

# On the Markets

## MICHAEL WILSON

Director de Inversiones  
Estratega Principal de Acciones de los  
EE. UU.  
Morgan Stanley & Co.

### ÍNDICE

2	<b>El latigazo de Ricotos de Oro</b> El relato acerca de la falta de inflación está otra vez entre nosotros. Esté atento.
4	<b>Esperando a Europa</b> Europa está probando la paciencia de los inversores desde hace mucho tiempo. Quizás la recompensa esté cerca.
6	<b>Apostando a la recuperación en China</b> Los inversores pueden invertir directamente o a través de empresas estadounidenses que le venden a China.
8	<b>Formadores de precios, aceptadores de precios</b> Es mejor ser dueño de empresas que puedan fijar precios, y no de aquellas que los aceptan.
11	<b>En pocas palabras</b> Echamos un vistazo al rol de las recompras de acciones en los rendimientos de las acciones, qué podrían estar diciendo las ventas minoristas acerca de la economía y por qué la Libor tomó distancia de las tasas de corto plazo.
13	<b>La importancia del efectivo: Administrando un activo crítico</b> El efectivo manda, y tiene un rol a la hora de invertir. Ambos roles necesitan atención.
16	<b>Preguntas y respuestas: No luche contra el Banco Popular de China (PBOC)</b> El banco central de China quiere estimular la economía, entonces los inversores deben actuar en consecuencia, afirma el administrador de inversiones Jan van Eck.

## El poder del impulso

Los que cursamos física en la secundaria sabemos que el impulso de un objeto puede ser medido por su masa y su velocidad de acuerdo a la dinámica de Newton. La primera ley de movimiento de Newton afirma lo siguiente: “Un cuerpo en reposo permanecerá en reposo y un cuerpo en movimiento permanecerá en movimiento salvo que sobre él actúe una fuerza externa”. Ante la ausencia de una fuerza o fricción externa, ese objeto podría permanecer en movimiento indefinidamente sin fuerza o energía adicional. Piense en un cohete que alcanzó la velocidad de escape.

¿Entonces qué tiene que ver esta simple ley de la física con las inversiones? Bueno, los inversores son muy versados en el poder del impulso. De hecho, durante las últimas décadas, el impulso del precio se convirtió en una de las estrategias más populares aplicadas por inversores activos y pasivos. Desde la crisis financiera, me atrevería a decir que estas estrategias se volvieron aun más populares. La proliferación de administradores cuantitativos que practican el seguimiento de la tendencia, en combinación con la eliminación de la volatilidad a través de políticas monetarias agresivas alrededor del mundo, generó sólidos resultados.

Por supuesto que el impulso de precios puede ser un arma de doble filo, y el cuarto trimestre del año pasado, el mes de diciembre en particular, fue un duro recordatorio de ello. Existen pocas dudas acerca de cuál es la dirección en la que se mueve el impulso de los precios en la actualidad, ya que los mercados de acciones de todo el mundo tuvieron su mejor comienzo desde 1991. También existe un consenso creciente acerca de la opinión que podría haber poco a disposición para detenerlo. Volviendo a la física, ante la ausencia de fuerza o fricción externa, es posible que el objeto continúe su trayectoria alcista; por consiguiente, la creciente corriente optimista de inversores y comentaristas del mercado.

Como estrategia de mercado, mi trabajo es incorporar dichos factores a nuestros objetivos de precios y asesoramiento a nuestros clientes. Sin embargo, también es mi responsabilidad asegurarme que los clientes entiendan la propuesta de riesgo/recompensa de los movimientos de precios que esperamos. El impulso de precio es una fuerza poderosa, y a veces aparentemente imparable, como ahora o en diciembre. Sin embargo, hay algo que queda claro: la evaluación de riesgo/recompensa para comprar acciones es peor hoy que a fines de diciembre, aun cuando el impulso de precios es actualmente optimista. A menudo se dice que las acciones son bienes de lujo, y que nadie realmente se siente cómodo comprando un artículo de lujo en oferta por miedo a que tenga algo malo. Mientras es poco probable que veamos la clase de impulso de precios negativa que sufrimos a fines del año pasado, a veces el impulso de precios no necesita una fuerza externa; es decir, un motivo, para reinvertir. Solo necesita un poco de fuerza de gravedad. ■

# El latigazo de Ricitos de Oro

ANDREW SHEETS

Estratega Principal de Activos Cruzados  
Morgan Stanley & Co.

Los mercados a menudo cambian de idea, pero aun ajustándose a eso, el cambio en las “creencias populares” de los últimos meses no estuvo exenta de latigazos. En diciembre, cuando había un acuerdo generalizado entre los inversores acerca del alza marcada del riesgo de recesión, que esas presiones de inflación alcista mantendrían la política de ajuste de los bancos centrales, y que los riesgos basados en EE. UU. relacionados con el comercio y el financiamiento del gobierno crecieron en forma significativa. Si saltamos dos meses hacia adelante, estos temores fueron reemplazados por un término diferente, aunque familiar: “Ricitos de oro”.

El relato de Ricitos de Oro se presentó en repetidas ocasiones entre 2010 y 2016, y la versión actual dice algo así: “Las presiones inflacionarias retrocedieron, dándole amplia libertad a los bancos

centrales para poner una pausa casi indefinida a los ajustes de política. El crecimiento global se está desacelerando, pero no lo suficiente para ser verdaderamente preocupante, y los riesgos políticos de EE. UU. están cerca de solucionarse, y el creciente optimismo de los inversores hace que las soluciones duraderas al financiamiento del gobierno de EE. UU. y el comercio entre EE. UU. y China estén cerca de concretarse”. Somos escépticos de que esta historia se sostenga.

**FALTA DE INFLACIÓN.** El relato de Ricitos de Oro depende de la falta de inflación, que les ofrece a los bancos centrales la oportunidad de continuar con políticas monetarias acomodaticias, aunque no la obligación de hacerlo. La inflación núcleo de los mercados desarrollados se mostró bastante estable en los últimos meses, las expectativas futuras de inflación cayeron marcadamente y la inflación de los mercados emergentes se encuentra en el nivel más bajo de los

últimos 15 años. Si miramos el escenario completo, los inversores parecen más animados por la falta de presión inflacionaria, indicándoles que los bancos centrales solo tienen tiempo.

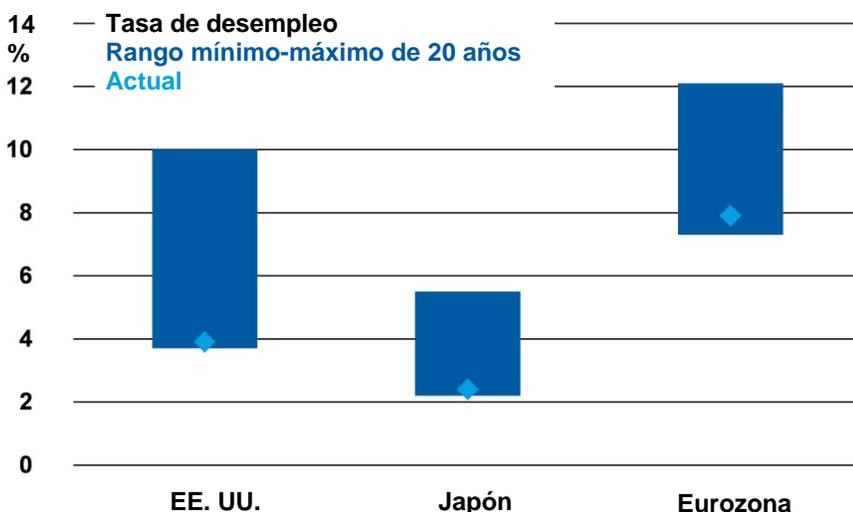
No estamos tan seguros. Aun con las recientes caídas lideradas por la energía, la inflación general se acerca al promedio de los últimos 25 años en EE. UU. Lo mismo podría decirse para el Reino Unido, Francia, Alemania y Japón. Las tasas de desempleo en EE. UU., Japón y la Eurozona están cerca de sus puntos más bajos de los últimos 20 años (ver cuadro). No sorprende que las medidas de crecimiento salarial en EE. UU. y Europa continúen su presión alcista. Todo esto sugiere que las economías de los mercados desarrollados están trabajando con una capacidad ociosa significativamente menor a la que tenían durante los períodos anteriores en los que reinaba Ricitos de Oro.

## FIJANDO PUNTOS DE REFERENCIA.

También es importante ser cuidadosos con la fijación de niveles en la discusión sobre la inflación. Sí, la inflación actual medida por el Índice núcleo de gastos de consumo personal (PCE) de EE. UU. es baja de acuerdo a los estándares de los últimos 60 años a una tasa anualizada del 2,2 %. Aun así, es mucho menos extremo en relación a las décadas pasadas. En caso que uno piense que la inflación brinda una verdadera señal de advertencia de fin de ciclo, es un buen momento para recordar que el índice núcleo PCE se encuentra actualmente al mismo nivel que estaba en mayo de 2007, y es mayor al de mayo a diciembre de 1999 (ver cuadro en página 3).

Ricitos de Oro es algo más que la falta de inflación; también exige un crecimiento suficiente para calmar los temores pesimistas, y ese es nuestro otro problema con este argumento. Los datos de crecimiento global permanecen magros. La debilidad en los datos es notablemente amplia. Los datos de comercio, los índices de gestores de compras globales y las revisiones de ganancias se redujeron

## Las tasas de desempleo en EE. UU., Japón y la Eurozona se acercan a los mínimos de los últimos 20 años



Fuente: Bloomberg, Investigación de Morgan Stanley & Co., al 11 de febrero de 2019

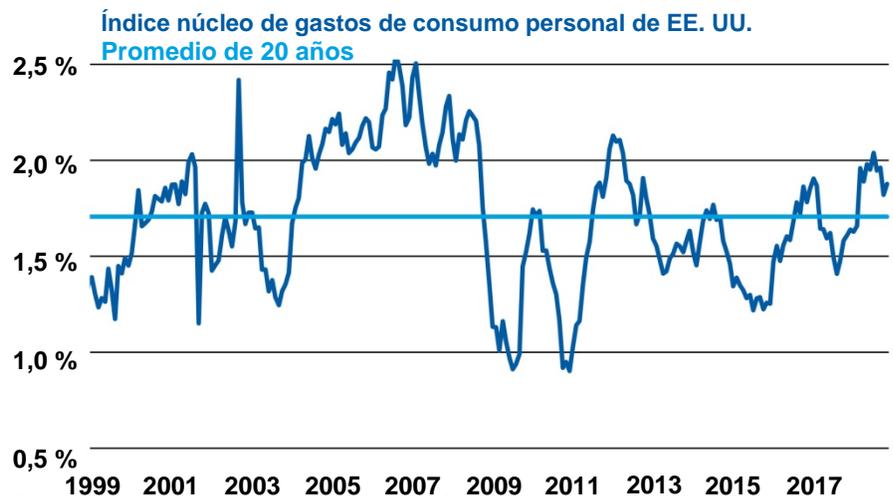
dramáticamente en los últimos tres meses (un poderoso recordatorio que la debilidad del cuarto trimestre de 2018 no fue simplemente de la Reserva Federal) y, aun cuando los datos de EE. UU. resistieron mejor, de ninguna manera fueron inmunes. En enero vimos la peor disminución mensual de las ventas minoristas de EE. UU. desde principios de la década del 2000.

**¿RETRACCIÓN DE LA DEBILIDAD?** Hay un debate acerca de si esta debilidad se está retrayendo actualmente. Los economistas de Morgan Stanley & Co. piensan que estamos más cerca de un estímulo económico agresivo de China, considerando el marcado aumento del financiamiento social total en los datos mensuales más recientes como señal de que los responsables de tomar decisiones están actuando con audacia. Sin embargo, si estas medidas brindan un fuerte estímulo a la economía china, y a la economía global, eso no se ajustaría al guión de Ricitos de Oro. Si estas medidas no se materializan, o no resultan exitosas, tampoco sería Ricitos de Oro.

Mientras tanto, es importante recordar que la debilidad de las ganancias de EE. UU. solo está comenzando. Nuestros estrategias de acciones de EE. UU. ahora esperan solo el 1 % de crecimiento en las ganancias por acción para todo el año, un recordatorio de que los desafíos a la historia fundamental de EE. UU. no desaparecerán pronto.

**FACTORES POLÍTICOS.** Y, por último, está la política. La tercera parte del relato de Ricitos de Oro es que los riesgos relacionados con el comercio de EE. UU.

## La inflación núcleo PCE se mantiene por encima del promedio de 20 años



y el financiamiento del gobierno ahora ofrecen catalizadores positivos. El equipo de políticas públicas de MS & Co., liderado por Michael Zezas, no está de acuerdo. En parte, esto es porque el optimismo del inversor en ambas cuestiones aumentó materialmente mientras los problemas principales siguen sin resolverse. En el comercio, la administración Trump puso en espera el aumento de aranceles para China, pero hay grandes problemas sin resolución. En el financiamiento del gobierno, la declaración de un estado de emergencia por parte del presidente Trump para asegurar el financiamiento de un muro fronterizo instaló una nueva confrontación con el Congreso y la probabilidad de una larga batalla en los tribunales.

En resumen, creemos que los inversores deberían ser escépticos del relato de Ricitos de Oro y buscar estrategias que se beneficien de sus inconsistencias. En

general, no buscamos sumar exposición aquí, y estuvimos buscando reducir la beta de algunos mercados emergentes. Nuestro pronóstico de estímulo que ayudará a estabilizar el crecimiento de China mientras el crecimiento de EE. UU. continúa moderándose apoya el caso estratégico de estar corto en dólar estadounidense y sobreponderar acciones internacionales sobre las de EE. UU., así como una mirada optimista sobre las acciones A (A-shares) y el renminbi. En una escala menor, nuestros estrategias de tasas siguen pensando que el nivel de tasas reales de EE. UU. es demasiado elevado en comparación con las expectativas que la Reserva Federal hizo al elevar el ciclo. O bien esas expectativas de mayores aumentos deberán aparecer, o las tasas reales a 10 años deberán disminuir. ■

# Esperando a Europa

LISA SHALETT

Directora de Inversiones  
Morgan Stanley Wealth Management

Uno de los relatos más persistentes de la última década fue que las acciones de EE. UU. tenían un mejor desempeño que las del resto del mundo, y uno de los ejemplos más dramáticos es la comparación entre EE. UU. y Europa. Desde marzo de 2009 hasta el 27 de febrero, el Índice S&P 500 aumentó casi un 300 %, mientras el Índice Euro STOXX 600 acumuló solo el 105 %.

¿Por qué Europa quedó tan retrasada? Plagada por un crecimiento económico lento y la falta de progreso en la integración fiscal y política, Europa se volvió vulnerable a las políticas volátiles, populistas y nacionalistas y a las amenazas históricas como el Brexit y las propuestas de los “chalecos amarillos” de Francia. El Banco Central Europeo (ECB) intentó seguir el manual de la Flexibilización Cuantitativa (QE) de la Reserva Federal para inflar la economía, pero la mera complejidad de dirigir la política mientras

los mercados de deuda soberana todavía tienen el precio de la dinámica de los presupuestos nacionales hizo que la política fuera menos eficaz. Aun así, seguimos viendo oportunidad.

**UNA JUGADA DE EXPORTACIÓN.** A comienzos de 2018, el Comité de inversiones globales (GIC) aumentó su asignación de acciones europeas creyendo que su dependencia de las exportaciones globales (48 % del PIB, dos veces el nivel de China y tres veces el nivel de EE. UU.) le permitiría beneficiarse con la recuperación global que pronosticamos. En cambio, el dólar estadounidense se fortaleció, lo que desató el caos en el crecimiento de los mercados emergentes; el aumento de las tensiones del comercio emanadas desde Washington solo empeoró las cosas. A mitad de año, la economía de China comenzó a desacelerarse y la industria automovilística de Alemania se contrajo, en parte debido a las amenazas de nuevos aranceles de EE. UU. El crecimiento del PIB, a un saludable ritmo

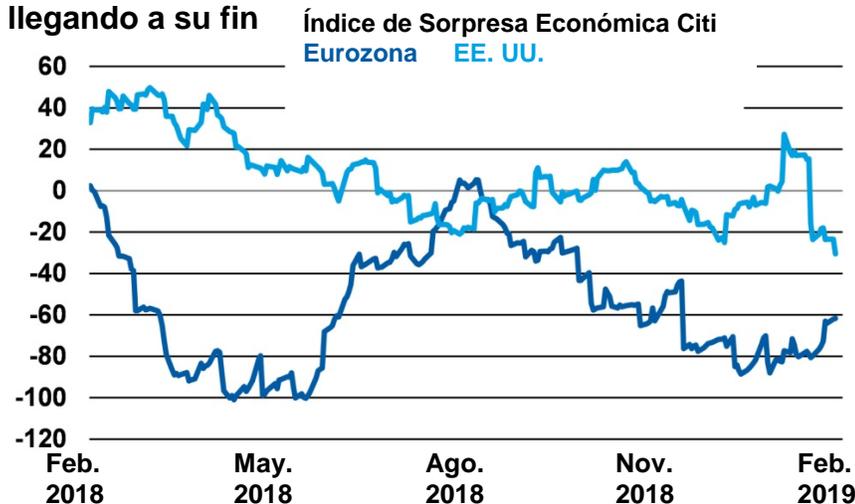
del 2,8 % anualizado en el primer trimestre de 2018, cayó a 1,2 % en el cuarto trimestre.

Este año, el crecimiento continuó su deterioro. Los índices de gestores de compras de enero indican una recesión en Italia, y no se registraron mejoras en Alemania, Francia o España. El Índice de Clima de Negocios de IFO se encuentra en niveles recesivos. Las revisiones de ganancias apuntan hacia una recesión de ganancias corporativas, y las ganancias interanuales se reducen aproximadamente en un 1 %. Las valoraciones de las acciones son extremadamente bajas en sectores de comienzo de ciclo como la industria financiera, materiales, automóviles y transporte, donde los rendimientos de los dividendos oscilan entre el 4 % y el 6 %. El ánimo es terrible, y la exposición neta de largo plazo de los fondos de cobertura en Europa se sitúa en el 20<sup>mo</sup> percentil. Aun así, el Euro STOXX 600 aumentó un 9,6 % en el acumulado del año.

**SORPRESA ALCISTA.** ¿Por qué? El crecimiento económico podría estar cerca del punto más bajo y las sorpresas podrían estar a punto de cambiar de rumbo ahora que las expectativas se aclararon (ver cuadro). En Alemania, podría estar formándose el punto mínimo para la manufactura automovilística con el crecimiento de 4 % de los pedidos a las fábricas de enero, el mejor registro de los últimos ocho meses. Si la recuperación de China se sostiene y vuelve a encender el comercio, un euro débil sería un viento de cola para las exportaciones. El consumo también debería registrar un impulso con el rebote del crecimiento del salario real.

Luego está la arena de la política. El BCE sigue flojo con la Flexibilización Cuantitativa ya que los ingresos de los bonos son reinvertidos y el banco central continúa comprando deuda soberana. En el ámbito fiscal, los políticos intentan abordar las inquietudes populistas. Tanto en Francia como en Italia, es probable que no se cumplan las pautas de déficit

## Las desilusiones económicas en Europa pueden estar llegando a su fin



presupuestario; Italia se está moviendo hacia un ingreso básico universal; España aumenta en un 22 % el salario mínimo y Alemania está haciendo reformas impositivas que favorecen los ahorros jubilatorios y el cuidado infantil.

**LA CARTA POLÍTICA.** La política sigue siendo el comodín más grande. Aun así, los inversores ya son escépticos y cualquier noticia positiva para “salir del paso” podría tener una recompensa. La próxima reanudación de las conversaciones sobre aranceles de automotores con EE. UU. podrían dar un giro negativo si Washington se siente animada con los avances con China, pero lo más probable es que la resolución será estirar las negociaciones. El final de marzo podría traer un Brexit “sin acuerdo” o “difícil”. Sin embargo, para nosotros es más probable que el Brexit se resuelva de alguna manera que establezca la economía del Reino Unido. En ese caso, también sería positivo para Europa. ■

# Apostando a la posible recuperación en China

**DANIEL SKELLY**

*Estratega Ejecutivo de Acciones  
Morgan Stanley Wealth Management*

**KEVIN DEMERS, CFA**

*Estratega de Acciones  
Morgan Stanley Wealth Management*

El año pasado, el crecimiento del PIB de China se redujo a 6,6 %, el menor nivel desde 1990. El mercado de acciones también recibió un golpe duro, y el Índice Shanghai Shenzen Composite CSI 300 perdió más de un tercio de su valor. Ahora el gobierno está tomando medidas para estimular el crecimiento y, en lo que va de este año, el índice recuperó casi la mitad de las pérdidas del año anterior. Esto representa una oportunidad de inversión en China.

Por supuesto, la jugada de las acciones depende de un rebote económico. Nuestra opinión es que una combinación de medidas de estímulo monetario y fiscal probablemente estabilizarán el crecimiento en el trimestre actual, y aumentarán a medida que avance el año (ver cuadro). Estas incluyen continuos recortes en las

exigencias de reservas, emisión de un bono a perpetuidad para los bancos e incentivos fiscales que, según los economistas de Morgan Stanley & Co., podrían impulsar el PIB hasta un 0,6 %.

Luego, creemos que distender las tensiones comerciales con EE. UU. podrían generar crecimiento. Michael Zezas, estratega de política de MS & Co., cree que una mayor escalada de los aranceles es improbable, ya que tanto China como EE. UU. vieron la desaceleración de su crecimiento económico y las empresas de EE. UU. están desafiando el impacto negativo de los aranceles. De hecho, el anuncio a fines del mes pasado que EE. UU. pondrá en suspenso los aumentos de aranceles planificados para el 1 de marzo apoya esta opinión. Por último, como la Reserva Federal puso una pausa a los aumentos de la tasa de interés, los legisladores chinos tienen espacio para recortar las tasas. Aun así, los estrategas de divisas de MS & Co. esperan que el renminbi se fortalezca a

medida que China se vuelva más dependiente del capital extranjero, lo que mejoraría los rendimientos totales para los inversores estadounidenses.

La manera más directa de jugar a una recuperación de China es a través de las acciones A (A-shares), que cotizan a un convincente monto equivalente a 12 veces las ganancias por acción de consenso de 2019. Además, los estrategas de MS & Co. recientemente elevaron su pronóstico para el Shanghai Shenzen a 4300, una ganancia del 17 %. Muchas empresas estadounidenses también parecen bien posicionadas para beneficiarse. Vemos oportunidades en estos sectores:

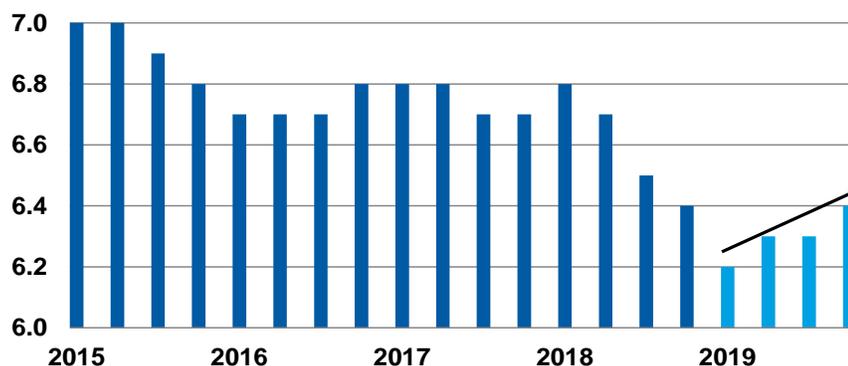
**Petroquímica.** Los analistas de MS & Co. esperan que la demanda de petroquímicos chinos crecerá un 5 %. La resolución del comercio y un rebote del crecimiento ofrece una ventaja potencial. Las recientes adiciones de capacidad fueron digeridas más rápidamente que en los ciclos anteriores, lo cual debería impulsar la ampliación del margen.

**Maquinaria para construcción y agricultura.** El estímulo del gobierno y la mejora del crecimiento del crédito debería apuntalar la infraestructura china, beneficiando a las empresas que venden maquinarias a estos mercados. Si se eliminan los aranceles, las empresas de equipos para la construcción deberían beneficiarse ampliamente por la mejor demanda subyacente y la dinámica de precio/costo. Además, los datos recientes de nuevos pedidos de equipos agrícolas muestran una desaceleración mientras los granjeros de EE. UU. se mantienen a la espera de lo que suceda con los aranceles. Mejorar la claridad en el comercio podría generar nuevas inversiones para aumentar los ciclos de reemplazo existentes.

**Sector aeroespacial comercial.** China es un mercado importante para empresas de la industria aeroespacial, responsable del 18 % de las entregas totales durante los próximos 20 años. Notablemente, aunque China mantuvo una respuesta neutral a la industria hasta la fecha y no aplicó

## MS & Co. anticipa un repunte del crecimiento del PIB de China

7.2% Crecimiento anualizado del PIB real de China  
Pronóstico histórico de Morgan Stanley & Co.



Fuente: Investigación de Morgan Stanley & Co., al 25 de febrero de 2019

aranceles en represalia sobre las importaciones de aeronaves, se desaceleró la emisión de nuevos pedidos. Con la normalización de nuevos pedidos, de entre dos y tres veces superior al ritmo reciente, vemos una oportunidad de actividad acelerada en el cortísimo plazo. Esto es porque China necesita ampliar su flota de aeronaves para apoyar el crecimiento continuo de su tráfico aéreo. En el largo plazo, la demanda china de viajes aéreos y turismo debería continuar siendo robusta en base al aumento de los niveles de riqueza.

**Cadena de abastecimiento automotriz.** El año pasado, las ventas de automóviles de pasajeros cayó a 23,7 millones de unidades (una disminución del 4,4 %) debido a estándares de financiación restrictivos, la caída de la confianza del consumidor y problemas relacionados con los aranceles. Sin embargo, mientras se arraiga el estímulo, creemos que existen otras jugadas de recuperación atractivas además de los fabricantes de automóviles. Preferimos a los que contribuyen al alto crecimiento de la cadena de abastecimiento automotriz, particularmente a los fabricantes de tecnología de conectividad y productos relacionados con vidrio, ya que deberían beneficiarse no solo con la recuperación del volumen sino también con ganancias de contenido en el largo plazo. ■

# Formadores de precios, aceptadores de precios y deflación tecnológica

**SCOTT HELFSTEIN, PhD.**

Estratega Sénior de Inversiones  
Morgan Stanley Wealth Management

**IAN P. MANLEY**

Estratega de Inversiones  
Morgan Stanley Wealth Management

Como consumidores, todos reconocemos el poder de fijación de precios. Las empresas con el poder de fijación de precios fabrican bienes, desde teléfonos móviles hasta calzado deportivo y automóviles, que cuestan significativamente más que los de sus competidores y que tienen una demanda tan sólida que rara vez están en oferta. Las empresas que pueden fijar un precio son “fijadores de precios”, mientras aquellos con poca capacidad para mover los precios son “aceptadores de precios”. Invertir en empresas con poder de fijación de precios y evitar aquellas con capacidad limitada de influir en los precios podría resultar una estrategia lucrativa.

Las empresas con poder de fijación de

precios a menudo pueden aumentar los precios de los bienes finales sin tener pérdidas significativas de participación de mercado o volumen. Lo más importante es que las empresas con poder de fijación de precios no pueden aumentar los precios de manera indefinida. En algún punto, los clientes renunciarán al producto, o los precios alcanzarán niveles que generan retornos lo suficientemente atractivos como para atraer a nuevos competidores al mercado.

En un rango de condiciones económicas, los fijadores de precios deberían estar mejor posicionados para brindar las ganancias estables y crecientes que probablemente promuevan retornos sobre la inversión más sólidos. Aun cuando no existe nada revolucionario en esa afirmación en sí misma, los cambios económicos estructurales hacen que el poder de fijación de precios sea más importante hacia el futuro, especialmente

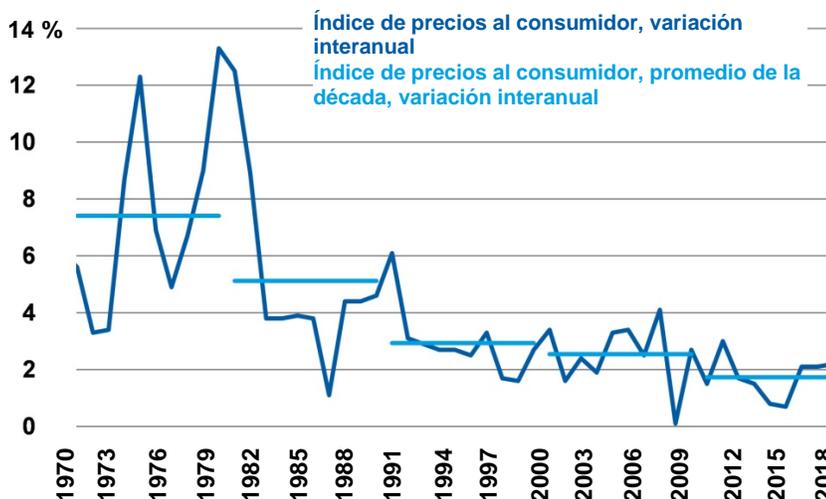
si consideramos las presiones deflacionarias de la tecnología.

**DEFLACIÓN TECNOLÓGICA.** El auge de eficiencia impulsado por la tecnología que ayudó a duplicar los márgenes de ganancia del S&P 500 desde 1990 tiene un costo asociado, al que frecuentemente se lo conoce como “deflación tecnológica”. A medida que las empresas aceleran su innovación e identifican nuevos ahorros de costos, los bienes se vuelven más accesibles. Desde 1950 a 1989, la inflación de EE. UU. promedió un 4,3 %. Desde 1990, ese promedio cayó a 2,5 %. Desde 1980, la inflación cayó en cada una de las décadas siguientes (ver cuadro). Desde 2010, su promedio fue de solo 1,9 %.

En este entorno, las empresas que son fijadoras de precios tienen una herramienta adicional para mantener o aumentar las ganancias que las aceptadoras de precios no tienen. Esto les brinda a los fijadores de precios una rentabilidad y un crecimiento más consistente mientras mantengan el poder de fijación de precios. El aumento gradual en el valor de los activos intangibles o no físicos, como las patentes o el valor de una marca, reflejan la importancia de la diferenciación como medio para alcanzar el poder de fijación de precios. Los fijadores de precios pueden sortear un conjunto de condiciones económicas mejor que otras empresas. Los aceptadores de precios pueden mirar la inflación general de precios para sostener y hacer crecer las ganancias, pero esa es una estrategia poco confiable cuando están bajo deflación de precios.

**FUENTES DE PODER.** El poder de fijar precios puede derivarse de la estructura externa de la industria, o de las características internas de una empresa específica. Los factores externos a la empresa que pueden tener un impacto en el poder de fijación de precios incluyen a la competitividad de la industria, las barreras de entrada y la concentración de proveedores y compradores. La naturaleza única de la oferta de bienes y servicios,

## Disminución de la deflación secular durante casi 50 años



Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Wealth Management, al 31 de diciembre de 2018

como la calidad o el valor de la marca, es interna de la empresa.

La estructura de las industrias las hacen más o menos competitivas. Si solo existe un jugador, la empresa tiene un poder monopólico de fijación de precios y puede cobrar lo que se ocurra dentro de límites amplios. Aun cuando las estructuras de mercados monopólicos ofrecen el mayor poder de fijación de precios, se abusa tan fácilmente de los mismos que las regulaciones a menudo evitan su surgimiento o continuación. Una industria también podrá tener un pequeño número de grandes jugadores que dominen el mercado, lo que se conoce como oligopolio. Cuando solo existen unos pocos jugadores, las empresas podrían cooperar de manera formal o informal en la fijación de precios. Cuando existe una gran cantidad de empresas que ofrecen bienes similares, las empresas participan de una competencia de precios. Sin nada que distinga a un producto de otro, estos productos se mercantilizan y gana el fabricante que tiene el costo más bajo.

**BARRERAS DE ENTRADA.** Las industrias con barreras de entrada más importantes tendrán una menor cantidad de competidores que aquellas en las que resulta más sencillo ingresar. Las barreras pueden ser el financiamiento, los recursos o el conocimiento tecnológico. Otros pueden incluir a las pautas regulatorias, los permisos de operación y los derechos de propiedad intelectual. A medida que las empresas orientadas a datos se convierten en una parte más importante de la economía, una barrera importante es el efecto red: cuantas más personas usan ese servicio, más valioso se vuelve.

Así como la concentración de la industria afecta el poder de fijación de precios, la disponibilidad de los proveedores y los clientes también son importantes. Si los proveedores de una empresa están concentrados, o si existe un alto costo de cambio, los proveedores pueden obligar a una empresa a pagar mayores precios. La misma regla se aplica

a los clientes. Cuanto más concentrado sea el conjunto de compradores de una empresa, mayor será el poder que tengan esos compradores.

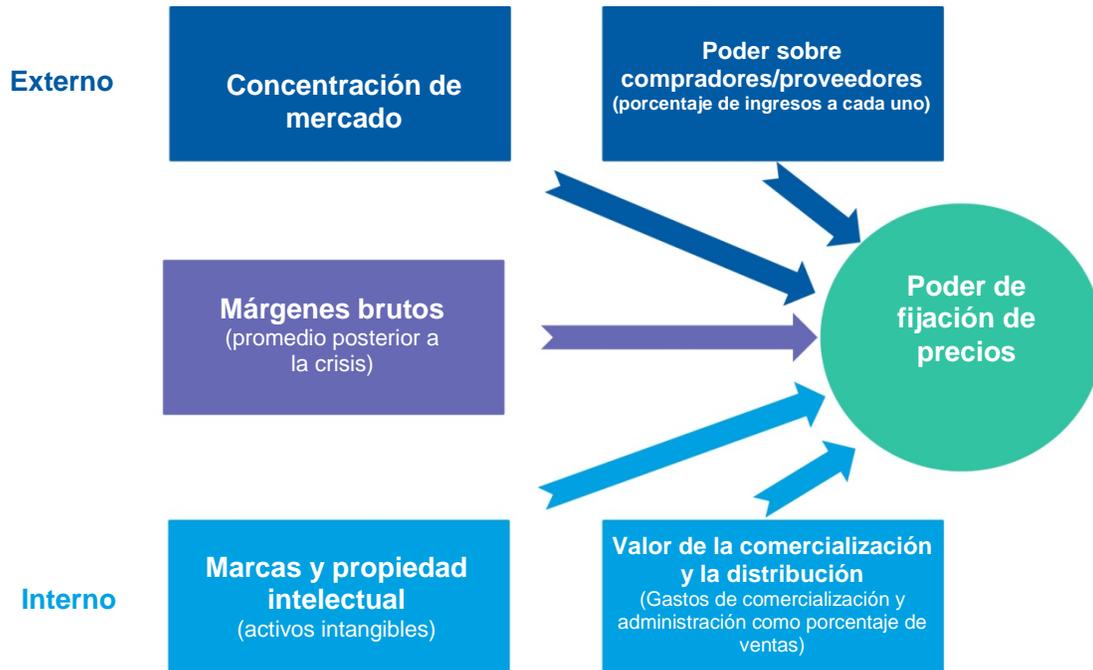
#### **DIFERENCIACIÓN DE PRODUCTO.**

Muchas fuentes de poder de fijación de precios están más allá del control de la empresa, pero las empresas pueden concentrarse en diferenciar su producto dentro de una industria para captar el poder de fijación de precios. Al crear una propuesta de valor única, las empresas reducen el riesgo asociado con los bienes sustitutos. Las empresas pueden limitar el impacto de los sustitutos de diversas maneras. La primera son los altos costos de cambio de bienes o servicios. Un medio alternativo de diferenciar productos es subir la escala de calidad.

Por último, la marca es crítica para el poder de fijación de precios. Fabricar un producto de mayor calidad no les brindará a las empresas el poder de fijación de precios si los clientes no saben que existe un diferencial de calidad. La marca tiene un rol crítico para señalar la calidad de los productos y servicios. Los productos de marca generalmente pueden cobrar una prima en el mercado y son una fuente importante de valor para muchas empresas. Las empresas pueden atar las marcas a un conjunto de atributos valiosos como el prestigio en lujo o sustentabilidad del medio ambiente.

**MÚLTIPLES MÉTRICAS.** Nuestra tesis de inversión es relativamente clara: Sea propietario de empresas con poder de fijación de precios y evite aquellas que no lo tienen. Dicho eso, identificar rigurosamente a las empresas que tienen poder de fijación de precios en relación a aquellas que no lo tienen es difícil, y recibió una enorme atención en el trabajo académico. No existe una respuesta sencilla. En lugar de confiar en un único abordaje, nosotros intentamos identificar el poder de fijación de precios utilizando una serie de métricas. Existen diferentes variables cuantificables que ayudan a

## Un marco de trabajo de inversión para identificar a fijadores de precios



Nota: Los márgenes posteriores a la crisis son promedios anuales desde 2009 hasta 2018  
Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Wealth Management

triangular el poder de fijación de precios de una empresa en base a la concentración de la industria; los activos intangibles; el poder sobre compradores y proveedores; los gastos de comercialización, generales y de administración (SG&A) como un porcentaje de las ventas y los márgenes brutos (ver cuadro).

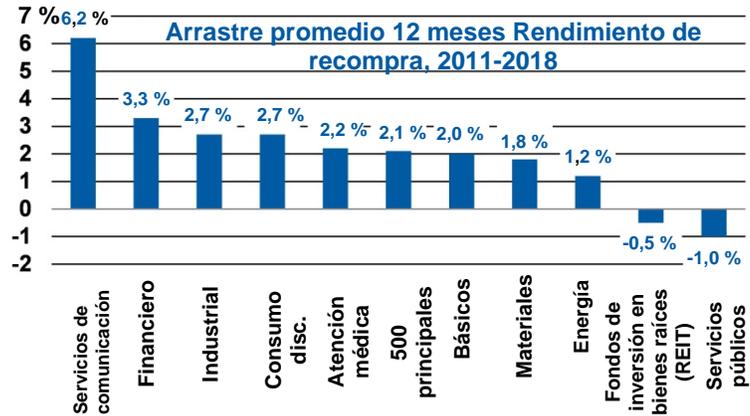
Algunas industrias que parecen más proclives a fijar precios son el comercio por Internet y de venta directa, productos farmacéuticos, medios, bebidas y medios y servicios interactivos. Los aceptadores de precios están mayormente basados en productos básicos, como metales y minería, construcción e ingeniería,

caminos y ferrocarriles, autopartes y productos forestales y de papel. Los inversores deberían reconocer que también existen factores idiosincráticos relacionados con el nivel de la empresa que pueden contribuir al poder de fijación de precios, y las clasificaciones de la industria son un paso para identificar bolsones de potenciales fijadores de precios. ■

*Lo anterior fue extraído de la edición del 16 de enero de 2019 de AlphaCurrents. Para ver el informe completo, póngase en contacto con su asesor financiero.*

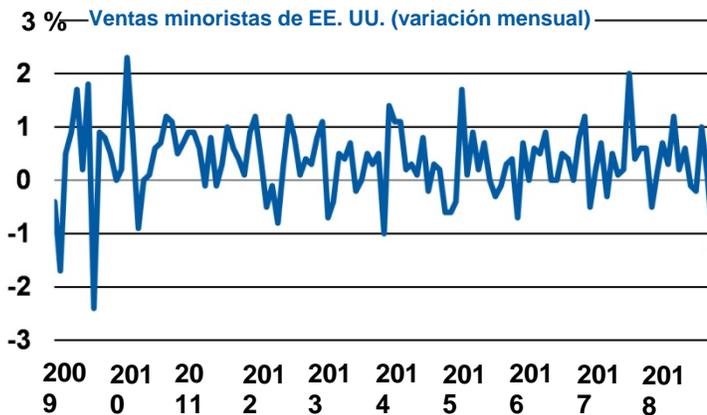
## Las recompras son un factor importante, pero no principal, de los rendimientos de las acciones

Los titulares políticos acerca de un cambio potencial en el tratamiento impositivo de las recompras de acciones generaron preguntas acerca de cuánto contribuyen al rendimiento de las acciones. Aun cuando fueron un viento de cola significativo para los rendimientos desde la crisis financiera, no fueron el principal impulsor. De hecho, estimamos que, desde enero de 2011 hasta fines del año pasado, las recompras representaron unos 12 puntos porcentuales de rendimiento total del mercado de 124 %, menos de la mitad del aporte de los dividendos. Por supuesto, el impacto varía por sector. Los servicios de comunicación lideraron los rendimientos de recompras como porcentaje de capitalización de mercado con un 6,2 % (ver cuadro). Eso es casi tres veces el rendimiento de recompras del mercado. El rendimiento fue negativo para los fideicomisos de bienes raíces y empresas de servicios públicos, lo que indica que las empresas de estos sectores emitieron, en conjunto, más acciones que las que recompraron.—*Michael Wilson*



Fuente: ClariFi, Investigación de Morgan Stanley al 19 de febrero de 2019

## El desplome sorpresa de las ventas minoristas podría indicar una caída en el crecimiento del PIB



Fuente: Bloomberg, al 15 de febrero de 2019

El informe de ventas minoristas de EE. UU. de diciembre, publicado el 14 de febrero, fue una tremenda sorpresa. Mostró la mayor caída mensual en más de nueve años (ver cuadro). Comparado con los resultados de noviembre, las ventas principales cayeron 1,2 %, y la caída fue del 1,8 % cuando se excluyen las ventas de automóviles, combustible y materiales de construcción. Los economistas del grupo de control minorista de Morgan Stanley & Co, que también excluyen las ventas de automóviles, combustible y materiales de construcción, muestran una caída del 1,6 % en contraste con el aumento del 0,3 % que había pronosticado la empresa. Las ventas minoristas se siguen de cerca porque el consumidor representa casi dos tercios del PIB de EE. UU. Esta sorpresa bajista reduce la estimación de seguimiento del crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2018 de 3,7 % a 3,1 %. Además, el rastreador de ventas minoristas de MS & Co. apunta a una disminución de 0,3 % en las ventas minoristas de enero, lo que sugiere que el PIB del primer trimestre indica un seguimiento tan bajo como de 1 %. A fines del año pasado, el pronóstico de la empresa para el primer trimestre de 2019 era un crecimiento del 2,2 %. También resulta preocupante el Índice de Sorpresa Económica Citi, que el 15 de febrero sufrió la mayor caída en un día desde 2006. Eso también sugiere un crecimiento más lento.—*Vibhor Dave y Chris Baxter*

## El aluvión de inversores en los fondos de money market puede estar presionando la Libor

El primer aumento de tasas de este ciclo de ajuste fue en diciembre de 2015. En los tres años anteriores, la tasa Libor a 3 meses promedió menos de 30 puntos básicos. Luego, a medida que el ritmo de aumento de tasas se aceleró, la Libor también aumentó, alcanzando 2,82 % a fines del año pasado (ver cuadro). Desde entonces, cayó a 2,62 %, la reversión más marcada en años. ¿Por qué? Es posible que uno de los motivos sea que los fondos de money market necesitan invertir el aluvión de efectivo que recibieron de los inversores minoristas, quizás como reacción al mal rendimiento de los activos de riesgo en el cuarto trimestre. Los fondos de money market optan por inversiones de alta calidad y cortísimo plazo que tienen correlato con Libor. Es incierto durante cuánto tiempo la Libor estará bajo presión, pero si se mantuviera en los niveles actuales, los tenedores de títulos de tasa flotante ligados a Libor tal vez no vean un ajuste alcista tan importante en sus cupones como esperarían. —Daryl Helsing



Fuente: Bloomberg, al 31 de diciembre de 2018

# La importancia del efectivo: Administrando un activo crítico

El dinero en efectivo es la fuente de riqueza líquida más común en el balance de una familia. Debido a los diferentes roles financieros que tiene y las formas que toma, también es uno de los más incomprendidos. Las familias usan dinero en efectivo para pagar facturas y diversificar carteras, y actúa como fuente de seguridad contra lo desconocido. Estos roles diferentes pueden generar confusión cuando se toman decisiones acerca del dinero en efectivo. Para complicar las cosas, además, las necesidades de dinero en efectivo en diferentes contextos están interrelacionadas. Por ejemplo, las reservas de dinero en efectivo que debería tener una familia en caso de emergencia están relacionadas con el dinero en efectivo necesario para hacer pagos, o la tolerancia al riesgo que ayuda a determinar cuán agresiva debería ser la estrategia de cartera de una familia (y la porción de dinero en efectivo de esa estrategia) está relacionada con el saldo de dinero en

efectivo que debería tener por sobre el presupuesto de gastos, y así. Estas dinámicas aumentan la complejidad para determinar el monto adecuado y el tipo de dinero en efectivo que una familia debería tener.

## Errores comunes

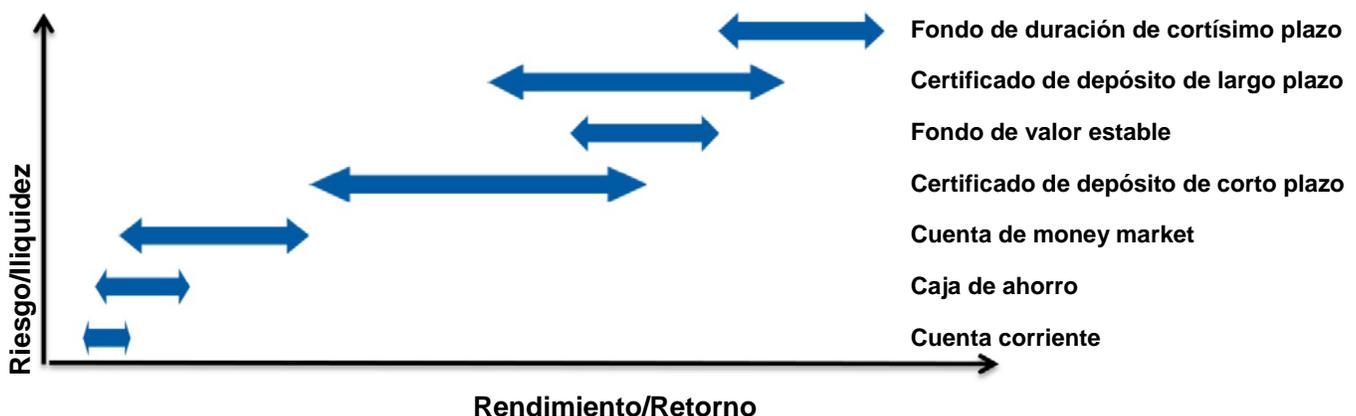
A menudo, las familias cometen errores importantes con el dinero en efectivo. Uno es mantener demasiado dinero en efectivo ante la inquietud generada por los riesgos del mercado o como fuente de ingreso. Aunque se trata de inquietudes válidas, la cobertura de dichos riesgos tiene costos, y mantener cantidades excesivas de dinero en efectivo arruina el rendimiento general de los ahorros de una familia, impactando de manera negativa su capacidad de cumplir sus metas financieras de largo plazo. Lo opuesto también puede ser un error costoso: cuando las familias mantienen muy poco dinero en efectivo

debido al deseo de impulsar los rendimientos. Dicho posicionamiento podría exponerlas al riesgo de tener que liquidar inversiones en momentos inoportunos debido a una emergencia personal, la falta de rigurosidad en el presupuesto o la presencia de gastos inesperados. También podría significar que la familia está tomando más riesgo que el adecuado, o que sus inversiones no están suficientemente diversificadas.

A menudo las familias equivocan la forma de dinero en efectivo que utilizan. Las formas más reconocibles son la divisa física y los saldos de cuenta corriente. De hecho, el dinero en efectivo tiene varios sabores con diversos atributos de rendimiento y liquidez que los hacen más o menos eficaces para funciones específicas. Los encargados de tomar decisiones en las familias a menudo no están al tanto de la amplitud de opciones de dinero en efectivo, y no siempre buscan o reciben asesoramiento para tomar la decisión correcta.

Una definición operativa de dinero en efectivo es cualquier título que pueda ser liquidado de inmediato en divisas físicas o saldos bancarios al momento que el tenedor decida hacerlo sin pérdida de valor. Esta definición significa que puede considerarse dinero en efectivo a las cajas de ahorro y cuentas o fondos de money

## Cómo se alinean la liquidez, el riesgo y el rendimiento en el espectro de dinero en efectivo



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC

market, así como a los tipos de títulos que subyacen a dichos productos de inversión (es decir, papeles comerciales, bonos del Tesoro de EE. UU. y otros bonos gubernamentales de corto plazo cuyo vencimiento es menor a un año) (ver cuadro).

Las diferentes formas varían más notablemente en su rendimiento, su grado de liquidez sin pérdida y, en consecuencia, el nivel en que brindan las características generalmente asociadas con el valor de tener dinero en efectivo. A cambio de asumir el riesgo, los certificados de depósito de corto plazo (CD), los bonos del Tesoro de EE. UU. y los títulos comerciales generalmente tienen mayores rendimientos que los de las cuentas a la vista.

Los certificados de depósito pueden tener un mayor rendimiento que el dinero en efectivo en una cuenta a la vista, y tampoco tener riesgo de capital, ya que están asegurados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) hasta un máximo de 250.000 USD. Si el dinero en efectivo se necesita antes del vencimiento, las ganancias podrán estar sujetas a penalidades por retiro anticipado que podrán comerse el capital.

De manera similar, los bonos del Tesoro de EE. UU. tienen un mayor rendimiento que el dinero en efectivo, pero tienen un riesgo mínimo de tasa de interés que pueden reducir su valor de mercado. Los papeles comerciales, los bonos corporativos de corto plazo y otras deudas no gubernamentales, además del riesgo de tasa de interés tienen riesgo crediticio, lo que podría generar una pérdida si el emisor no cumple con sus pagos. También tienen costos de transacción en forma de diferenciales de compra/venta si se liquidan con anterioridad a su vencimiento. Los fondos mutuos de money market, que invierten en títulos como bonos del Tesoro, papeles comerciales y bonos corporativos de corto plazo, generalmente también tienen un rendimiento mayor que refleja las inversiones subyacentes. Dependiendo si

## Las características priorizadas varían por necesidad de efectivo



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management

se trata de fondos minoristas o gubernamentales, los mismos cargan con los riesgos de esos títulos individuales y cobran honorarios de administración.

En otras palabras, aun cuando el dinero en efectivo generalmente tiene alta liquidez, bajo riesgo y genera bajos retornos totales principalmente a través del cobro de intereses en contraposición a las ganancias de capital, la liquidez, el riesgo y el retorno varían considerablemente a través del tiempo. Esa variación puede ser fuertemente relevante, ya que los riesgos pueden manifestarse en momentos inoportunos. Las pequeñas diferencias en los retornos suman grandes diferencias a lo largo de extensos períodos de tiempo que pueden tener un impacto significativo sobre la posibilidad de alcanzar las metas financieras.

### Comience con la necesidad

Para entender cómo medir y administrar el dinero en efectivo, empiece por considerar por qué lo necesita. Existen tres fuentes diferentes de necesidad de dinero en efectivo, cuyas magnitudes variarán entre una familia y otra. La primera es gastar dinero, y esa necesidad puede medirse a través de un presupuesto. Muchos gastos son regulares y, por ende, predecibles: pagos de hipoteca, servicios públicos y seguros. Comer afuera, las vacaciones y el entretenimiento son variables y discrecionales. Luego están las cosas que surgen y que pueden haber sido

anticipadas, pero que no fueron contabilizadas como gastos. Por definición, las familias deberían mantener los saldos suficientes para cubrir los gastos proyectados más una reserva que permita minimizar los costos potenciales que pueden surgir a partir de un pago fuera de término o las penalidades por sobregiro, o los riesgos asociados con una necesidad repentina de liquidar inversiones.

La segunda necesidad de dinero en efectivo es como ahorros de emergencia que nos protejan contra eventos adversos que podrían afectar la capacidad de cumplir las obligaciones financieras. Si eso puede hacerse con dinero en efectivo de emergencia, la familia no tendrá que liquidar inversiones y evitar los efectos adversos significativos asociados con la venta a precios deprimidos, o si la venta dispara un alto costo de transacción y/o impuestos elevados. La tercera necesidad de dinero en efectivo es como parte de una estrategia de inversión. El monto relativo de dinero en efectivo que mantiene una cartera de inversión debería ser determinado de acuerdo a las metas financieras de la familia, sus preferencias y los recursos disponibles. En algunos casos, el dinero en efectivo puede mejorar una estrategia de inversión diversificada, especialmente en los casos de estrategias más conservadoras.

## La importancia de las características varía

La identificación de necesidades ayuda a echar luz sobre las características del dinero en efectivo que son más valiosas, dependiendo de cómo se utilizará el dinero en efectivo y cómo difiere eso entre las necesidades (ver cuadro). Para gastar dinero, la solución óptima es una cuenta que permita hacer transacciones: generalmente es una cuenta corriente. Las divisas físicas son una forma verosímil de hacer pagos, pero es un método cada vez más irreal en una economía que se digitaliza rápidamente. Considerando que los saldos promedio que necesita una familia para cubrir los gastos son una porción importante de su patrimonio, el rendimiento de estos saldos también resulta una consideración importante.

Cuando se trata de ahorros de emergencia, las características deseables están menos restringidas por cualquier factor único y, entonces, las compensaciones son más complejas. Como los ahorros de emergencia son generalmente más importantes que el dinero para gastar, el rendimiento es aun más importante. Sin embargo, la preservación del capital y la confiabilidad de la liquidación sin pérdidas siguen teniendo una alta prioridad.

Como parte de la estrategia de inversión de una cartera, el rendimiento está a la par de la liquidez, que de alguna manera es más negociable que para los ahorros de emergencia. El rendimiento sigue siendo importante, especialmente para facilitar la utilización de capital para oportunidades de inversión que puedan surgir. Sin embargo, la necesidad de liquidez para

facilitar las tácticas y el rendimiento de la cartera para apoyar los ingresos debe equilibrarse contra la necesidad de más largo plazo de brindar diversificación y retorno total, incluyendo los retornos que surgen de la apreciación del capital. ■

*Lo anterior es un fragmento del Informe Especial de febrero de 2019. “El dinero en efectivo importa: un marco de trabajo para administrar un activo crítico”. Los autores son Lisa Shalett, Daniel C. Hunt, CFA, Suzanne Lindquist, Zi Ye, CFA, y Darren Bielawski, CFA. Para ver el informe completo, comuníquese con su asesor financiero.*

# No luche contra el Banco Popular de China (PBOC)

El viejo adagio, “No luche contra la Reserva Federal”, aconseja a los inversores comprar acciones de EE. UU. cuando la Reserva Federal flexibiliza, y vender durante los períodos en los que el banco central ajusta la política monetaria. Jan van Eck, director ejecutivo de VanEck, tiene una nueva vuelta sobre ese mantra, y aconseja lo siguiente: “No luche contra el Banco Popular de China (PBOC)”. El PBOC cortó las tasas de corto plazo el año pasado en medio de un pésimo desempeño de las acciones chinas y de otros mercados emergentes (EM). Actualmente, van Eck cree que estas acciones de estímulo podrían generar consecuencias positivas para los inversores durante este año. Recientemente compartió su pronóstico con Tara Kalwarski de Morgan Stanley Wealth Management. La siguiente es una versión editada de la conversación.

**TARA KALWARSKI (TK):** ¿Cuál es su opinión sobre lo que sucedió, y lo que sucederá, en China?

**JAN VAN ECK (JV):** Dando un paso hacia atrás, lo que creo que hirió a los mercados de acciones de China el año pasado fue una campaña de desapalancamiento del gobierno chino para replegar y desacelerar la explosión del crédito que sucedió varios años antes. Principalmente, ellos tienen lo que denominan “financiamiento social”, que yo denomino “crédito no asegurado”, que se dirige de varias maneras solo a la libre empresa o el sector privado en lugar de las empresas de propiedad estatal (SOE).

El efecto del desapalancamiento fue una situación de oferta monetaria muy ajustada, y eso es lo que creo que causó la contracción de los mercados de acciones de China. También causó un salto en las

tasas de interés para las empresas privadas. Un matiz para entender a China es la fragmentación en la disponibilidad del crédito entre las SOE y el sector privado. Las tasas de interés para las SOE no aumentaron mucho.

Creo que hay tres casos para China, pero el caso base es mucho más positivo. Creo que el gobierno llevará adelante una variedad de medidas de lo que conocemos como “estímulo por goteo” para intentar asegurarse que el crecimiento económico continúe y que el crédito se filtre al sector privado, donde fue efectivamente casi eliminado a fines del año pasado.

Si usted cree en este caso base de crecimiento lento pero continuo para China, y esfuerzos positivos y acomodaticios del PBOC, también debería ser bueno para las acciones de los mercados emergentes (EM).

**TK:** ¿Cómo ve el caso optimista en comparación con el caso pesimista para China?

**JV:** En el caso pesimista, el estímulo por goteo no funciona. No son lo suficientemente estimulantes por no usar el conjunto de herramientas correctas o porque el sector de propiedad estatal tiene un acceso fácil al crédito, y no es sencillo que el crédito vuelva a las empresas privadas. Muchas empresas privadas se están ahogando por falta de crédito. Que uno les indique a los bancos estatales que presten más, no quiere decir que el dinero irá al sector privado. En el aspecto fiscal, el déficit de 2018 fue el más importante que se recuerde, por lo cual existen límites a lo que el gobierno chino puede hacer en materia de estímulos fiscales.

El caso mayormente optimista incluye la firma de un robusto acuerdo comercial y la continuidad de la integración de la

cadena de abastecimiento y el comercio entre China y EE. UU.

Lo que creo que sucederá es que la economía continuará funcionando bien, pero comenzará un proceso de desacople entre EE. UU. y China. Obviamente, la administración Trump les indica a las empresas que tengan cuidado de no invertir de más en China, y los aranceles les están dando un desincentivo económico para establecer allí sus cadenas de abastecimiento.

Del lado de China, no creo que estén señalando un apetito por un acuerdo comercial muy orientado a las reformas. No parece que ellos estén ofreciendo muchas concesiones a EE. UU. Nosotros también sabemos que los chinos acordaron cosas anteriormente, tanto frente a la Organización Mundial de Comercio y otros, y luego ocurrieron problemas importantes para su implementación.

Ese nivel de frustración también sugiere que no habrá un gran momento de Cumbayá. Lo más probable es que juguemos al límite del caso base sin correr ningún riesgo y, tal vez, se alcance un acuerdo comercial y no haya grandes conmociones políticas.

**TK:** ¿Cómo afectaron las disputas comerciales de 2018 a las oportunidades de inversión?

**JV:** No creo que esa haya sido la teoría, aunque se generaron muchos titulares. Yo sé que “rondas de comercio” es la abreviatura de tensiones entre EE. UU. y China, y ciertamente existen tensiones, pero creo que el desapalancamiento fue lo que perjudicó más a los mercados de acciones y bonos chinos que las rondas de comercio.

Habiendo dicho eso, creo que esas tensiones comerciales se traducen en un desacople de largo plazo. Existe una verdadera frustración en el lado chino, especialmente con el caso de Huawei. Los dos países miran la situación de manera extremadamente diferente. Para EE. UU. es un problema de seguridad; China

entiende que EE. UU. está atacando en grupo injustamente a una empresa china.

Sea cual fuere la mirada correcta, el entusiasmo por los productos de EE. UU. está en riesgo en China. Ya hemos visto eso antes en China respecto de Corea y Japón. El gobierno no lo está alentando, pero es solo una realidad hasta que la situación se solucione.

**TK:** Considerando la participación de China en la economía global, ¿cuál es su impacto en los inversores?

**JV:** China fue un colaborador muy importante al crecimiento global. Contribuye con más del 1 % del crecimiento total del mundo cada año, y nuestro caso base es que esto continúe. Por eso es que esta pregunta es tan importante.

Los efectos del crecimiento de China se extienden a todas las clases de activos de todo el mundo. En forma directa, afecta a los mercados emergentes y los precios de los productos básicos. Los precios de los productos básicos y las acciones relacionadas con productos básicos resultaron afectados en el tercer trimestre de 2018, antes que quedara claro que China iba a retomar los estímulos.

Otras clases de activos son afectadas en forma indirecta. Hay empresas de EE. UU. haciendo negocios en China, por lo que existe un impacto sobre las acciones de EE. UU. y sus cadenas de abastecimiento. Los bonos de alto rendimiento están afectados porque los problemas de energía son una parte importante de ese mercado. Si la desaceleración en China genera la caída de los precios del petróleo, como lo vimos a fines de 2015, esto también afecta al mercado de alto rendimiento.

China realmente forma parte del mecanismo global de alto/bajo riesgo. Por eso existen dos grandes preguntas para los inversores: El crecimiento de China y la actividad de los bancos centrales del mercado desarrollado (la Reserva Federal y el Banco Central Europeo).

El factor principal de riesgo en términos del pronóstico de crecimiento chino es si los recortes de tasas tendrán el impacto deseado en la creación de crédito en

China. Hasta el momento no vimos mucho impacto. Aun así, la economía muestra algunos brotes verdes. Se notan algunas mejoras en construcción y en inversiones fijas en manufactura.

**TK:** El año pasado, China sufrió su menor tasa de crecimiento anual desde 1990. ¿Eso le preocupa?

**JV:** Las personas tienen ideas muy diferentes en sus mentes cuando piensan acerca del crecimiento chino. Creo que el crecimiento de China en el mediano plazo se reducirá a alrededor del 4 % por año, parcialmente porque su PIB per cápita es tan grande que llevaría a desequilibrios enormes si siguen intentando crecer al 6 % anual. Si ese fuera el caso, literalmente podríamos ver el siguiente titular durante 36 meses consecutivos: “El crecimiento de China es el más lento en 30 años”.

En general favorecemos la administración activa para los mercados emergentes, y hay empresas que están creciendo bien. Una empresa puede tener un crecimiento anualizado del 20 % de sus ganancias en China porque la economía es muy grande. Suceden tantas cosas que no se necesita un alto crecimiento importante para que las empresas de salud, tecnología y todo tipo de servicios tengan un crecimiento potencial a tasas muy altas.

De hecho, la inversión en servicios tiene un crecimiento de las ganancias del 60 % al 70 %, el cual es extremadamente alto y a la par de muchas economías desarrolladas. Entonces el sector de servicios se está volviendo importante para la economía china como impulsor del crecimiento.

En general, el relato sobre los mercados emergentes no debería ser que un crecimiento del PIB del 10 % se traduzca en altos precios de las acciones. No existe una gran correlación entre los precios de las acciones y el crecimiento del PIB. Aun en EE. UU., el año anterior tuvimos buen crecimiento y malos rendimientos de las acciones.

**TK:** ¿Cuál es la pregunta más común que recibe de los inversores?

**JV:** Definitivamente las inquietudes de la guerra comercial. Por eso intento volver

a poner el foco en términos de política monetaria. En general, la política pone nerviosos a los inversores, pero las tensiones comerciales hacen que muchos de ellos se pregunten si necesitan exposición a los mercados emergentes en sus carteras.

Intento mantenerlo simple. Mire lo que está haciendo la Reserva Federal. Mire lo que está haciendo el PBOC. Si la Reserva Federal ahora es estimuladora, eso es genial; y si el banco central de China es estimulador, entonces uno también quiere seguir esa onda.

**TK:** ¿Cuáles son sus pensamientos acerca de las diversas maneras de acceder a China?

**JV:** Filosóficamente, tenemos un enfoque hacia las empresas de todo tipo de capitalización de los mercados emergentes. En el pasado, teníamos que mirar a las empresas más pequeñas para obtener tasas de crecimiento más altas, pero al igual que en EE. UU., las empresas de tecnología de alto nivel de capitalización pudieron mostrar el potencial de un alto crecimiento de las ganancias. Miramos el crecimiento estructural. Nos mantenemos lejos de las SOE, ya sea en China o en otra parte.

A pesar de ser de corto plazo, febrero es un momento difícil para descubrir qué está sucediendo en China. A principios de este mes, todo el mercado de acciones cerró debido al feriado de Año Nuevo. Sin embargo, creo que las tendencias fundamentales se afirmarán. También hace falta bastante tiempo para que el estímulo del banco central se filtre a través de la economía china. Es posible que no veamos mucho movimiento hasta el segundo trimestre.

**TK:** ¿Alguna idea acerca del crecimiento de largo plazo de China comparado con EE. UU.?

**JV:** Hoy dudaría en predecir si China se convertirá en la economía dominante del mundo, y cuándo lo hará. Su gobierno favorece marcadamente a las SOE en este momento, y eso continuará siendo un impedimento estructural. La libre empresa funciona mejor al momento de asignar

capital, crear trabajos y promover nuevas tecnologías que las instituciones dirigidas por el gobierno. Eso es así en todos los países y en todos los períodos de tiempo.

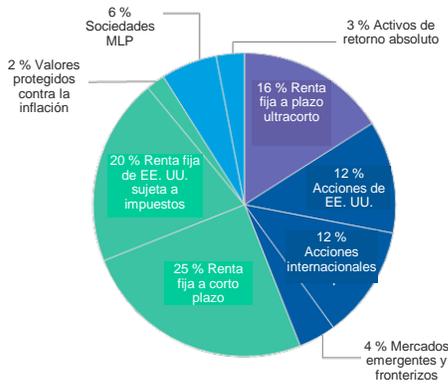
Si China continúa por ese camino, creo que reducirá el crecimiento entre uno y dos puntos porcentuales por año. Si mantienen los desincentivos para que las empresas extranjeras hagan negocios allí, creo que eso desacelerará su potencial de crecimiento en el mediano y largo plazo, y solo hará que sean un jugador global menos importante. Ellos serán importantes para el crecimiento global, pero no serán el jugador dominante. Esta es una curiosidad: China abrió sus mercados a fines de 1980, pero antes de eso habían diezmado su economía. Si su PIB per cápita hubiera comenzado al nivel de Nicaragua, su crecimiento desde entonces solo habría sido del 4 % anual. Así que creo que esta idea de un milagro chino no es cierta. Ellos están sujetos al mismo tipo de restricciones que cualquier otra economía. Si ponemos eso en contexto, no creo que vayan a dominar el mundo. ■

*Jan van Eck y Van Eck Associates Corporation no están afiliados a Morgan Stanley Wealth Management. Las opiniones expresadas por él son exclusivamente suyas y no necesariamente reflejan las de Morgan Stanley Wealth Management o sus filiales.*

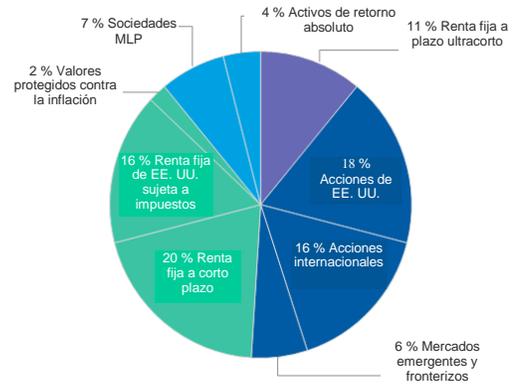
## Asignación táctica de activos del Comité de Inversiones Globales

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.

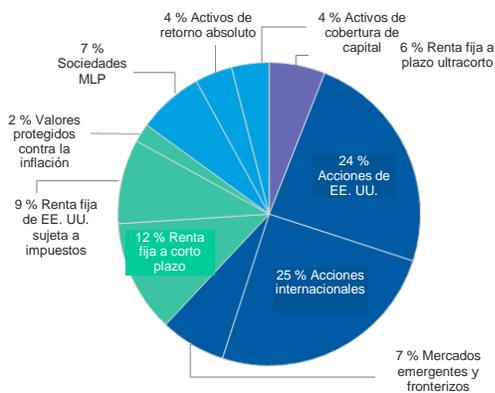
### Conservación del patrimonio



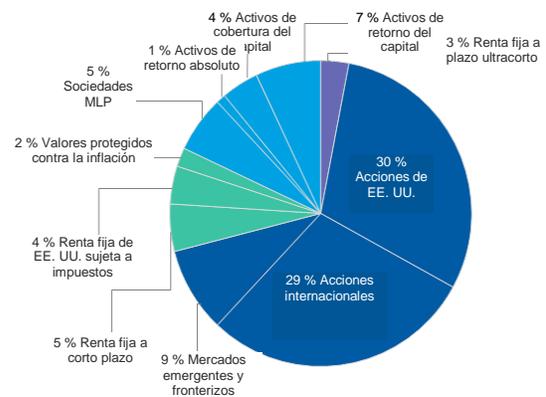
### Ingresos



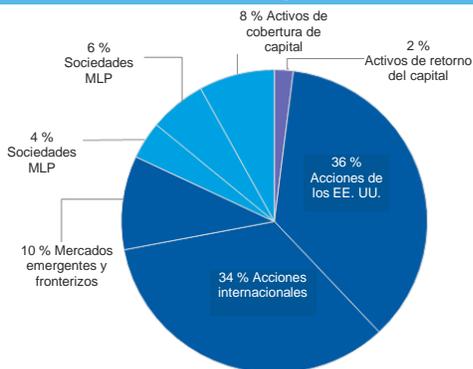
### Crecimiento equilibrado



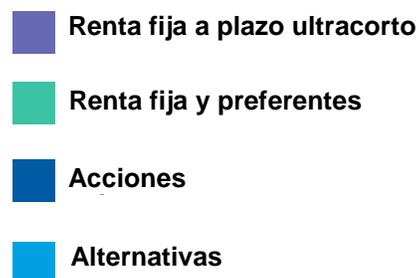
### Crecimiento del mercado



### Crecimiento oportunista



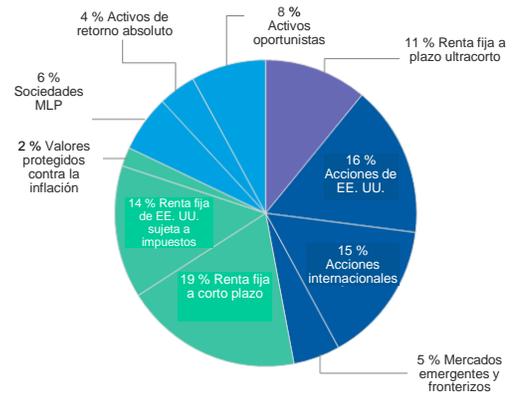
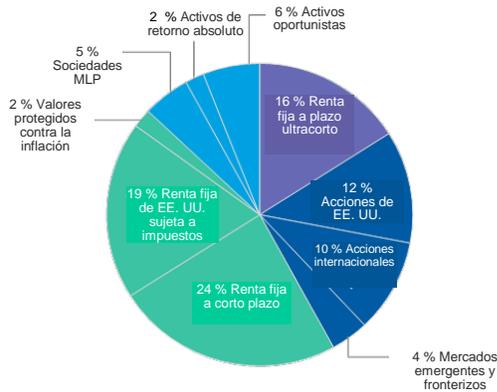
### Clave



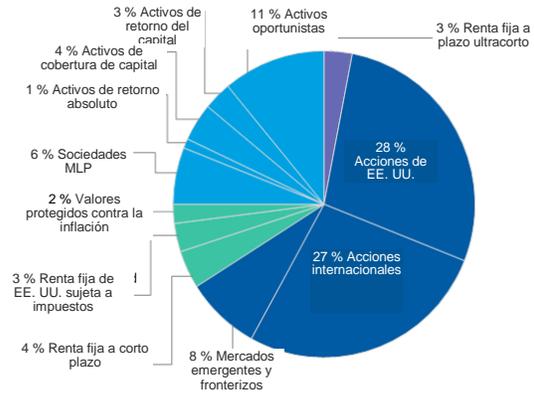
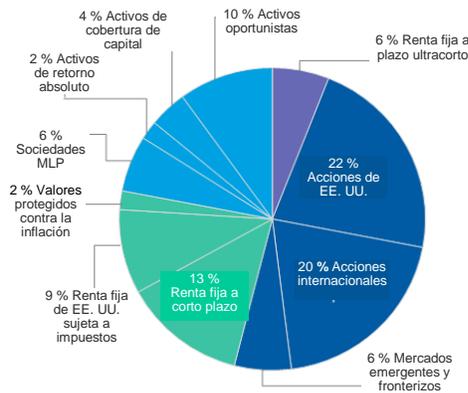
Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 28 de febrero de 2019

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.

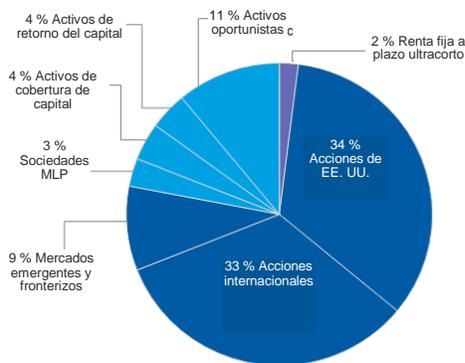
**Conservación del patrimonio** **Ingresos**



**Crecimiento equilibrado** **Crecimiento del mercado**



**Crecimiento oportunista** **Clave**



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

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 28 de febrero de 2019

## Razonamiento para asignación táctica de activos

Acciones mundiales		Ponderación relativa dentro de las acciones
EE. UU.	Subponderación	Después del peor diciembre desde 1931, el índice S&P 500 tuvo su mejor enero desde 1987. Esta clase de volatilidad es inusual, y fue precipitada por una Reserva Federal que parecía demasiado dura en diciembre, pero que revirtió el curso de su política quizás más rápido que lo que hayamos visto nunca. Mientras tanto, los fundamentales económicos y de ganancias continúan deteriorándose, dejándonos con una insulsa meta de solo 2750 para el índice S&P 500 de este año. Como resultado de ello, seguimos subponderados en EE. UU.
Acciones internacionales (mercados desarrollados)	Sobreponderación	Mantenemos una inclinación positiva hacia los mercados de acciones de Japón y Europa. Los movimientos populistas de todo el mundo probablemente impulsen más acciones de política fiscal en ambas regiones, especialmente en Europa, lo que permitirá que los bancos centrales abandonen sus políticas monetarias extraordinarias y ayuden al aumento de las valoraciones.
Mercados emergentes	Sobreponderación	Después de unos 10 primeros meses complicados de 2018, las acciones de los mercados emergentes (EM) se han desempeñado relativamente bien; esto representa una señal positiva para el liderazgo futuro. Con el dólar estadounidense que parece haber alcanzado su tope cíclico, el crecimiento del PBI nominal global podría disminuir en el primer trimestre a medida que se arraigue el estímulo fiscal de China. Esto debería beneficiar desproporcionadamente a las acciones de los EM.
Renta fija mundial		Ponderaciones relativas dentro de la renta fija
Grado de inversión en 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. Ahora que ha finalizado la era de la flexibilización cuantitativa, es poco probable que los bonos de larga duración brinden el mismo nivel de beneficios de diversificación de cartera como lo hicieron en el pasado. Por lo tanto, subponderamos a los bonos de larga duración.
Grado de inversión internacional	Subponderación	Los rendimientos son incluso más bajos fuera de EE. UU., dejando poco valor 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	Con el reciente colapso en los precios del petróleo con un peso sobre las expectativas de inflación, estos valores todavía ofrecen un valor relativo en el contexto de nuestras expectativas para que el crecimiento global se acelere, los precios del petróleo disminuyan y el dólar estadounidense llegue a la cima. En resumen, el riesgo de inflación está subvalorado.
Alto rendimiento	Subponderación	Los bonos de alto rendimiento recientemente han sido víctimas del mercado bajista rotativo que predijimos de los mercados de activos globales en 2018. Ahora ofrecen una mejor relación riesgo-recompensa, pero las acciones todavía se siguen viendo más atractivas, dada su reciente corrección. Con una ponderación de cero en el alto rendimiento desde enero de 2018, reconsideraremos nuestra asignación a bonos de alto rendimiento durante 2019 si los diferenciales continúan ampliándose.
Inversiones alternativas		Ponderaciones relativas dentro de las inversiones alternativas
Fondos de inversión en bienes raíces (REIT)	Subponderación	Los fondos de inversión en bienes raíces (Real Estate Investment Trust, REIT) se han recuperado en la segunda mitad de 2018, a medida que el crecimiento global teme que caigan las tasas de interés y que se retroceda. Sin embargo, los REIT siguen siendo costosos y vulnerables a los riesgos de crédito. Reconsideraremos nuestra posición a medida que las bajas del PBI nominal y/o las valuaciones se vuelvan más atractivas.
Sociedades limitadas principales/infraestructura de energía*	Sobreponderación	Las Sociedades Limitadas Maestras (Master Limited Partnerships, MLP) repuntaron con fuerza en la primera mitad de 2018 solamente con el fin de devolverle todo a los precios del petróleo colapsados en el cuarto trimestre. Con la recuperación de los precios del petróleo y un ambiente normativo más favorable, las MLP deberían ofrecer un rendimiento confiable y atractivo en comparación con los valores de alto rendimiento. El abastecimiento de la escasez de las sanciones iraníes también debería ofrecer apoyo para actividades de fractura hidráulica y construcción de tuberías, y ambas deberían conducir a una aceleración en el crecimiento de dividendos.
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 sobrede desempeño cuando las clases de activos tradicionales se ven desafiadas por amenazas de crecimiento o picos de volatilidad de la tasa de interés. Con el reciente aumento de la volatilidad, estas estrategias podrían funcionar mejor en una base relativa.

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 28 de febrero de 2019

**\*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.**

El **Comité de inversiones globales (GIC)** es un grupo de experimentados profesionales en inversiones de Morgan Stanley & Co. y Morgan Stanley Wealth Management, quienes se reúnen con regularidad para conversar acerca de la economía global y los mercados. El comité determina el pronóstico de inversiones que guía nuestro asesoramiento a clientes. Ellos monitorean en forma continua el desarrollo de las condiciones económicas y de mercado, revisan los pronósticos tácticos y recomiendan las ponderaciones de los modelos de asignación de activos; y también elaboran un conjunto de sugerencias de estrategia, análisis, comentarios y posicionamiento de carteras y otros informes y transmisiones.

**Chris Baxter, Darren Bielawski, Vibhor Dave, Kevin Demers, Scott Helfstein, Daryl Helsing, Daniel Hunt, Tara Kalwarski, Suzanne Lindquist, Ian Manley, Dan Skelly y Zi Ye no son miembros del Comité de inversiones globales, y cualquier estrategia de implementación sugerida por ellos no fue revisada ni aprobada por el Comité de inversiones globales.**

## Definiciones de índices

Para índices, indicadores y definiciones de encuestas a los que se hace referencia en este informe, visite el siguiente enlace: <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 de largo plazo que estén dispuestos a renunciar a la liquidez y poner el capital en riesgo por un período 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 rendimiento 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 con 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.

### Rendimiento hipotético

**General:** el desempeño hipotético no debería considerarse como garantía de desempeño 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 rendimiento hipotético tienen limitaciones inherentes. El rendimiento 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 rendimiento hipotético y del rendimiento real alcanzado mediante la asignación de un activo en particular.

A pesar de las limitaciones del desempeño hipotético, estos resultados de desempeño hipotético pueden permitir que los clientes y asesores financieros obtengan un sentido de la compensación riesgo/retorno 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 valores puede aumentar o disminuir durante períodos 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 rendimiento 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 rendimientos usados en el presente análisis. Las suposiciones sobre el retorno se basan en tasas de rendimiento 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.

***Una inversión en un fondo de money market no está asegurada ni garantizada por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos ni por cualquier otra agencia gubernamental. Aunque el fondo pretenda preservar el valor de su inversión a 1 USD por acción, es posible perder dinero invirtiendo en el fondo.***

### **Inversión en un fondo cotizado en bolsa (Exchange-Traded Fund, ETF)**

Una inversión en un **fondo cotizado en bolsa** implica riesgos similares a los de la inversión en una cartera de valores de acciones de base amplia negociada en una bolsa en el mercado de valores correspondiente, tales como las fluctuaciones del mercado causadas por factores como los acontecimientos económicos y políticos, los cambios en las tasas de interés y las tendencias percibidas en los precios de las acciones y de los bonos. La inversión en un ETF internacional también implica ciertos riesgos y consideraciones no típicamente asociados con la inversión en un ETF que invierte en valores de emisores de EE. UU.; estos riesgos incluyen los relacionados con los acontecimientos políticos, monetarios, económicos y del mercado. Estos riesgos se acrecientan en los países con mercados emergentes, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables y mercados y economías menos afianzados. Las inversiones de los ETF en productos básicos físicos y futuros de productos básicos o de la moneda tienen consideraciones impositivas especiales. Los productos básicos físicos pueden ser considerados como cuentas por cobrar, sujetos a una tasa máxima de ganancias de capital a largo plazo del 28 %, mientras que los futuros tienen valor ajustado al mercado y pueden estar sujetos a una tasa impositiva que combine un 60 % de ganancias de capital a largo plazo y un 40 % a corto plazo. Las posiciones de los futuros móviles pueden generar eventos sujetos a impuestos. Para obtener información específica y una mayor explicación de los posibles riesgos de los ETF, junto con sus objetivos, comisiones y gastos de inversión, lea una copia del folleto de los ETF. La inversión en sectores determinados puede ser más volátil que la diversificación en muchas industrias. El retorno sobre la inversión y el valor de capital de una inversión en ETF fluctuarán, de modo que las acciones del ETF de un inversionista (unidades de creación), si las vende o cuando las venda, pueden tener un valor mayor o menor que el costo original. Los ETF se pueden rescatar solo de acuerdo con el tamaño de la unidad de creación a través de un participante autorizado, y no se pueden rescatar unidades por separado de un ETF.

***Los inversionistas deben considerar cuidadosamente los objetivos y riesgos de inversión, así como los cargos y gastos de un fondo que cotiza en bolsa o un fondo mutuo antes de invertir. El prospecto contiene esta y otra información sobre los fondos mutuos. Para obtener un prospecto, comuníquese con su asesor financiero o visite el sitio web de la compañía de fondos mutuos. Lea detenidamente el prospecto antes de invertir.***

### **MLP**

Las sociedades limitadas principales (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 compañías 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 cotizan en 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, el 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 rendimiento 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 neto de los activos (net asset value, NAV) diario; y, en consecuencia, el rendimiento del fondo de MLP después de impuestos podría diferir significativamente de los activos subyacentes, incluso si se sigue de cerca el rendimiento 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 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** y **mercados fronterizos**, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables, y mercados y economías menos afianzados.

**La inversión en divisas** 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 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 accionarios o de 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 disrupciones 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 rendimiento significativamente inferior en comparación con los bonos del Tesoro de 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.

Aunque cuentan con el respaldo de la buena fe y el crédito del gobierno de EE. UU. respecto del pago puntual de capital e intereses, **los Bonos del Tesoro** están sujetos a riesgo de tasa de interés e inflación, así como también al riesgo de oportunidad de tomar otras oportunidades de inversión potencialmente lucrativas.

**Los Certificados de depósito** están asegurados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC), una agencia independiente del gobierno de EE. UU., hasta un máximo de 250.000 USD (incluyendo el capital y los intereses acumulados) para todos los depósitos que tengan la misma capacidad asegurable (es decir, cuenta individual, cuenta conjunta, IRA, etc.) por cada depositario de Certificados de depósito. Usted es responsable de vigilar el monto total que mantiene con cada depositario de certificados de depósito. Todos los depósitos en un único depositario que se encuentren bajo la misma capacidad asegurable serán sumados para los propósitos del límite de seguro aplicable de la FDIC, incluyendo los depósitos (tales como cuentas bancarias) mantenidos directamente con el depositario y los Certificados de depósito del depositario. Para más información, visite la página web de la FDIC en [www.fdic.gov](http://www.fdic.gov).

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 los **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 impositivo preferente, 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 respaldado por hipotecas (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.

**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 accionarios** pueden fluctuar en respuesta a las noticias sobre las compañías, las industrias, las condiciones del mercado y el entorno económico general.

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 compañía 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 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 se 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.

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 rendimiento de ninguna inversión específica.

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

## 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 rendimiento en el pasado no es necesariamente indicativo del rendimiento en el futuro.

Los autores (si se indica algún autor) principalmente responsables de la preparación de este material reciben compensación en función de varios factores, lo que incluye la calidad y precisión de su trabajo, los ingresos de la compañía (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 rendimiento 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 materializarán ni de que los rendimientos o resultados de rendimiento 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](http://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 con 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 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 (Switzerland) 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.

© 2019 Morgan Stanley Smith Barney LLC. Miembro de la SIPC.