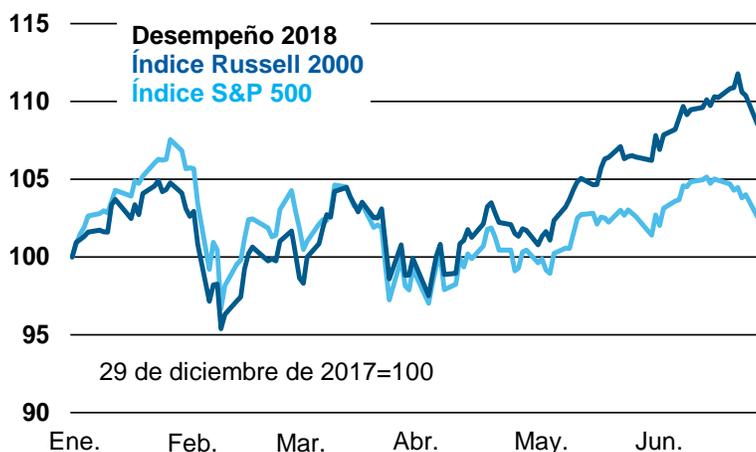
hacia las acciones de crecimiento para percibir seguridad. Michael Wilson, Director de Inversiones de MS & Co. y Morgan Stanley Wealth Management y Estratega principal de renta variable de EE. UU. de MS & Co. advierte que estos desencajamientos generaron posiciones abarrotadas que los inversores ahora consideran como activos defensivos. Sin embargo, cuando el “trabajo de crecimiento” retroceda, salir de estas posiciones podría ser doloroso. En resumen, los inversores deberían revisar su exposición en tecnología y comercio electrónico mirando los márgenes y los riesgos cíclicos. Todavía no estamos enfrentando el riesgo de deshielo, pero la temperatura está subiendo. ■

Las empresas de baja capitalización dejan atrás a las de alta capitalización, una tendencia con potencial para continuar

Morgan Stanley

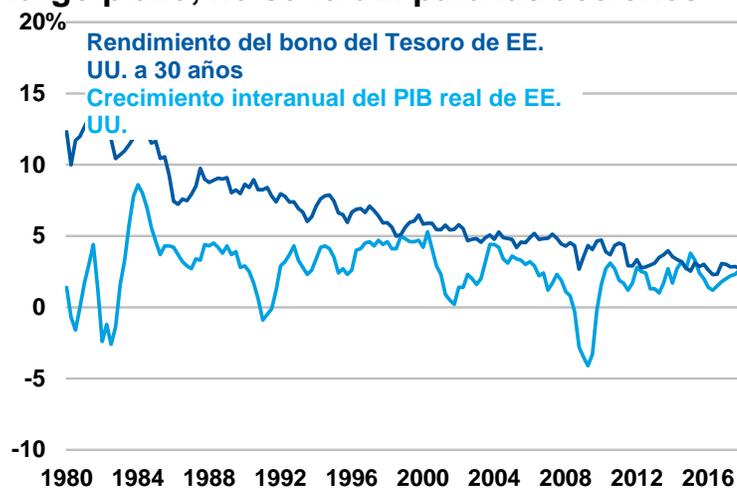
El sólido impulso económico y la confianza de las empresas, impulsados por los recortes de impuestos y la desregulación, fueron compensados por las crecientes preocupaciones acerca de los aranceles. Las empresas de baja capitalización son las beneficiarias de estas contracorrientes de política debido a su mayor exposición doméstica, y en consecuencia a un mayor impacto en sus ganancias derivadas de los recortes de impuestos, y su menor exposición a ingresos relacionados con el comercio que sus colegas de alta capitalización. Adicionalmente, las empresas de baja capitalización no tuvieron una ampliación significativa de sus márgenes durante la Flexibilización cuantitativa (Quantitative Easing, QE), ya que no podían acceder diligentemente a los mercados de capitales como las empresas de alta capitalización, afirma Michael Wilson, Estratega principal de acciones de EE. UU. de MS & Co. En consecuencia, sus márgenes enfrentan menos presiones desde la finalización de la Flexibilización cuantitativa. Esta dinámica no se perdió en los mercados: el Russell 2000, un índice de empresas de baja capitalización, aumentó un 8,6 % este año, alcanzando un nuevo máximo, y el S&P 500 aumentó un 2,6 % (ver cuadro). Si bien las empresas de baja capitalización siguen su camino alcista, los inversores deberían concentrarse en empresas de calidad con balances sólidos, valuaciones razonables y pronósticos sólidos de largo plazo.

Dan Skelly



Fuente: Bloomberg al 27 de junio de 2018

A pesar de que el crecimiento del PIB podría superar los costos de los préstamos a largo plazo, no sería útil para las acciones



Fuente: Bloomberg al 31 de marzo de 2018

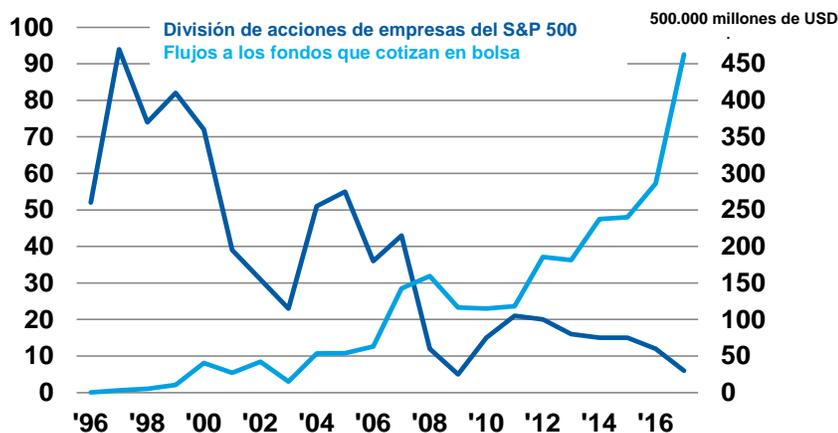
Abr. gunda vez en los últimos 35 años, se espera que la economía de EE. UU. crezca a una tasa más rápida que el rendimiento actual de los bonos a largo plazo del 3,0 % (ver cuadro). El PIB real, un indicador de la actividad económica, se movió a una tasa anual del 2,8 % en el primer trimestre y, con condiciones económicas cómodas, bajo desempleo, ganancias saludables y un aumento de la confianza del consumidor, es probable que ese ritmo se acelerara en el segundo trimestre. Ellen Zentner, economista principal de EE. UU. de Morgan Stanley & Co., elevó su pronóstico de crecimiento del PIB al 4,1 % en el segundo trimestre. Después de incorporar las cifras del segundo trimestre, el crecimiento real superará a los costos de los préstamos a largo plazo. Eso significa que, aun al encontrarse en la parte final del ciclo, las empresas todavía tendrían incentivos para invertir en proyectos de expansión. Sin embargo, considerando las valuaciones de las acciones de EE. UU. y el potencial de un menor ritmo de crecimiento de las ganancias, esta fortaleza económica podría no traducirse en condiciones alcistas para activos riesgosos.

Chris Baxter y Vibhor Dave

¿Qué sucedió con la división de acciones?

Históricamente, cuando el precio de una acción alcanzaba los tres dígitos, las empresas declaraban una división de acciones de, por ejemplo, tres a uno, de manera que una acción de 120 USD se convertiría en tres acciones de 40 USD, pero la tenencia del accionista seguía valiendo lo mismo. La idea es reducir el precio de la acción, haciéndola más atractiva para los inversores que quisieran comprar 100 acciones de una acción que vale 40 USD, y no 100 acciones de una acción que vale 120 USD. Sin embargo, en los últimos años, la cantidad de empresas del S&P 500 que dividieron sus acciones se desplomó. En 1997, se produjeron 94 divisiones; el año pasado, solo seis (ver cuadro); y tres en lo que va del año. ¿Por qué esta práctica está cayendo en el olvido? Los inversores individuales acceden cada vez más al mercado de acciones a través de fondos que cotizan en bolsa (Exchange Traded Funds, ETF), fondos mutuos y cuentas administradas; y para esos inversores el precio de la acción no importa demasiado. De hecho, la caída en materia de división de acciones es el reflejo del aumento en los flujos de los ETF.

Denny Galindo y Gray Perkins



Fuente: Bloomberg, Morningstar al 21 de junio de 2018

ON THE MARKETS/EN POCAS PALABRAS

ON THE MARKETS/RENTA FIJA

El rendimiento de largo plazo está controlado, aun con una economía fuerte

DARYL HELSING

Estratega principal de renta fija
Morgan Stanley Wealth Management

DARREN BIELAWSKI, CFA

Estratega principal de renta fija
Morgan Stanley Wealth Management

Después de aumentar más del 3 % a mediados de mayo, el punto de referencia de los Bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años se retrajo al 2,83 %. Mientras tanto, los rendimientos de corto plazo, que ahora son impulsados por la política de ajuste gradual de la Reserva Federal, siguieron trepando. El resultado es una curva de rendimientos aplanada: El diferencial entre los rendimientos de los Bonos del Tesoro de EE. UU. a dos años y a 10 años es de solo 32 puntos básicos.

CAMINOS DIVERGENTES. Uno de los factores que mantiene bajos los rendimientos a largo plazo son los caminos divergentes de las políticas monetarias a nivel global. Durante mucho tiempo, los Bonos del Tesoro de EE. UU. fueron un

lugar seguro para los inversores durante los períodos de mayor volatilidad de mercado. Los bonos alemanes también cumplieron con esta función de vuelo a la calidad dentro de la eurozona. Sin embargo, el rendimiento actual de los bonos alemanes a 10 años es del 0,32 %, lo que genera una diferencia de 252 puntos básicos respecto del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años, la brecha más importante de los últimos cinco años (ver cuadro).

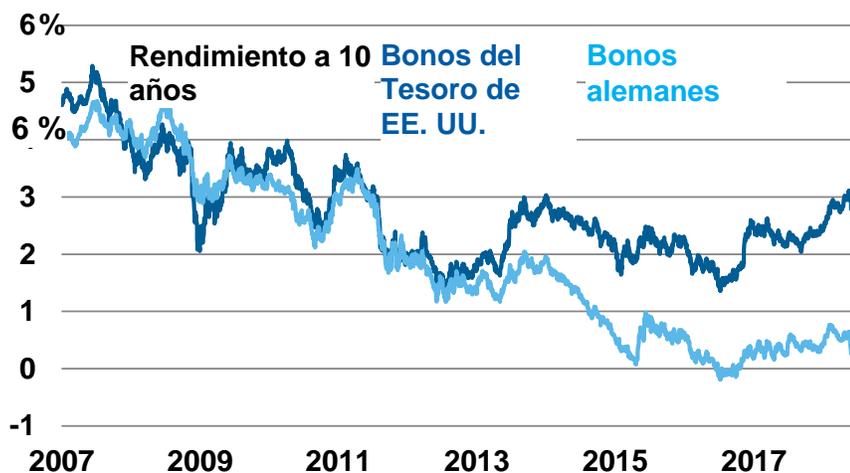
Las reuniones del mes de junio de los legisladores de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) pusieron de relieve los caminos divergentes que están tomando a ambos lados del Atlántico. La Reserva Federal aumentó la tasa de los fondos federales en 25 puntos básicos, el séptimo aumento desde 2014, y aumentó su pronóstico de tasa promedio para fines de 2018 de manera de permitir dos aumentos de tasas adicionales.

Contrariamente, el BCE anunció que demoraría su aumento de tasa inicial del -0,40 % actual hasta por lo menos el otoño de 2019, sino más tarde, y que comenzará a reducir la compra de activos a partir del cuarto trimestre de este año. Si bien la Reserva Federal está reduciendo el tamaño de su balance, el BCE continuará ampliando su balance mediante la compra de activos hasta fin de año.

MEJOR CRECIMIENTO DEL PIB. Los recientes datos económicos ayudan a explicar el creciente diferencial de tasa. Se espera que el PIB de EE. UU. se acelere en el segundo trimestre, apoyado por el bajo desempleo, el fuerte consumo y la mayor inversión empresarial. El Modelo de Pronósticos GDPNow del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, una estimación del crecimiento del PIB en tiempo real con base en datos disponibles, actualmente anticipa un crecimiento anualizado del 4,5 % para el segundo trimestre, mientras la Reserva Federal recientemente aumentó su estimación del PIB para todo el año 2018 al 2,8 %. Contrariamente, el BCE recientemente redujo el pronóstico de crecimiento del PIB de la eurozona para el ejercicio fiscal 2018 del 2,4 % al 2,1 %, pero no cambió sus pronósticos del 1,9 % y 1,7 % para 2019 y 2020, respectivamente.

Si bien el diferencial de rendimientos entre EE. UU. y Alemania continúe ampliándose, el diferencial entre los rendimientos de la deuda de EE. UU. y de otros mercados desarrollados posiblemente traccione fondos hacia la Tesorería, manteniendo así la restricción sobre los rendimientos a largo plazo. Esta dinámica quedó evidenciada en las cotizaciones posteriores a las reuniones de junio del banco central. Después que los rendimientos aumentaran hasta cinco puntos básicos en un día y cerraran al 2,97 % luego de las declaraciones de la Reserva Federal, los Bonos del Tesoro aumentaron vertiginosamente y los rendimientos cayeron al día siguiente del anuncio blando del BCE; el rendimiento

Amplia brecha entre los rendimientos de EE. UU. y Alemania



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management al 25 de junio de 2018

Consulte información importante, revelaciones y calificaciones al final de este material.

ON THE MARKETS/RENTA FIJA

del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años cayó al 2,93 % y el Bono alemán a 10 años se deslizó seis puntos básicos hasta el 0,42 %.

AUMENTOS DE LA RESERVA FEDERAL. Si la Reserva Federal aumentara cinco veces durante 2019, en línea con su Resumen de Proyecciones Económicas, la tasa de los fondos federales alcanzaría un 3,125 %. Si en ese

momento el rendimiento a 10 años no supera el máximo del ciclo anterior del 3,12 %, tal vez le resulte cada vez más difícil al banco central empujar la tasa de interés hacia arriba. Un escenario así generaría una curva invertida de rendimientos, lo cual es visto como muchos participantes del mercado como un indicador de recesión. Aun cuando esto no implica la inminencia de un declive

económico, creemos que los legisladores tendrán dudas en aumentar las tasas de interés en dicho escenario. En el momento en que la economía de EE. UU. parece impulsar el crecimiento global, las políticas y los factores externos pronto podrán ejercer una creciente influencia sobre el camino de la política monetaria de EE. UU. ■

Sin restricciones y no convencionales

SUSAN K. MCDOWELL

Analista de renta fija
Morgan Stanley Wealth Management

La crisis financiera dio lugar a intervenciones sin precedentes de los bancos centrales globales, represión financiera y tasas de interés históricamente bajas. Desde diciembre de 2008 hasta diciembre de 2015, la tasa de los fondos federales osciló entre 0 y 50 puntos básicos; el Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años que funciona como referencia alcanzó el punto mínimo de varias décadas, registrando un 1,37 % en julio de 2016. Hambrientos de rendimiento, los inversores orientados a los ingresos

miraron hacia fondos de bonos sin restricciones. Morningstar Inc. cuenta con 128.000 millones de USD en 340 fondos de Bonos No Tradicionales, el término que usa la firma para estos fondos mutuos.

Lo que los hace no tradicionales es que tienen una amplia latitud en términos de construcción de carteras y gestión de duración, incluyendo duraciones cortas o negativas. Los fondos de bonos tradicionales generalmente se ajustan a ciertos mercados o rangos de vencimientos. Entendemos que los fondos de bonos sin restricciones son un complemento para

una asignación de renta fija bien diversificada.

Si bien estos fondos pueden tener un desempeño relativamente mejor ante el aumento de las tasas de interés, también pueden mostrar una mayor correlación con activos de riesgo, tales como acciones y bonos corporativos de alto rendimiento. Para los 10 años finalizados el 31 de marzo de 2018, la categoría de Bonos No Tradicionales de Morningstar tenía una correlación de 0,95 respecto del Índice de Bonos Corporativos de Alto Rendimiento de EE. UU. de Bloomberg Barclays y 0,70 respecto del Índice S&P 500. Muchos fondos de bonos sin restricciones también mostraron una especial correlación fuerte con el sector de alto rendimiento.

Consideramos que los fondos de bonos sin restricciones son activos de rendimiento absoluto dentro del grupo más amplio de inversiones alternativas. Estos procuran rendimientos en forma activa sin buscar una referencia particular. A veces, tienen correlaciones negativas respecto de activos de renta fija y correlaciones positivas respecto de las acciones. A veces, es posible que también puedan tener mayor riesgo que las inversiones tradicionales de renta fija.

En nuestro análisis, los fondos sin restricciones se ubican en una de estas tres categorías:

Fondos orientados a la macro. Estos fondos tienden a utilizar tasas de interés, gestión de la duración y asignaciones al sector global, tanto en mercados emergentes como en divisas. Son flexibles en materia de duración, y a menudo recurren a la duración negativa. Dichos

Los activos de los Fondos de Bonos No Tradicionales se dispararon cuando los inversores orientados a ingresos buscaban mayores rendimientos



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management, al 31 de marzo de 2018

fondos pueden mostrar una mayor volatilidad debido a un posicionamiento concentrado en países y divisas, y a apuestas de duración importante.

Fondos sensibles al crédito. Estos fondos tuvieron una correlación elevada con el sector de alto rendimiento, con asignaciones significativas no solo en bonos de alto rendimiento, sino también en préstamos bancarios y deuda de mercados emergentes. En algunos casos, el alto rendimiento superó el 50 % de la cartera. Los fondos sensibles al crédito también tienen flexibilidad en materia de duración, pero generalmente se ubican en un rango ajustado de uno a cinco años.

También contribuyeron con este artículo Steve Lee, CFA, Olga Pujara, CFA, y Jim Szeszowicki.

Fondos diversificados. Estos fondos administran riesgo de tasa de interés mientras se diversifican en varios sectores, incluyendo a los subsectores titulizados. Estos también tienen flexibilidad en materia de duración, pero, al igual que los fondos sensibles al crédito, generalmente se ubican en un rango ajustado de uno a cinco años. Estos fondos tienden a tener menor riesgo, medido por el desvío estándar, y generalmente tienen una volatilidad comparable a la del Índice de Bonos Agregados de EE. UU. de Bloomberg Barclays.

Finalmente, los fondos de bonos sin restricciones deberían coincidir con el

objetivo de cartera y la tolerancia al riesgo del individuo. Teniendo en cuenta el reciente aumento de la volatilidad y el plan de futuros incrementos de la tasa de interés de la Reserva Federal, el entorno económico actual puede ofrecer desafíos y oportunidades para los administradores de este tipo relativamente nuevo de estrategia de inversión. Dependiendo del tipo de fondo, los fondos de bonos sin restricciones podrían ser utilizados para cubrir riesgos específicos de cartera, o simplemente para aumentar una cartera bien diversificada de renta fija. ■

Mirando hacia una nueva era en el transporte

SCOTT HELFSTEIN, PhD

Estratega sénior de Inversiones
Morgan Stanley Wealth Management

¿Está listo para meterse en un vehículo eléctrico autónomo compartido que lo lleve al otro lado de la ciudad? ¿Tal vez? ¿Qué le parece subirse a un taxi volador para volver a casa? ¿Todavía no? ¿Un tren circular que viaja a 1126 km/h o una cinta transportadora de personas le resultarían una manera atractiva de volver a casa? ¿Por qué no elegir la entrega en una hora cuando los drones toman los cielos urbanos y cabalgar en el espacio aéreo como lo hacen hoy los

taxi en las calles de la ciudad?

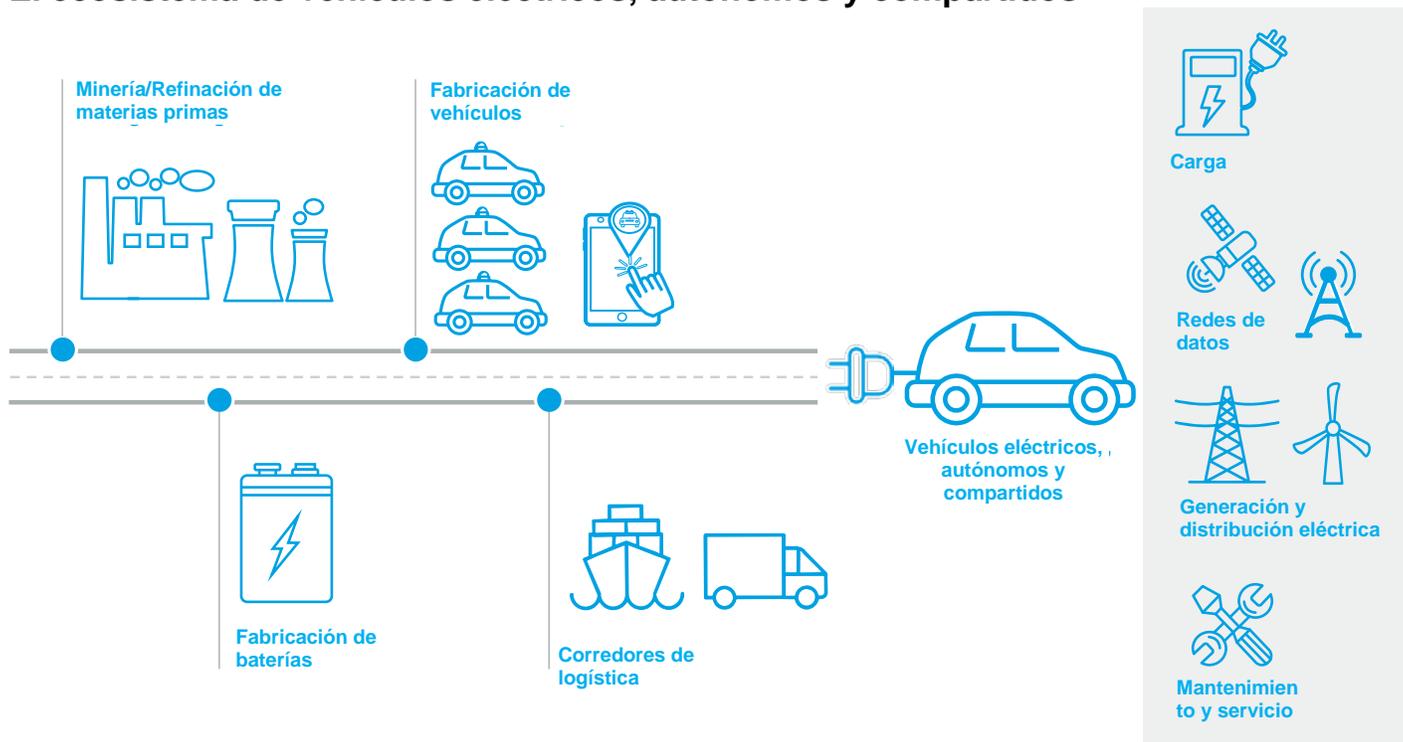
Para muchos, incluidos nosotros, esto parece un futuro vertiginoso y hasta abrumador, pero también igualmente emocionante. Algunas de estas cosas posiblemente no se hagan realidad, pero, después de años de estancamiento, las modalidades del transporte futuro parecen listas para cambiar.

La tecnología de transporte a menudo tuvo un exceso de promesas y una falta de cumplimiento. Todavía confiamos en el ecosistema de automóviles con cambios mínimos en los últimos 100 años. El primer tren de alta velocidad fue explorado

en Prusia en 1899, y Henry Ford comenzó a hablar de automóviles voladores en 1940. Muchas innovaciones en materia de transporte no tuvieron un alto nivel de aceptación, y algunas ni siquiera lograron despegar. Separar el despliegue publicitario de la realidad es difícil, pero algunas señales sugieren que la sociedad estaría alcanzando un punto de inflexión.

AVANZANDO. Las tres innovaciones tecnológicas y sociales fundamentales que probablemente impulsen al transporte hacia una nueva era son los recursos compartidos, las energías alternativas y los sistemas autónomos (ver cuadro). Cada uno de estos, a su modo, ofrece soluciones a ciertos desafíos, pero la oportunidad de combinarlos podría tener un impacto multiplicador. La transición hacia la industria de transporte del futuro no sucederá de la noche a la mañana, pero existen una oportunidad para que los inversores participen en el camino, especialmente en las áreas que están fuera de lo convencional.

El ecosistema de vehículos eléctricos, autónomos y compartidos



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management

¿Qué significa “fuera de lo convencional”? Para ser francos, esto se refiere a gran parte del sector que está fuera de los vehículos de pasajeros. Los automóviles eléctricos y autónomos tienen la mayor atención mientras las empresas encuentran oportunidades más allá de los automóviles eléctricos autónomos. Los avances en materia de navegación y transporte aeroespacial concentran menos atención y es posible que sean rentables antes de la adopción masiva de los nuevos automóviles para consumidores.

NECESARIA INNOVACIÓN. La necesidad de una transformación más radical en un sistema que avanzó de manera incremental es aparente. El rápido crecimiento de las áreas urbanas y la congestión resultante exige soluciones innovadoras. Los cambios en los patrones de consumo global, como el crecimiento de la venta minorista en línea, impactan la exigencia de transporte. Los riesgos climáticos se vuelven más graves a medida que las personas viajan más tiempo para trabajar en áreas urbanas o transportan más productos hacia sus hogares.

llevan vehículos de prueba a las carreteras y comercializan la eficiencia energética, respectivamente. Los componentes, como sensores y materiales de baterías, ciertamente se beneficiarán a medida que avancen las pruebas, aun si la adopción

En resumen, la demanda de un sistema de transporte que luzca muy diferente de aquí a 30 años se está construyendo, y existen múltiples soluciones potenciales para cada desafío. Alternativamente, el rápido crecimiento de la economía de compartir posiblemente presente una solución, ya que menos vehículos compartidos transportan a más personas. Los grandes cambios en los sistemas de tránsito público ofrecen otra opción, ya que los trenes de alta velocidad y hasta las cápsulas personalizadas pueden dirigirse a paradas locales. Quizás la parte más emocionante sea analizar de qué manera se conjugan y coinciden este diferente conjunto de soluciones.

DESAFÍOS. La tecnología, las personas y las políticas públicas son, a la vez, una fuerza de movilización y una barrera a los avances. La mitad de los estadounidenses

masiva toma algo más de tiempo. Sin embargo, los automóviles de pasajeros solo representan el 26 % del sector de transporte global, lo que significa que existen

quien dice que prefiere un motor a combustión a un vehículo eléctrico, y menos de la mitad estaría cómodo viajando en un vehículo autónomo. La manera en que la política pública evolucione para lidiar con las preguntas que generan los vehículos autónomos en situaciones de emergencia es apenas un destello en la agenda legislativa. Aun así, estos asuntos serán centrales para trazar el curso hacia el futuro y ayudar a determinar el sistema de transporte del mañana. ■

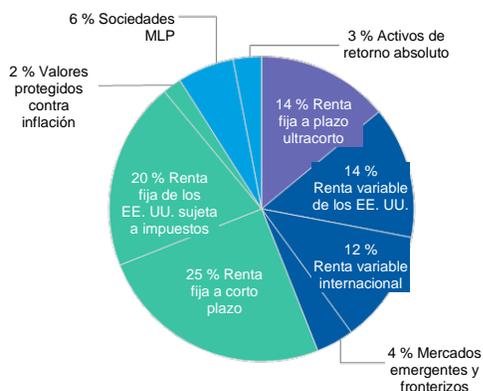
Nuestro informe completo “Dow Transports 2050” se encuentra disponible en la edición del 17 de mayo de AlphaCurrents, una nueva publicación sobre inversiones temáticas.

Comité de Inversiones Globales

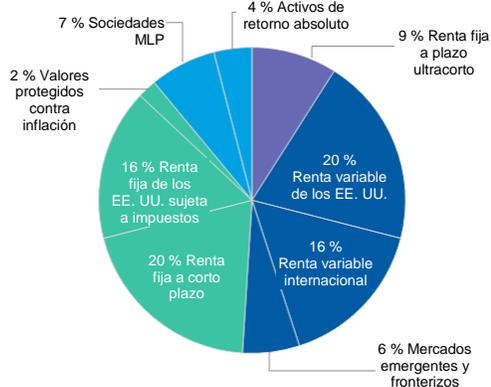
Asignación táctica de activos

El Comité de Inversiones Globales proporciona orientación sobre decisiones de asignación de activos mediante sus distintos modelos. Los cinco modelos que figuran a continuación se recomiendan a los inversionistas con un máximo de 25 millones de USD en activos invertibles. Se basan en una escala creciente de riesgo (volatilidad prevista) y retorno previsto.

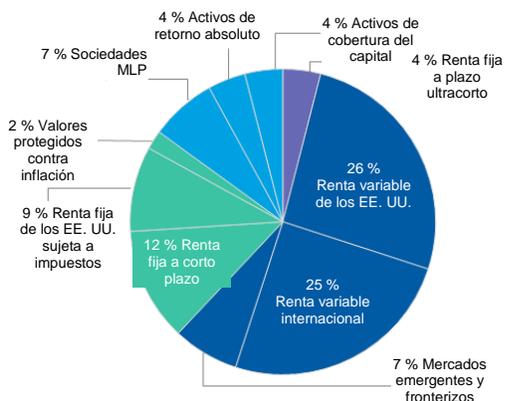
Conservación del patrimonio



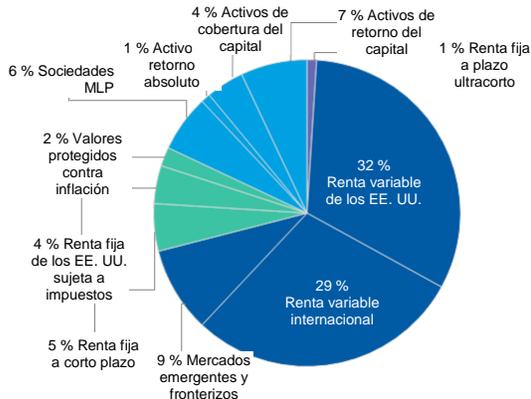
Ingresos



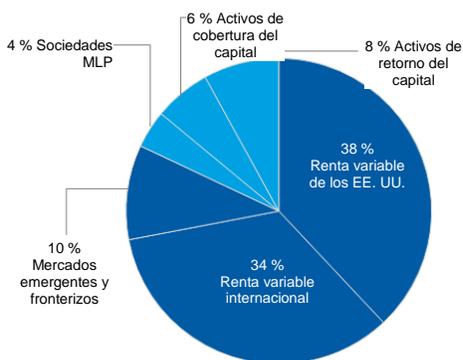
Crecimiento equilibrado



Crecimiento del mercado



Crecimiento oportunista

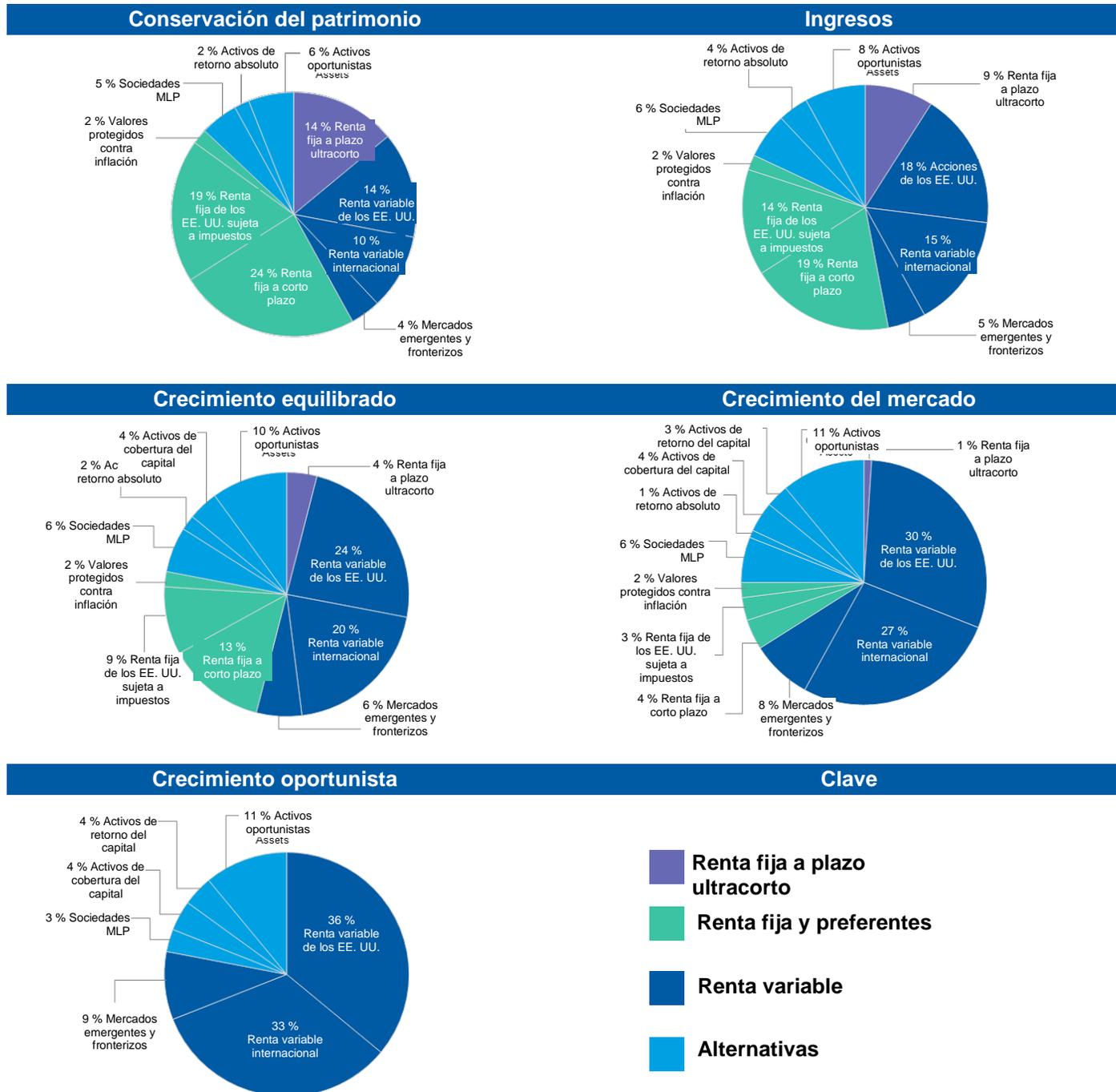


Clave

- Renta fija a plazo ultracorto
- Renta fija y preferentes
- Renta variable
- Alternativas

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 30 de junio de 2018

El Comité de Inversiones Globales proporciona orientación sobre decisiones de asignación de activos mediante sus distintos modelos. Los cinco modelos que figuran a continuación se recomiendan a los inversionistas con más de 25 millones de USD en activos invertibles. Se basan en una escala creciente de riesgo (volatilidad prevista) y retorno previsto.



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 30 de junio de 2018

Razonamiento para asignación táctica de activos

Renta variable mundial		Ponderación relativa dentro de las acciones
EE. UU.	Igual ponderación	A la renta variable de los EE. UU. le ha ido excepcionalmente bien desde la crisis financiera mundial, pero ahora se encuentra en las últimas fases de un mercado alcista cíclico. Si bien la aceleración de la agenda procrecimiento de Trump y los republicanos creó el crecimiento de la economía y de los pronósticos de ganancias, es probable que también esté sembrando las semillas para el final de ciclo cuando la Reserva Federal esté obligada a aumentar las tasas y ajustar la política de manera más deliberada.
Renta variable internacional (Mercados desarrollados)	Sobreponderación	Mantenemos una inclinación positiva hacia los mercados de renta variable de Japón y Europa. Los movimientos populistas de todo el mundo ahora se están expandiendo a Italia, que podría estimular un mayor apoyo fiscal de Alemania y Francia. Esto sería un catalizador potencialmente positivo, pero no es probable que se desarrolle antes de septiembre.
Mercados emergentes	Sobreponderación	Las acciones de los mercados emergentes (emerging market, EM) fueron la mejor región durante los últimos 24 meses, pero están teniendo un mal desempeño en lo que va de 2018. Algo de esto es simplemente el resultado de un mercado que necesita consolidar ganancias espectaculares de los últimos años. Sin embargo, también está directamente relacionado con la campaña de ajuste de la Reserva Federal. Esperamos que los EM encuentren un apoyo cerca de los niveles actuales, y que finalicen el año de manera sólida.
Renta fija mundial		Ponderaciones relativas dentro de la renta fija
Grado de inversión en los EE. UU.	Subponderación	Hemos recomendado una duración más corta* (vencimientos) desde marzo de 2013 teniendo en cuenta los rendimientos extremadamente bajos y las posibles pérdidas de capital asociadas al aumento de las tasas de interés desde niveles tan bajos. Si bien las tasas de interés se mantuvieron excepcionalmente bajas, los datos económicos de los EE. UU. han sido muy sólidos recientemente y la Reserva Federal actualmente está incrementando las tasas en forma acelerada. Tiene sentido aumentar un poco la duración cuando el rendimiento del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años está por encima del 3 %.
Grado de inversión internacional	Subponderación	Los rendimientos son incluso más bajos fuera de los EE. UU., dejando valores muy bajos en la renta fija internacional, particularmente a medida que la economía mundial comienza a recuperarse de manera más amplia. En nuestra opinión, si bien es probable que las tasas de interés se mantengan bajas, las ventajas compensatorias de la diversificación no justifican mantener muchas posiciones, puede que ninguna.
Valores protegidos de la inflación	Sobreponderación	Si bien los temores deflacionarios se volvieron extremos en 2015 y a comienzos de 2016, estos títulos todavía ofrecen un valor relativo en el contexto de nuestra pronosticada aceleración del crecimiento mundial y nuestra expectativa de que la tasa de cambio interanual de los precios del petróleo y el dólar estadounidense vuelvan a acercarse al 0 %. Ese punto de vista se desarrolló en 2016 y 2017, pero todavía no ha terminado.
Alto rendimiento	Subponderación	El alto rendimiento ha tenido un desempeño excepcionalmente bueno desde principios de 2016 con la estabilización del precio del petróleo y la retracción de los actores más débiles. Recientemente, llevamos a cero las posiciones de alto rendimiento que todavía manteníamos, mientras nos preparamos para el deterioro de la calidad de las ganancias en EE. UU. lideradas por márgenes operativos más bajos. Es probable que los diferenciales de crédito hayan tocado fondo en este ciclo.
Inversiones alternativas		Ponderaciones relativas dentro de las inversiones alternativas
Bienes raíces/Fondos de inversión en bienes raíces (REIT)	Subponderación	Los fondos de inversión en bienes raíces (Real Estate Investment Trust, REIT) han tenido un menor desempeño en comparación con las acciones globales desde mediados de 2016, cuando las tasas de interés tocaron fondo. Pensamos que todavía es muy pronto para reconsiderar nuestra asignación subponderada de cero debido al aún mayor aumento de tasas esperado y al deterioro de los datos fundamentales de la industria. Los REIT extranjeros deberían resultar favorecidos en relación con los REIT estadounidenses.
w	Sobreponderación	Las Sociedades Limitadas Maestras (Master Limited Partnerships, MLP) cotizaron mejor desde su capitulación en marzo con el anuncio regulatorio de FERC. Ahora que los precios del petróleo son mucho más estables y retoman el camino alcista, las MLP concertaron más interés debido a sus rendimientos del 8 % al 10 %.

Estrategias de cobertura (Fondos de cobertura y Futuros gestionados)	Igual ponderación	Esta clase de activos puede proporcionar exposición sin correlación a los mercados tradicionales de activos de riesgo. Tiende a un sobredesempeño cuando las clases de activos tradicionales se ven desafiadas por amenazas de crecimiento o picos de volatilidad de la tasa de interés. Estas estrategias deberían tener mejores resultados que en los últimos años, ya que la volatilidad se torna más persistente en 2018.
--	-------------------	---

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 30 de junio de 2018

***Para obtener más información acerca de los riesgos de las sociedades maestras limitadas (MLP) y a la duración, consulte la sección Consideraciones de riesgos, que comienza en la página 16 de este informe.**

Definiciones de índices

Para obtener las definiciones de índices, indicadores y estudios a los que se hace referencia en este informe, visite <http://www.morganstanleyfa.com/public/projectfiles/id.pdf>.

Consideraciones de riesgos

Inversiones alternativas

El único propósito del presente material es proporcionar información y de ninguna manera constituye una oferta o publicidad para la compra o venta de valores, otro tipo de inversión o servicio, o para atraer fondos o depósitos. Las inversiones mencionadas pueden no ser adecuadas para todos los clientes. Cualquier producto analizado en el presente material podrá adquirirse únicamente cuando el cliente haya revisado detenidamente el memorando de oferta y haya firmado los documentos de suscripción. Morgan Stanley Wealth Management no ha considerado los objetivos, las metas, las estrategias ni las pautas de inversión reales o deseadas ni las circunstancias fácticas de ningún inversionista en ningún fondo. Antes de realizar cualquier tipo de inversión, cada inversionista debería considerar con detenimiento los riesgos asociados a la inversión, tal y como se analizarán en el memorando de oferta, y tomar una decisión que se base en sus circunstancias particulares. La inversión debería ser coherente con sus objetivos de inversión y tolerancia al riesgo.

Las inversiones alternativas con frecuencia son especulativas e incluyen un alto grado de riesgo. Los inversionistas podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Las inversiones alternativas solo son adecuadas para inversionistas a largo plazo que estén dispuestos a renunciar a la liquidez y poner el capital en riesgo por un periodo indefinido de tiempo. Pueden ser altamente ilíquidas y pueden recurrir al apalancamiento y a otras prácticas especulativas que pueden aumentar la volatilidad y el riesgo de pérdida. Las inversiones alternativas normalmente aplican cargos más altos que las inversiones tradicionales. Los inversionistas deberían revisarlas con detenimiento y considerar los posibles riesgos antes de invertir.

Cierta información incluida en el presente material puede constituir declaraciones prospectivas. Debido a varios riesgos e incertidumbres, los eventos, resultados o el desempeño real de un fondo pueden diferir sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en dichas declaraciones prospectivas. Los clientes deberían analizar detenidamente los objetivos, riesgos, cargos y gastos de inversión de los fondos antes de invertir.

Las inversiones alternativas incluyen estructuras impositivas complejas, inversiones impositivas ineficaces y retrasos en la distribución de información impositiva importante. Los fondos individuales tienen riesgos específicos relacionados a sus programas de inversión que varían según el fondo. Los clientes deberían consultar con sus propios asesores impositivos y legales, ya que Morgan Stanley Wealth Management no proporciona asesoramiento impositivo ni legal.

Los intereses en productos de inversión alternativa se ofrecen de conformidad con los términos del memorando de oferta aplicable, se distribuyen a través de Morgan Stanley Smith Barney LLC y ciertas afiliadas, y 1) no están asegurados por la Corporación Federal de Seguros de Depósito (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), 2) no son depósitos u otras obligaciones de Morgan Stanley ni ninguna de sus afiliadas, 3) no están garantizados por Morgan Stanley ni sus afiliadas, e 4) implican riesgos de inversión que incluyen la posible pérdida del capital. Morgan Stanley Smith Barney LLC es un agente de bolsa registrado, no un banco.

Desempeño hipotético

General: el rendimiento hipotético no debería considerarse como garantía de rendimiento futuro, ni como garantía del logro de objetivos financieros generales. La asignación de activos y la diversificación no garantizan una ganancia ni protegen contra las pérdidas en mercados financieros en descenso.

Los resultados del desempeño hipotético tienen limitaciones inherentes. El desempeño que se muestra aquí es simulado, basado en índices de referencia, no en resultados de inversiones de una cartera real u operaciones reales. Pueden existir grandes diferencias entre los resultados del desempeño hipotético y del desempeño real alcanzado mediante la asignación de un activo en particular.

A pesar de las limitaciones del rendimiento hipotético, estos resultados de rendimiento hipotético pueden permitir que los clientes y asesores financieros obtengan un sentido del riesgo/la compensación de rentabilidad de las distintas estructuras de asignación de activos.

Invertir en el mercado conlleva el riesgo de volatilidad del mercado. El valor de todos los tipos de títulos puede aumentar o disminuir durante periodos de tiempo variados.

El presente análisis no pretende recomendar ni implementar una estrategia de inversión. Los pronósticos financieros, las tasas de retorno, el riesgo, la inflación y otras suposiciones se pueden utilizar como base para ejemplos en este análisis. No deberían considerarse como garantía de desempeño futuro, ni como garantía del logro de objetivos financieros generales. Ningún análisis tiene la capacidad de predecir el futuro, eliminar el riesgo o garantizar resultados de inversión de manera precisa. Debido a que el retorno de la inversión, la inflación, los impuestos y otras condiciones económicas varían de las suposiciones utilizadas en el presente análisis, sus resultados reales variarán (quizás significativamente) de los presentados en este análisis.

Las tasas de retorno previstas en el presente análisis no reflejan ninguna inversión específica y no incluyen cargos o gastos en los que el inversionista puede incurrir al invertir en productos específicos. Los retornos reales de una inversión específica pueden ser mayores o menores que los retornos usados en el presente análisis. Las suposiciones sobre el retorno se basan en tasas de retorno hipotéticas de índices de valores que sirven como aproximaciones para las distintas clases de activos. Además, los diferentes pronósticos pueden optar por índices diferentes como aproximación para la misma clase de activo, por lo tanto, influyen en el retorno de la clase de activo.

MLP

Las sociedades maestras limitadas (MLP) son sociedades limitadas o sociedades de responsabilidad limitada que pagan impuestos como sociedades y cuyas participaciones (unidades de sociedad limitada o unidades de la compañía de responsabilidad limitada) se cotizan en las bolsas de valores como acciones ordinarias. Actualmente, la mayoría de las MLP operan en los sectores de energía, recursos naturales o de bienes raíces. Las inversiones en participaciones de MLP están sujetas a los riesgos aplicables en general a las empresas de los sectores de energía y de recursos naturales, como el riesgo por el precio de las materias primas, el riesgo de oferta y demanda, el riesgo de agotamiento y el riesgo de exploración.

Las MLP individuales son sociedades que se cotizan en la bolsa y que tienen riesgos específicos relacionados con su estructura. Estos incluyen, pero no están limitados a, su dependencia de los mercados de capital para financiar el crecimiento, fallo adverso sobre el tratamiento fiscal actual de las distribuciones (por lo general, con impuestos diferidos en su mayoría), y el riesgo de volumen de las materias primas.

Los posibles beneficios fiscales de la inversión en MLP dependen de que se puedan considerar como asociaciones para el impuesto sobre la renta federal y, si la MLP se considera una corporación, entonces sus ingresos estarían sujetos a impuestos federales como persona jurídica, lo que reduce la cantidad de dinero en efectivo disponible para su distribución al fondo, lo que podría resultar en una reducción del valor del fondo.

Las MLP conllevan un riesgo de tasa de interés y pueden tener un desempeño inferior en un entorno de tasas de interés al alza. Los fondos de MLP devengan impuestos diferidos para los pasivos por impuestos futuros asociados con la parte de las distribuciones de MLP que se considera un retorno del capital con impuestos diferidos y para las ganancias operativas netas, así como la revalorización del capital de sus inversiones; este pasivo con impuestos diferidos se refleja en el valor liquidativo (NAV) diario; y, en consecuencia, el desempeño del fondo de MLP después de impuestos podría diferir significativamente de los activos subyacentes, incluso si se sigue de cerca el desempeño antes de impuestos.

Duración

La duración, la variable más utilizada para medir el riesgo de los bonos, cuantifica el efecto de los cambios en las tasas de interés sobre el precio de un bono o cartera de bonos. Cuanto más larga sea la duración, más sensible será el bono o la cartera a los cambios en las tasas de interés. En general, si las tasas de interés suben, los precios de los bonos bajan y viceversa. Los bonos a más largo plazo tienen una duración más larga o mayor que los bonos a más corto plazo; por lo tanto, se verían afectados por el cambio de las tasas de interés por un período mayor de tiempo si las tasas de interés se incrementaran. En consecuencia, el precio de un bono a largo plazo se reduciría de manera significativa en comparación con el precio de un bono a corto plazo.

La inversión internacional implica un mayor riesgo, así como mayores beneficios potenciales en comparación con la inversión en los EE. UU. Estos riesgos incluyen incertidumbre política y económica de esos países, así como el riesgo de fluctuaciones en sus monedas. Estos riesgos se acrecientan en países con mercados emergentes, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables, y mercados y economías menos afianzados.

Las inversiones en futuros gestionados son especulativas, implican un alto grado de riesgo, emplean considerable apalancamiento, tienen una liquidez limitada o pueden ser generalmente ilíquidas, pueden incurrir en cargos importantes, pueden someter a los inversionistas a conflictos de intereses y generalmente son adecuadas solo para la parte de capital riesgo de la cartera de un inversionista. Antes de invertir en cualquier sociedad y con el fin de tomar una decisión informada, los inversionistas deben leer el folleto informativo correspondiente o los documentos de la oferta detenidamente para obtener información adicional, como los cargos, gastos y riesgos. Las inversiones de futuros gestionados no están destinadas a sustituir a los valores de renta variable o renta fija, sino que más bien pueden actuar como complemento de estas categorías de activos en una cartera diversificada.

Invertir en materias primas conlleva riesgos significativos. Los precios de las materias primas pueden verse afectados por una variedad de factores, en cualquier momento, incluidos, entre otros: i) cambios en las relaciones de oferta y demanda; ii) programas y políticas gubernamentales; iii) acontecimientos políticos y económicos nacionales e internacionales, guerra y eventos terroristas; iv) cambios en las tasas de interés y los tipos de cambio; v) actividades de compraventa de materias primas y contratos relacionados; vi) plagas, cambio tecnológico y condiciones climáticas; y vii) volatilidad del precio de una materia prima. Además, los mercados de materias primas pueden sufrir distorsiones temporales u otras interrupciones debido a diversos factores, entre ellos, la falta de liquidez, la participación de especuladores y la intervención del gobierno.

Los metales preciosos físicos son productos no regulados. Los metales preciosos son inversiones especulativas, que pueden experimentar volatilidad de los precios a corto y a largo plazo. El valor de las inversiones en metales preciosos puede fluctuar y puede revalorizarse o disminuir, de acuerdo con las condiciones del mercado. Si se venden en un mercado en descenso, el precio que se reciba puede ser inferior a la inversión original. A diferencia de los bonos y de las acciones, los metales preciosos no efectúan pagos de intereses o dividendos. Por lo tanto, los metales preciosos pueden no ser adecuados para inversionistas que requieren ingresos corrientes. Los metales preciosos son materias primas que se deben almacenar de forma segura, lo cual puede imponer costos adicionales a los inversionistas. La Corporación para la protección de inversionistas en

valores (Securities Investor Protection Corporation, SIPC) brinda cierta protección al dinero en efectivo y a los valores de los clientes en el caso de quiebra de una firma de corretaje, otras dificultades financieras o si los activos de los clientes se extravían. El seguro de la SIPC no se aplica a los metales preciosos u otras materias primas.

Los bonos están sujetos al riesgo de las tasas de interés. Cuando las tasas de interés suben, los precios de los bonos bajan; generalmente, cuanto más extenso sea el vencimiento de un bono, más sensible es a este riesgo. Los bonos también pueden estar sujetos al riesgo de rescate, que es el riesgo de que el emisor rescate la deuda a su elección, total o parcialmente, antes de la fecha de vencimiento prevista. El valor de mercado de los instrumentos de deuda puede fluctuar y el producto de las ventas antes del vencimiento puede ser mayor o menor que el monto inicialmente invertido o que el valor al vencimiento debido a cambios en las condiciones del mercado o cambios en la calidad crediticia del emisor. Los bonos están sujetos al riesgo de crédito del emisor. Este es el riesgo de que el emisor pudiera no ser capaz de efectuar los pagos de interés o capital de forma puntual. Los bonos también están sujetos al riesgo de reinversión, que es el riesgo de que los pagos de capital o interés de una inversión determinada se reinviertan a una tasa de interés más baja.

Los bonos con calificación por debajo de grado de inversión pueden tener características especulativas y presentar riesgos significativos superiores a los de otros valores, como el riesgo de crédito y de volatilidad de precios en el mercado secundario. Los inversionistas deben ser cuidadosos y tener en cuenta estos riesgos junto con sus circunstancias individuales, objetivos y tolerancia al riesgo antes de invertir en bonos de alto rendimiento. Los bonos de alto rendimiento deben ser solo una parte limitada de una cartera equilibrada.

El interés de los bonos municipales está generalmente exento del impuesto sobre la renta federal; sin embargo, algunos bonos pueden estar sujetos al impuesto mínimo alternativo (Alternative Minimum Tax, AMT). Por lo general, la exención de impuestos estatales se aplica si los valores se emiten dentro del estado de residencia de la persona y, en caso de ser aplicable, la exención de impuestos locales es aplicable si los valores se emiten dentro de la ciudad de residencia de una persona.

Los pagos de cupones de los valores del Tesoro con protección contra inflación (Treasury Inflation Protection Securities, TIPS) y el capital subyacente se incrementan automáticamente para contrarrestar la inflación, siguiendo al índice de precios al consumidor (IPC). Si bien se garantiza la tasa real de retorno, los TIPS tienden a ofrecer uno bajo. Debido a que el retorno de los TIPS está vinculado a la inflación, los TIPS podrán tener un desempeño significativamente inferior en comparación con los bonos del Tesoro de los EE. UU. convencionales en tiempos de baja inflación.

La renta fija a plazo ultracorto es una clase de activo compuesta por valores de renta fija con vencimientos de alta calidad y muy cortos. Por lo tanto, está sujeta a los riesgos asociados a los valores de deuda como el crédito y el riesgo de tasa de interés.

La mayoría de los **valores preferentes** con valor nominal de 25 y 1000 USD son "amortizables", lo que significa que el emisor puede retirar los valores a precios específicos y fechas anteriores al vencimiento. Los pagos de intereses/dividendos en ciertas emisiones preferentes pueden ser diferidos por el emisor por períodos de hasta 5 a 10 años dependiendo de la emisión en particular. El inversionista todavía tiene la responsabilidad de pagar impuestos sobre la renta, aunque no haya recibido los pagos. El precio citado es por acción de 25 o 1000 USD, a menos que se le indique lo contrario. El rendimiento actual se calcula al multiplicar el cupón por el valor nominal, dividido por el precio de mercado.

La tasa de interés inicial en un **valor de tasa flotante** puede ser más baja que la de un valor de tasa fija con el mismo vencimiento porque los inversionistas esperan recibir ganancias adicionales de los futuros aumentos en la tasa de referencia subyacente del valor de tasa flotante. La tasa de referencia puede ser un índice o una tasa de interés. Sin embargo, no hay garantía de que la tasa de referencia vaya a aumentar. Ciertos valores de tasa flotante pueden estar sujetos a riesgo de rescate.

El valor de mercado de **bonos convertibles** y las acciones ordinarias subyacentes fluctuarán y, luego de la compra, pueden tener un valor mayor o menor que el costo original. Si se venden antes del vencimiento, los inversionistas pueden recibir más o menos que el precio original de compra o valor de vencimiento dependiendo de las condiciones del mercado. El emisor puede rescatar los bonos amortizables antes del vencimiento. Pueden existir funciones de rescate adicionales que pueden afectar el rendimiento.

Algunos de los **valores preferentes** con valor nominal de 25 o 1000 USD son elegibles para ingresos por dividendos calificados (Qualified Dividend Income, QDI). La información sobre la elegibilidad para QDI se obtiene de fuentes externas. Los ingresos de dividendos en los QDI preferentes elegibles califican para una reducción de tasa impositiva. Muchos de los valores preferentes perpetuos tradicionales que "pagan dividendos" (preferentes tradicionales sin fecha de vencimiento) son elegibles para QDI. Para calificar para el trato preferencial impositivo, los inversionistas deben mantener todos los valores preferentes calificados por un período mínimo (91 días durante un período de 180 días, comenzando 90 días antes de la fecha del dividendo anterior).

El capital se devuelve en forma mensual por la duración de un **valor con respaldo hipotecario (Mortgage-Backed Security, MBS)**. El pago anticipado del capital puede afectar de manera significativa el flujo de ingresos mensuales y el vencimiento de cualquier tipo de MBS, lo que incluye MBS estándar, obligaciones hipotecarias garantizadas (Collateralized Mortgage Obligations, CMO) y Lottery Bonds. Los rendimientos y la duración promedio se calculan en función de estimaciones de pagos por adelantado y pueden cambiar según el pago anticipado real de las hipotecas en conjuntos subyacentes. El nivel de previsibilidad de la duración promedio de MBS/CMO y su precio de mercado depende de la clase de MBS/CMO que se compre y los movimientos en la tasa de interés. En general, si las tasas de interés caen, las velocidades de los pagos anticipados se pueden incrementar, acortando así la duración promedio de MBS/CMO, lo que podría hacer que aumente su precio de mercado. A la inversa, a medida que suben las tasas de interés, las velocidades de los pagos anticipados tienden a bajar, alargando así la duración promedio de MBS/CMO, lo que podría hacer que baje su precio de mercado. Algunos MBS/CMO pueden tener "descuento de emisión original" (Original Issue Discount, OID). El OID ocurre si el precio original de emisión del MBS/CMO está por debajo de su precio de amortización establecido al momento de su vencimiento, y da como resultado un "interés imputado" que debe ser informado anualmente por motivos impositivos, lo que lleva a un pasivo con impuestos aun cuando no se haya recibido el interés. Se insta a los inversionistas a consultar con sus asesores fiscales para obtener más información.

Fondos de capital fijo

La calidad crediticia es una medida de la solvencia de un emisor de bonos o la capacidad de pagar los intereses y el capital a los tenedores de bonos de manera oportuna. Las calificaciones crediticias que se muestran se basan en la calificación de los valores de cada fondo proporcionada por Standard & Poor's, Moody's o Fitch, según corresponda. Las agencias de calificación emiten calificaciones crediticias para los valores subyacentes en el fondo y no para el fondo en sí, y la calidad crediticia de los valores en el fondo no representa la estabilidad o seguridad del fondo.

Las calificaciones crediticias mostradas oscilan entre AAA, (la más alta) y D (la más baja) según la clasificación de S&P y Fitch (el equivalente de Aaa y C, respectivamente, de Moody's). Las calificaciones de BBB o más altas de S&P y Fitch (Baa o superior de Moody's) se consideran valores de grado de inversión. Si dos o más de las agencias han asignado calificaciones diferentes a un valor, se aplica la calificación más alta. Los valores que no están calificados por las tres agencias se clasifican como valores no clasificados (Not Rated, "NR").

La inversión en moneda implica riesgos adicionales especiales, como de crédito, fluctuaciones de las tasas de interés, riesgo de inversión en instrumentos derivados, y tasas de inflación estadounidenses y extranjeras, que pueden ser volátiles y pueden tener menos liquidez que otros valores y ser más sensibles a los efectos de diversas condiciones económicas. Además, la inversión internacional conlleva mayor riesgo, así como mayores recompensas potenciales en comparación con la inversión en los EE. UU. Estos riesgos incluyen incertidumbre política y económica de esos países, así como el riesgo de fluctuaciones en sus monedas. Estos riesgos se acrecientan en países con mercados emergentes, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables, y mercados y economías menos afianzados.

La inversión en mercados emergentes y extranjeros conlleva mayores riesgos que los normalmente asociados con los mercados estadounidenses, como riesgos políticos, monetarios, económicos y del mercado. Estos riesgos se acrecientan en **mercados fronterizos**.

El reequilibrio no protege contra la pérdida en mercados financieros en descenso. Puede haber una potencial implicación fiscal con una estrategia de reequilibrio. Los inversionistas deben consultar con su asesor fiscal antes de implementar una estrategia de este tipo.

Los valores de renta variable pueden fluctuar en respuesta a las noticias sobre las compañías, las industrias, las condiciones del mercado y el entorno económico general.

Además del riesgo general de tener valores que pueden disminuir su valor, los **fondos de capital fijo** pueden tener riesgos adicionales relacionados con los precios del mercado en descenso, en relación con el valor liquidativo (NAV), el subdesempeño del gestor activo y un posible apalancamiento. Algunos fondos también invierten en valores extranjeros que pueden suponer riesgos en la moneda.

Las compañías que pagan **dividendos** pueden reducir o cortar los pagos en cualquier momento.

Una inversión orientada al valor no garantiza ganancias ni elimina el riesgo. No todas las empresas cuyas acciones se consideran acciones de valor son capaces de hacer repuntar sus negocios o de utilizar exitosamente estrategias correctivas, lo cual podría traducirse en que los precios de sus acciones no suban como se esperaba inicialmente.

Una inversión orientada al crecimiento no garantiza ganancias ni elimina el riesgo. Las acciones de estas empresas pueden tener valoraciones comparativamente altas. Debido a estas altas valoraciones, una inversión en una acción de crecimiento puede ser más riesgosa que una inversión en una empresa con expectativas de crecimiento más modestas.

La asignación de activos y la diversificación no garantizan una ganancia ni protegen contra las pérdidas en mercados financieros en descenso.

Los **índices** no son gestionados. Los inversionistas no pueden invertir directamente en un índice. Los índices se muestran solo con fines ilustrativos y no representan el desempeño de ninguna inversión específica.

Los **índices seleccionados por Morgan Stanley Wealth Management** para medir el desempeño son representativos de clases amplias de activos. Morgan Stanley Smith Barney LLC conserva el derecho de cambiar los índices representativos en cualquier momento.

Los riesgos de invertir en REIT son similares a los asociados con las inversiones directas en el sector de bienes raíces: fluctuaciones del valor de la propiedad, falta de liquidez, diversificación limitada y sensibilidad a factores económicos, como los cambios en las tasas de interés y recesiones del mercado.

Debido a su enfoque limitado, **las inversiones sectoriales** tienden a ser más volátiles que las inversiones que diversifican en muchos sectores y compañías.

Las acciones de tecnología pueden ser especialmente volátiles. Los riesgos aplicables en general a las empresas de los sectores **de energía y de recursos naturales** incluyen el riesgo del precio de las materias primas, el riesgo de oferta y demanda, el riesgo de agotamiento, y el riesgo de exploración.

Los rendimientos pueden cambiar de acuerdo con las condiciones económicas. El rendimiento es solo uno de los factores para considerar al tomar una decisión de inversión.

Las calificaciones crediticias pueden cambiar.

Ciertos valores mencionados en este material pueden no haber sido registrados conforme a la Ley de Valores de los EE. UU. de 1933, en su forma enmendada, y, si no fueron registrados, no podrán ser ofrecidos o vendidos sin la correspondiente exención. Los receptores deben cumplir con todas las restricciones legales y contractuales con respecto a su compra, tenencia, venta, ejercicio de derechos o cumplimiento de las obligaciones en virtud de cualquier transacción de valores/instrumentos.

Divulgaciones

Morgan Stanley Wealth Management es el nombre comercial de Morgan Stanley Smith Barney LLC, un agente de bolsa registrado en los Estados Unidos. Este material ha sido preparado solo con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni de venta ni una publicidad de una oferta

para comprar o vender ningún valor u otro instrumento financiero, ni para participar en ninguna estrategia de compraventa de acciones. El desempeño en el pasado no es necesariamente indicativo del desempeño en el futuro.

El (los) autor(es) (si se indica algún autor) principalmente responsable de la preparación de este material recibe compensación en función de varios factores, lo que incluye la calidad y precisión de su trabajo, los ingresos de la empresa (incluidos ingresos por operaciones bursátiles y del mercado de capitales), los comentarios de los clientes y factores competitivos. Morgan Stanley Wealth Management tiene participación en muchos negocios que pueden estar relacionados con compañías, valores o instrumentos mencionados en este material.

Este material ha sido preparado solo con fines informativos y no constituye una oferta de compra o de venta ni una publicidad de una oferta para comprar o vender ningún valor/instrumento, ni para participar en ninguna estrategia de compraventa de acciones. Una oferta tal se haría solo después de que un posible inversionista haya completado su propia investigación independiente de los valores, instrumentos o transacciones, y haya recibido toda la información que requiera para tomar sus propias decisiones de inversión, lo que incluye, si corresponde, una revisión de toda circular o memorando de oferta que describa dicho valor o instrumento. Esa información contendría datos importantes no incluidos en el presente material y a los que se remiten los posibles participantes. Este material está basado en información pública hasta la fecha especificada, y puede haber quedado obsoleta desde entonces. No tenemos ninguna obligación de informarle cuando los datos del presente cambien. No hacemos ninguna manifestación o garantía con respecto a la exactitud o integridad de este material. Morgan Stanley Wealth Management no tiene ninguna obligación de proporcionar información actualizada sobre los valores/instrumentos mencionados en este material.

Los valores/instrumentos analizados en este material pueden no ser adecuados para todos los inversionistas. La idoneidad de una inversión o estrategia particulares dependerá de las circunstancias y los objetivos individuales de los inversionistas. Morgan Stanley Wealth Management recomienda que los inversionistas evalúen independientemente las inversiones y estrategias específicas, y alienta a los inversionistas a buscar el consejo de un asesor financiero. El valor y los ingresos procedentes de las inversiones pueden variar debido a cambios en las tasas de interés, tipos de cambio, las tasas de incumplimiento de pago, las tasas de pago anticipado, los precios de los valores/instrumentos, los índices del mercado, condiciones operativas o financieras de las compañías y otros emisores, u otros factores. Las estimaciones sobre el desempeño futuro se basan en supuestos que podrían no realizarse. Los acontecimientos reales pueden diferir de los previstos, y los cambios en los supuestos pueden tener un impacto importante en cualquier estimación o proyección. Otros eventos que no se han tenido en cuenta pueden ocurrir y pueden afectar significativamente las proyecciones o estimaciones. Ciertos supuestos pueden haberse realizado con fines de modelado solo para simplificar la presentación o el cálculo de alguna estimación o proyección, y Morgan Stanley Wealth Management no garantiza que ninguno de dichos supuestos refleje eventos futuros reales. En consecuencia, no puede haber ninguna garantía de que los retornos o las proyecciones estimados se realizarán ni que los retornos o resultados de desempeño reales no diferirán sustancialmente de los expresados en el presente material.

Este material no debe ser visto como un consejo o recomendación con respecto a la asignación de activos ni a ninguna inversión en particular. Esta información no pretende, y no debería, constituir una base importante para ninguna decisión de inversión que usted pueda tomar. Morgan Stanley Wealth Management no actúa como fiduciaria en virtud de la Ley de Seguridad en el Ingreso de los Retirados de 1974 (Employee Retirement Income Security Act), en su forma enmendada, o conforme la sección 4975 del Código de Rentas Internas de 1986 (Internal Revenue Code), en su forma enmendada, en la provisión de este material, a menos que Morgan Stanley proporcione lo contrario por escrito o según se describa en www.morganstanley.com/disclosures/dol.

Ni Morgan Stanley Smith Barney LLC (“Morgan Stanley”), sus afiliadas, ni los asesores financieros de Morgan Stanley proporcionan asesoramiento en materia fiscal ni legal. Cada cliente debe consultar siempre a su asesor legal o tributario personal para recibir información acerca de su situación particular y para conocer todo posible impuesto u otras consecuencias que puedan derivarse de actuar a partir de una recomendación en particular.

El presente material es redactado principalmente por y refleja las opiniones de Morgan Stanley Smith Barney LLC (miembro de la SIPC), así como los autores invitados identificados. Los artículos que sean contribuciones de los empleados de Morgan Stanley & Co. LLC (miembro de la SIPC) o alguna de sus afiliadas se utilizan bajo licencia de Morgan Stanley.

Este material es distribuido en Australia a “clientes minoristas” conforme al sentido de la Ley de Sociedades de Australia (Australian Corporations Act) por Morgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd (A.B.N. 19 009 145 555, titular de la licencia australiana de servicios financieros n.º 240813).

Morgan Stanley Wealth Management no está constituida conforme a la ley de la República Popular de China (People's Republic of China, PRC) y el material en relación con este informe se lleva a cabo fuera de la República Popular China. Este informe será distribuido únicamente a solicitud de un destinatario específico. Este informe no constituye una oferta para vender ni la publicidad de una oferta de compra de valores en la PRC. Los inversionistas de la PRC deben contar con las calificaciones pertinentes para invertir en dichos valores y deben ser responsables de la obtención de todas las aprobaciones correspondientes, así como licencias, verificaciones y/o registros de las autoridades gubernamentales competentes de la República Popular China.

Si su asesor financiero tiene sede en Australia, Suiza o el Reino Unido, debe tener en cuenta que el presente informe se distribuye a través de la entidad Morgan Stanley donde se ubica su asesor financiero de la siguiente manera: Australia: Morgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd (ABN 19 009 145 555, AFSL núm. 240813); Suiza: Morgan Stanley (Suiza) AG regulado por la Autoridad Federal Supervisora del Mercado Financiero de Suiza; o Reino Unido: Morgan Stanley Private Wealth Management Ltd, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera, aprueba para los fines de la sección 21 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros del año 2000 (Financial Services and Markets Act), el presente material para su distribución en el Reino Unido.

Morgan Stanley Wealth Management no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal o persona obligada en el sentido de la sección 15B de la Ley estadounidense del Mercado de Valores (la “Regla de Asesoramiento Municipal”, Municipal Advisor Rule) y las opiniones o puntos de vista incluidos en el presente no están destinados a ser y no constituyen asesoramiento dentro del alcance de la Regla de Asesoramiento Municipal.

Este material es distribuido en los Estados Unidos de América por Morgan Stanley Wealth Management.

Los proveedores de información externos no ofrecen garantías ni hacen afirmaciones vinculantes de ningún tipo en relación con la exactitud, integridad o actualidad de los datos que proporcionen y no tendrán responsabilidad alguna por los daños y perjuicios de ningún tipo en relación con tal información.

Ni el presente material, ni ninguna de sus partes, pueden ser reimpresos, vendidos ni redistribuidos sin el consentimiento por escrito de Morgan Stanley Smith Barney LLC.

© 2018 Morgan Stanley Smith Barney LLC. Miembro de la SIPC.