

On the Markets

MICHAEL WILSON

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

Estratega Principal de Acciones
para EE. UU.
Morgan Stanley & Co.

Conservando la calma

La emoción es una influencia poderosa, y puede afectar nuestra conducta de manera ilógica, y hasta perjudicial. Sin embargo, las emociones son las que nos hacen humanos. Mientras que las experiencias emocionales cubren un amplio espectro, a menudo se piensa que el temor es la más poderosa y primitiva de las emociones. Quizás esta sea la razón por la cual las personas sienten aversión a sufrir pérdidas cuando piensan en invertir; es decir, el dolor de perder supera la alegría de ganar.

No caben dudas que el temor es poderoso, pero también lo es la alegría. Como inversionistas, debemos entender estas emociones e intentar mantenerlas controladas. Hace un año les preguntamos lo siguiente a nuestros clientes: “¿Están listos para la euforia?” Les preguntamos porque, desde 2009, habíamos experimentado uno de los mejores mercados alcistas de la historia, y aún así fue tratado con un amplio rechazo y desconfianza como consecuencia de la crisis financiera. A menudo los inversionistas buscaban o inventaban motivos por los cuales mantenían inversiones bajas y se aferraban a sus posiciones de efectivo. Avanzamos rápidamente hasta hoy, y finalmente estamos comenzando a ver que parte de esa desconfianza y ese temor comienzan a desaparecer.

Medir las emociones tal vez sea aún más difícil que controlarlas. Sin embargo, de hecho, tenemos maneras de al menos medir la sensación y el posicionamiento general de los inversionistas individuales e institucionales. Respecto de esas medidas, definitivamente podemos decir que hemos ingresado en una zona donde las emociones se han movido hacia el extremo eufórico. Esta euforia ahora también resulta evidente en la prensa y los medios de comunicación, donde la negatividad dominó la conversación durante años. Sin embargo, existen motivos fundamentales para ser más positivos. Las condiciones económicas rara vez fueron mejores, y ahora tenemos recortes de impuestos corporativos que impulsan las estimaciones de ganancias a un nivel mucho más alto de lo que esperábamos.

Sin embargo, cuando los mercados sufren movimientos fuertes como el alza del 36 % del S&P 500 durante los últimos 14 meses, nuestro trabajo es hacer un balance de dónde está el valor y cambiar nuestras asignaciones recomendadas según sea necesario.

Afortunadamente, nuestras carteras estaban bien posicionadas para aprovechar el sólido repunte de las acciones de los últimos años. Entonces, la decisión que tomamos el mes pasado de reducir nuestra exposición a acciones de EE. UU. y aumentar las posiciones en Europa y Japón fue una decisión sencilla, ya que vimos valoraciones mucho más baratas y mejores perspectivas de crecimiento futuro en esas regiones. Al mismo tiempo, abandonamos nuestra posición en bonos de alto rendimiento, que estaba mostrando señales de fatiga de fin de ciclo, en favor de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 2 años. Aún cuando tales movimientos a veces resultan impopulares, “ir contra la corriente” a menudo funciona de la mejor forma en materia de asignación de activos, y le permiten al inversionista conservar la calma. ■

ÍNDICE

	Creciente proteccionismo
2	¿Son los aranceles de los paneles solares y las lavadoras los primeros disparos de una guerra comercial?
	Europa tiene varias maneras de ganar
3	Las acciones europeas tienen valor, y lo mismo ocurre con sus divisas y bonos corporativos.
	Considere el efectivo
5	Finalmente, los rendimientos del interés a corto plazo comienzan a lucir atractivos.
	¿Recuerda los fondos Money Market?
7	Los crecientes rendimientos a corto plazo están elevando la fortuna de estos fondos.
	Beneficiarios de recortes impositivos
8	Es posible que las empresas que más se recuperaron no sean las ganadoras a largo plazo.
	Los grandes debates en 2018
10	Los analistas de investigación de Morgan Stanley & Co. resaltan algunas de las cuestiones en las que difieren respecto del consenso de Wall Street.
	En pocas palabras
13	Revisamos lo que dice la relación precio/ganancias de Shiller acerca del mercado de acciones, y más.
	Movimiento hacia la corriente principal
15	Un creciente número de inversionistas está optando por inversiones sustentables.
	Jugada ofensiva con la energía
18	Los inversionistas parecen escépticos respecto de que se mantengan los más altos precios del petróleo.



Creciente proteccionismo, cauto optimismo

SCOTT HELFSTEIN, PhD

Estratega Sénior de Inversiones
Morgan Stanley Wealth Management

El 22 de enero, EE. UU. le asestó un golpe a los aranceles de los paneles solares y las lavadoras. China rápidamente reprochó la acción, amenazando con una respuesta a través de la Organización Mundial de Comercio (OMC). En nuestra opinión, estos aranceles específicos tendrán escaso impacto económico, pero podrían ser una señal de que el proteccionismo en el comercio es un riesgo de mercado.

Los grandes cambios en la política comercial podrían desacelerar los mercados o incluso desencadenar un traspie. Las medidas proteccionistas también podrían tener efectos diversos en los diferentes sectores. Aún cuando la noticia activa señales de advertencia, existen algunas evidencias que indican que las revisiones a la política comercial serán modestas en lugar de los grandes cambios que asustarían a los mercados.

INESPERADO. Las medidas recientemente anunciadas imponen aranceles del 30 % a los paneles solares y del 50 % a las lavadoras. Ninguno de estos cambios es inesperado, ya que atravesaron un extenso proceso de revisión en la Comisión de Comercio Internacional de EE. UU. Whirlpool hizo un llamamiento por las lavadoras en 2013 y 2015, y dos fabricantes estadounidenses de paneles solares presentaron quiebra en 2017. George W. Bush utilizó la misma regla para aplicar un arancel al acero chino en 2003, y Barack Obama asestó un golpe a los neumáticos chinos con un gravamen del 35 % en 2009.

También está bajo análisis el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA). Es posible que el tratado de 23 años de antigüedad necesite una revisión, pero el marco de trabajo de la renegociación inicialmente exigió sucesivas rondas durante semanas en lugar

de un proceso extenso. En el centro del debate: EE. UU. quiere reducir su déficit comercial, mientras México desea un mayor acceso a los mercados estadounidenses. Aún cuando parece que EE. UU. está a la vanguardia del movimiento revisionista del comercio global, el informe anual de la OMC muestra que las medidas proteccionistas están aumentando a nivel global.

A los economistas y partidarios del libre comercio les preocupa que un aumento del proteccionismo genere pérdida de eficiencia social e ineficiencia.

CONTRACCIÓN DEL COMERCIO. En efecto, el comercio global se ha contraído en relación con el crecimiento económico global. En los últimos años, el crecimiento de la interdependencia económica se estancó e incluso comenzó a contraerse (ver cuadro). El déficit comercial de EE. UU. con China y México creció de forma constante durante esos años, pero el déficit solo representa un 0,7 % del PIB.

Si aumentaran las disputas comerciales y el comercio global tuviera un pronunciado giro proteccionista, algunos sectores de EE. UU. probablemente enfrentarían dificultades. Aquellos que tienen una mayor dependencia de los ingresos del extranjero, como tecnología con el 36,7 %, materiales con el 31,2 % y salud con el 29,6 %, enfrentan un riesgo mayor. Los sectores más orientados al mercado interno podrían ofrecerles a los inversionistas un posicionamiento defensivo; por ejemplo, las telecomunicaciones tienen solamente un 2,0 % de dependencia de los ingresos extranjeros, los servicios públicos un 4,9 % y los productos financieros un 12,9 %. Morgan Stanley & Co. da cuenta de que la salida del NAFTA, específicamente, tendría un impacto adverso en las empresas industriales, tecnológicas y de materiales, y favorecería a las empresas de atención

médica, fondos de inversión en bienes raíces, telecomunicaciones y servicios públicos.

OPORTUNIDAD EN MÉXICO. La incertidumbre comercial también ofrece una oportunidad. El MSCI Mexico Index tuvo un rendimiento casi 20 % menor al MSCI Emerging Markets (EM) Index en términos de dólares estadounidenses durante los últimos 12 meses. Si México atravesara con éxito las negociaciones del NAFTA y una elección, las acciones podrían volver a alcanzar el nivel del EM Index. Cualquier resultado desfavorable podría perjudicar a los activos mexicanos.

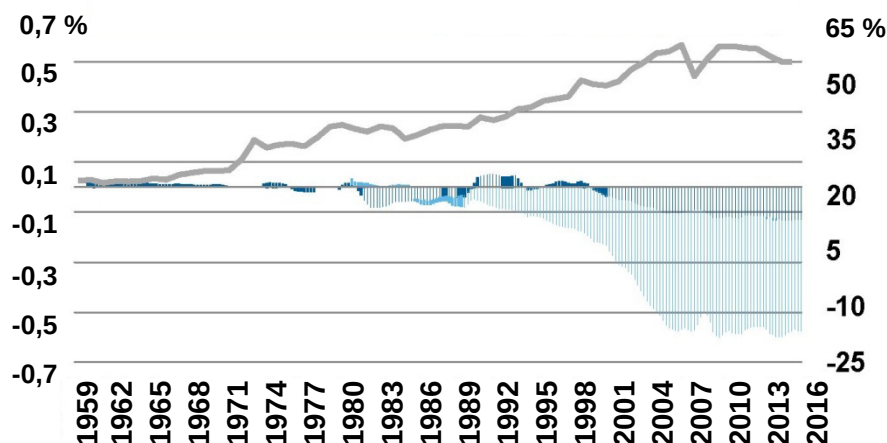
Un movimiento global hacia una política comercial proteccionista probablemente pondría un freno a la economía global, pero existen motivos para mantener el optimismo. En primer lugar, las sanciones de EE. UU. contra los paneles solares y las lavadoras podrían ser una señal hacia los chinos y otros competidores extranjeros. Si esto no continúa escalando, los efectos económicos serán mínimos. En segundo lugar, el ritmo otrora vertiginoso de las negociaciones del NAFTA se desaceleró a algo más adecuado para una renegociación comercial masiva y compleja. Esto reduce la probabilidad de tomar decisiones imprudentes y abre una posibilidad para que las políticas sensatas se impongan a la retórica. ■

La participación del comercio en el PIB comenzó a contraerse

Exportaciones netas de EE. UU. a México en porcentaje del PIB de EE. UU. (eje izquierdo)

Exportaciones netas de EE. UU. a China en porcentaje del PIB de EE. UU. (eje izquierdo)

Comercio global en porcentaje del PIB global (eje derecho)



Nota: Las exportaciones netas y el comercio global están expresados en promedios simples móviles de cuatro trimestres.

Fuente: World Bank, Bloomberg, Morgan Stanley Wealth Management al 30 de septiembre de 2017

ON THE MARKETS / REGIONES

Europa tiene varias maneras de ganar

ANDREW SHEETS

Estratega Principal de Activos
Cruzados de Morgan Stanley & Co.

En 2018, Europa no tiene el catalizador de políticas que tiene EE. UU., el impulso de los mercados emergentes ni el entusiasmo inversionista de Japón. Aún así, creemos que la región brillará este año. Prevemos que las acciones europeas superarán el rendimiento de otras regiones, con una suba de las divisas europeas en relación con muchas divisas de los mercados desarrollados (MD) y con un buen desempeño de Europa Oriental respecto de sus pares de los mercados emergentes (ME). También creemos que el crédito europeo es preferible al de EE. UU. o Asia. Lo más importante es que creemos que la historia positiva está menos relacionada con una exuberancia de fin de ciclo, y más con los fundamentales y la valoración.

FUNDAMENTALES SÓLIDOS. Tras una sequía sostenida posterior a la crisis, las medidas de la economía de la Eurozona

son sólidas y de base amplia. La confianza y las inversiones corporativas tuvieron un rebote, el gasto de los consumidores está en aumento y el desempleo volvió a los niveles de 2005. El sector gubernamental ha completado ampliamente la consolidación fiscal y la ha reemplazado por una flexibilización fiscal modesta. El superávit de cuenta corriente de la Eurozona se elevó al 3,1 % del PIB.

Esta mejora parece estar construida sobre bases sólidas. Los préstamos de los consumidores y los préstamos corporativos están aumentando, pero a partir de una base baja. La política fiscal presenta una modesta flexibilización. Estamos convencidos que la crisis de la Eurozona, y la posterior debilidad de los mercados emergentes, postergaron una significativa cantidad de consumo e inversión. Todavía hay espacio para recuperar esa diferencia.

Ninguna historia regional es uniforme, y hay lugares como el Reino Unido que muestran mediciones más débiles de cuenta corriente o préstamos a los consumidores,

pero aquí también existen compensaciones interesantes.

MEJORES GANANCIAS. Esta mejor historia macro también debería estar acompañada de una mejor historia micro (corporativa). Las ganancias europeas tuvieron la ignominiosa distinción de caer entre 2011 y 2016. Un motivo importante: Las empresas de la Eurozona tuvieron una enorme exposición a las materias primas, los productos financieros y los mercados emergentes.

Las tres enfrentaron grandes dificultades entrelazadas, y la falta de exposición al sector de tecnología no ayudó. Sin embargo, estas dificultades se están disipando. Las ganancias en el sector de las materias primas, lideradas por el sector energético, están mejorando. Los bancos europeos recaudaron el capital necesario y sus ganancias están en alza, y el crecimiento de los mercados emergentes se está acelerando nuevamente, lo que representa una gran ayuda para el 30 % de ingresos europeos que provienen de la región. Mientras los inversionistas se inquietan por las empresas que tienen un “exceso de ganancias” en un entorno de fin de ciclo, las ganancias europeas continúan por debajo de la tendencia a largo plazo, y, en general, no se han visto

afectadas por recompras o apalancamiento. Después de un corrida récord de acciones de tecnología, tal vez una menor exposición no sea lo peor.

VALORACIÓN ATRACTIVA. El MSCI Europe Index cotiza con un descuento del 19 % respecto de la relación precio/ganancias (P/E) futura de EE. UU. (ver cuadro), y un 10 % por debajo del promedio a 30 años de los múltiplos relativos de la región.

El FTSE 100 Index del Reino Unido es más barato en comparación con las acciones globales, contra estándares de 20 años, que cualquiera de los 30 índices de acciones globales que monitoreamos.

Esto no es solamente una historia sobre acciones. El euro está un 8 % por debajo de la estimación de valor justo de nuestros estrategias de divisas a pesar del buen crecimiento y la cuenta corriente. La libra, la corona sueca, la corona noruega y el rublo se muestran históricamente baratos basándose en el tipo de cambio efectivo real, y el crédito europeo muestra márgenes similares a los de sus contrapartes de EE. UU. o Asia, a pesar de tener mejores fundamentales en general.

Finalmente, creemos que Europa tiene ventajas en materia de política y políticas. En política, creemos que las votaciones más complicadas de la región tuvieron lugar el año pasado (Francia, Alemania y Holanda), y aún cuando Italia enfrenta nuevas elecciones en marzo, una nueva legislación electoral reduce el riesgo de resultados extremos. Comparemos esto con EE. UU., en donde los recortes de impuestos (la legislación con mayor capacidad para unir el partido gobernante) ya tuvieron lugar y nos esperan por delante unas críticas elecciones de medio término. Respecto de las políticas, 2018 podría traer un nuevo liderazgo en el Banco de Japón, y ya tenemos nuevas autoridades en la Reserva Federal. Contrariamente, el período del Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, finaliza en 2019. ■

Los precios de las acciones europeas están por debajo de las acciones estadounidenses



Fuente: Investigación de Morgan Stanley & Co., datos al 23 de enero de 2018

Considere el efectivo

LISA SHALETT

Jefa de Recursos de Inversión de Wealth Management
Jefa de Inversiones y Estrategias de Carteras,
Morgan Stanley Wealth Management

Aunque las acciones han estado en buena racha, nuestros indicadores de mercado advierten sobre una corrección. Al mismo tiempo, después de un período prolongado de tasas de interés casi congeladas, parece que los rendimientos se pueden haber desamarrado. El bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años ofrece un rendimiento del 2,72 %, el más alto en casi un año.

Notamos otros datos que también podrían representar mayores riesgos: un Índice de Precios al Consumidor núcleo mayor a lo esperado en EE. UU.; una sorpresa de línea dura del Banco de Japón; el Banco Central Europeo apuntando a la finalización formal de su flexibilización cuantitativa; preocupaciones sobre la nueva evaluación de las asignaciones de China, el mayor inversionista mundial en bonos del Tesoro de EE. UU., a la luz del aumento de los déficit gemelos de EE. UU. y su agresiva retórica comercial; y el primer vistazo del pensamiento de los nuevos líderes de la Reserva Federal. Con un escenario en el cual el mercado de acciones de EE. UU. es cada vez más caro, el mercado de crédito es extremadamente rico y las tasas globales están en aumento, el Comité de Inversiones Globales se concentra más en el efectivo como clase de activo crítica para 2018.

LASTRE DE LA CARTERA. La ventaja obvia del efectivo es su liquidez instantánea y la capacidad de aprovechar

también puede aportar un lastre a la cartera contra la creciente volatilidad. Lo importante es que, luego de una larga y frustrante década, los rendimientos del efectivo son más atractivos en un sentido absoluto. Específicamente, la tasa de los fondos federales y la tasa de las letras del Tesoro de EE. UU. a tres meses ahora están por encima de cero de manera segura, cotizando a 1,37 % y 1,44 % respectivamente. Por primera vez en siete años, los rendimientos de los fondos money market están por encima del 1 % (ver página 5). La tasa de los bonos del Tesoro a dos años, que es la más sensible a la política prospectiva, está rondando el 2 %, lo que indica por primera vez desde 2009 que el rendimiento real, es decir, el rendimiento real ajustado por la inflación, es positivo.

Más aún, los sólidos datos económicos sugieren que el aumento de las tasas a corto plazo no finalizó. La Reserva Federal continúa pronosticando tres incrementos en las tasas durante 2018 y, teniendo en cuenta que las estimaciones de PIB incluyen aumentos mayores, es posible que la tasa neutral también avance. Debido a la normalización de la política en Europa, el rendimiento del Bund alemán a 10 años, durante mucho tiempo anclado a las tasas estadounidenses, aumentó 55 puntos básicos respecto de su piso reciente. Todo esto generó un empinamiento del tramo de la curva de rendimientos de muy corto plazo, lo cual hace que la construcción de escaleras de vencimientos escalonados de tres meses a tres años resulte una buena estrategia, dado que los rendimientos anualizados de casi el 2 % pueden asegurarse con una volatilidad mínima.

RENDIMIENTOS ATRACTIVOS DEL CORTO PLAZO. Los rendimientos del corto plazo ahora también resultan más atractivos en un sentido relativo. Por primera vez en más de una década, el rendimiento nominal a 2 años del 2,11 % está significativamente por encima del rendimiento de los dividendos del S&P 500, que actualmente son del 1,89 % en base a una estimación de 12 meses de Bloomberg (ver cuadro).

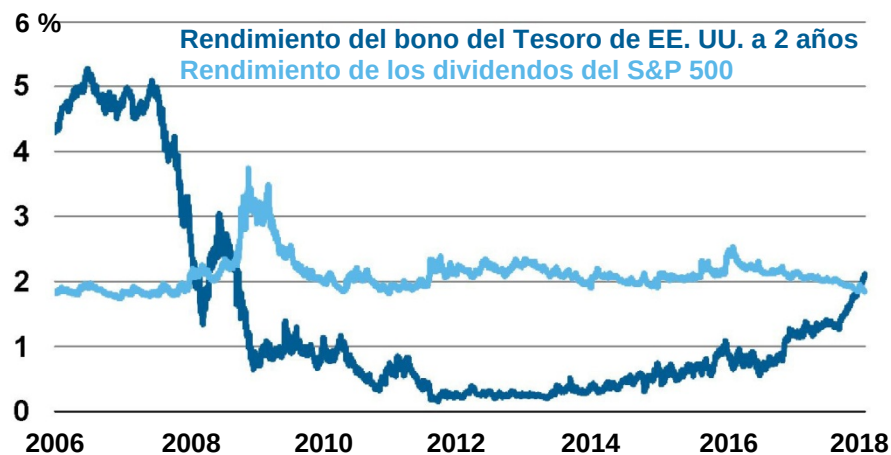
Los sectores generadores de ingresos, como los servicios públicos y los fondos de inversión en bienes raíces han comenzado a tener un desempeño inferior al previsto. Es posible que los inversionistas renueven su interés en las empresas de telecomunicaciones y medios de comunicación, teniendo en cuenta sus enormes beneficios a partir de la reforma impositiva. Sin embargo, la mala dinámica de precios, como resultado de la intensificación de la pérdida de suscriptores y el excesivo consumo de contenido, podría limitar el atractivo de estas acciones. Eso significa que los inversionistas deben buscar generadores de dividendos en sus carteras de acciones, lo cual es una opción que conlleva los riesgos de la volatilidad relacionada con las acciones.

Como siempre ocurre, el mayor riesgo para los inversionistas que se pasan al efectivo no es simplemente el costo de oportunidad, sino la posibilidad que los rendimientos nominales no se mantengan al ritmo de la inflación. De acuerdo, las recientes cifras de expectativas inflacionarias han aumentado a medida que cae el desempleo global, rebotan los precios de las materias primas y los inventarios de la cadena de suministro permanecen en equilibrio. Un dólar más débil también es inflacionario, considerando que EE. UU. depende de las importaciones para dos tercios de su consumo. Si el avance de las tasas

ON THE MARKETS/RENTA FIJA

nominales se retrasa respecto de una mayor inflación, lo que haría que las tasas reales fueran negativas, la propuesta de valor del efectivo podría complicarse una vez más. ■

Finalmente, los rendimientos de los bonos del Tesoro a corto plazo superan el rendimiento del S&P 500



Fuente: Bloomberg al 29 de enero de 2018

¿Recuerda los fondos Money Market?

OLGA PUJARA

Analista de Renta Fija
Morgan Stanley Wealth Management

SUSAN K. MCDOWELL

Analista de Renta Fija
Morgan Stanley Wealth Management

¿Recuerda cuándo fue la última vez que pensó en fondos mutuos money market? ¿Tal vez unos 10 años atrás? Eso es porque, en el ínterin, los rendimientos de estos vehículos de extremadamente corto plazo casi desaparecieron cuando la flexibilización cuantitativa y otras políticas monetarias agresivas redujeron los rendimientos a un puñado de puntos básicos (ver cuadro). Para Morningstar Inc., el rendimiento promedio anual entre 2009 y 2015 fue menor a cinco puntos básicos, o 0,05 %. En 2014, el rendimiento promedio fue de un punto básico. Eso es un rendimiento anual de 10 USD sobre una cuenta de 100.000 USD.

¿RENDIMIENTOS MÁS ALTOS A FUTURO? Sin embargo, mientras la Reserva Federal aumentó las tasas de interés en tres oportunidades durante el último año, los rendimientos del money market comenzaron a aumentar lentamente. Como la Reserva Federal apunta a aumentar la tasa de interés en tres oportunidades más este año, los rendimientos de los fondos money market probablemente aumentarán.

Aunque los fondos money market pueden invertir en títulos con vencimiento máximo de un año, el vencimiento promedio es mucho más corto. En la actualidad, los fondos money market sujetos a impuestos tienen un vencimiento promedio de 30 días. En los fondos exentos de impuestos, el promedio se sitúa por debajo de los 20 días.

Lo que también es una novedad desde la última vez que usted consideró los fondos money market son las nuevas normas de la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU. (Securities & Exchange Commission, SEC), que distinguen marcadamente a los fondos comercializados a inversionistas individuales, minoristas, de aquellos

dirigidos a inversionistas institucionales. Los fondos exclusivos para minoristas siguen manteniendo un valor de activo neto (NAV) constante de 1 USD, una práctica de larga data en la industria, así como los fondos que invierten en valores del gobierno.

VALOR DE ACTIVO NETO FLOTANTE.

En el caso de los fondos institucionales principales y libres de impuestos, el NAV puede flotar. Este NAV flotante no fue probado de manera significativa desde que las nuevas normas entraron en vigencia 15 meses atrás, porque el mercado de dinero no sufrió ningún impacto crediticio o de tasa de interés. Con el aumento de las tasas de interés, el valor de activo neto (net asset value, NAV) de los fondos institucionales podría caer por debajo de 1 USD, introduciendo un elemento de incertidumbre acerca de la reacción del mercado a este concepto más nuevo. Además, los fondos money market pueden tener la capacidad de aplicar comisiones y barreras de salida siempre y cuando les brinden a los accionistas acceso a divulgaciones de prospectos anteriores.

Lo importante es que lo que no cambió es que los fondos money market, ya sean minoristas o institucionales, son inversiones y no cuentas bancarias. Como tales, no están asegurados por la Corporación Federal de Seguros de Depósito (FDIC) ni por ninguna otra agencia gubernamental.

Bajo las nuevas reglas, actualmente existen tres tipos de fondos money market: principal, exento de impuestos y gubernamental.

• **Los fondos principales** y los exentos de impuestos pueden clasificarse como minoristas o institucionales. Los fondos principales invierten en un amplio rango de títulos a corto plazo, desde certificados de depósitos bancarios hasta papeles comerciales de alta calificación y papeles respaldados por activos. Generalmente, están sujetos a impuestos y

ofrecen los mayores rendimientos, pero también tienen un mayor riesgo crediticio.

• **Los fondos exentos de impuestos**, incluidos los fondos federales y estatales exentos de impuestos, invierten en títulos municipales a corto plazo. Como su nombre lo indica, los fondos federales exentos de impuestos están libres de impuestos federales, pero podrían estar sujetos a impuestos estatales y locales. Los fondos estatales exentos de impuestos, que invierten principalmente en títulos municipales de un único estado, tienen doble o triple exención de impuestos. Se aplica doble exención de impuestos si está libre de impuestos federales y estatales, y se aplica triple exención de impuestos si está exento de impuestos federales, estatales y locales.

• **Los fondos del gobierno**, incluidos los fondos exclusivos del Tesoro, generalmente tienen menores rendimientos que los fondos principales porque sus tenencias incluyen títulos que cuentan con el respaldo del gobierno federal y, en consecuencia, se considera que tienen el riesgo crediticio más bajo. Los fondos del gobierno también son los que menos cambian con las nuevas normas. ■

Una larga sequía para los fondos money market



Fuente: Morningstar, al 29 de diciembre de 2017

ON THE MARKETS / ACCIONES

¿Quién retendrá los beneficios del recorte impositivo?

DENNY GALINDO, CFA

Estratega de Acciones
Morgan Stanley Wealth Management

KEVIN DEMERS, CFA

Estratega de Acciones
Morgan Stanley Wealth Management

Aún antes de que la tasa de impuesto corporativa se redujera del 35 % al 21 % a fines del año pasado, el mercado de acciones lo anticipó. En el cuarto trimestre, el desempeño del 25 % de las empresas con la mayor tasa impositiva superó en 5 % al desempeño del 25 % de las empresas con la menor tasa impositiva (ver cuadro). Aún cuando las menores tasas deberían ser positivas para la competitividad corporativa, nosotros creemos que, en el caso de algunas industrias, el aumento de ganancias derivado de las tasas de interés más bajas no es sustentable. Por consiguiente, los inversionistas deberían considerar la durabilidad de este beneficio impositivo en lugar de su tamaño.

EN BUSCA DE CALIDAD. Según nuestra opinión, las empresas de menor calidad tienen una mayor probabilidad de perder los beneficios del recorte impositivo debido a las fuerzas competitivas que las

impulsan a tomar decisiones de precios, salarios o inversión que pueden impedir que gran parte de los ahorros impositivos se reflejen en los resultados.

Esto podría hacer que el crecimiento de las ganancias de muchos de los supuestos “ganadores impositivos” generara decepciones este año, mientras que las empresas de alta calidad que pueden perdurar con más ganancias relacionadas con impuestos podrán superar las expectativas.

En consecuencia, buscamos métricas de calidad para identificar a las empresas que probablemente retengan la mejora de las ganancias relacionadas con los impuestos. Creemos que las empresas de alta calidad que no solamente tienen una tasa de impuestos corporativa relativamente más alta, sino que también tienen el blindaje competitivo para preservar estos beneficios, posiblemente tengan un mejor desempeño a futuro. Mike Wilson, Estratega Principal de Acciones de EE. UU. de Morgan Stanley & Co, argumenta que la calidad general de las ganancias tiende a deteriorarse este año, y que los inversionistas son demasiado optimistas acerca del impacto actual de los

beneficios impositivos.

LA DINÁMICA DE LA INDUSTRIA ES IMPORTANTE. Para identificar a las empresas que tienen el potencial de retener el recorte impositivo, observamos los márgenes operativos y el rendimiento sobre el capital.

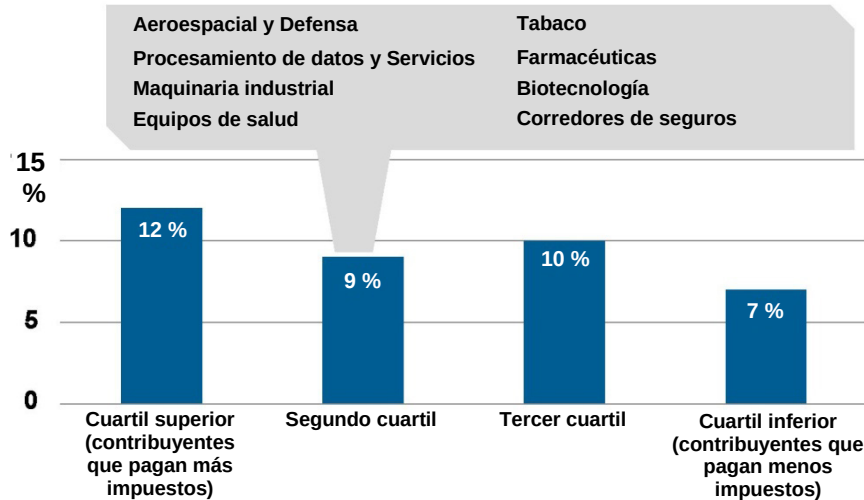
Este tipo de métricas generalmente surgen como consecuencia de una empresa que tiene ventajas competitivas, como altas barreras de ingreso, que están impulsadas por una participación de liderazgo en el mercado, que presentan economías de escala u otro factor diferenciador. Generalmente, las empresas que tienen un producto u oferta únicos tiene mayor poder para fijar precios, lo cual impulsa los márgenes operativos u operaciones más eficientes, lo cual impulsa los rendimientos sobre el capital. Aún cuando las formas en que se alcanzan estas ventajas difieren entre las industrias, nosotros creemos que son un amplio reflejo de la calidad. Cuando el recorte de impuestos beneficia a empresas con ventajas competitivas, habrá menor presión sobre los márgenes y los rendimientos que para las empresas más normales. En otras palabras, estas empresas retendrán la mayoría de los beneficios de ingresos relacionados con el recorte impositivo.

¿A QUIÉN ESTÁ OLVIDANDO EL MERCADO? Cuando la ley impositiva estaba cerca de completarse, los analistas notaron que los grandes beneficiarios eran los bancos y los minoristas.

ON THE MARKETS / ACCIONES

Los ganadores a largo plazo de la reforma impositiva tal vez no sean aquellos que tuvieron un mejor desempeño en la ronda inicial

Rendimiento total del S&P500 por cuartil impositivo durante el cuarto trimestre de 2017



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management al 29 de diciembre de 2017

Efectivamente, mientras el mercado en general ganó un 7 % en el cuarto trimestre de 2017, los minoristas obtuvieron un 14 % y los bancos un 10 %. Sin embargo, nosotros creemos que es menos probable que ellos retengan todo el beneficio impositivo debido a sus modelos de negocios inherentemente competitivos.

Por el contrario, creemos que es posible que las empresas farmacéuticas/biotecnológicas, las redes de pagos y las empresas del sector aeroespacial/de defensa obtengan beneficios más duraderos. Las empresas farmacéuticas/biotecnológicas tienden a tener patentes de medicamentos que impulsan su poder de fijación de precios, y los ingresos correspondientes pueden ser gravados con una favorable tasa del 13 % si las mismas están registradas en EE. UU. bajo el nuevo plan. Las redes de pago captan la mayor parte de su valor de las redes que no pueden ser replicadas debido a su tamaño y a su alcance, lo que permite mayores rendimientos sobre el capital y mayores márgenes. Finalmente, las empresas del sector aeroespacial/de defensa generalmente tienen grandes barreras de entrada debido al uso intensivo de capital y a los contratos a largo plazo de su negocio. Aún cuando estas industrias pueden no haber participado en el “acuerdo impositivo”, a medida que el mercado reconoce la durabilidad de sus beneficios impositivos, las mismas pueden estar preparadas para tener rendimientos superiores a los de una canasta de empresas que pagan puramente altos impuestos (pero que son de menor calidad). ■

Los grandes debates de 2018

Cada año, los analistas de investigación de Morgan Stanley & Co. comparan sus propias opiniones sobre las empresas e industrias que cubren con las opiniones de consenso. Aquellas que difieren con las opiniones de mercado actuales, y que podrían ofrecer una oportunidad de inversión, fueron recopiladas en este informe, *Grandes debates de 2018*. A continuación presentamos una muestra de las cuestiones de este año. Si quiere conocer más, solicite una copia del informe completo a su Asesor Financiero.

¿Las escisiones impulsan una nueva visión de las acciones automotrices?

La colisión sin precedentes de fuerzas seculares, tecnológicas y normativas llamó la atención de los inversionistas y los equipos de liderazgo sénior de la industria automotriz. La ventana de oportunidad para reevaluar y reestructurar la cartera de negocios parece estar abierta y bajo seria consideración, con un número de importantes transacciones precedentes y otros precursores que han tenido lugar en 2017. Esperamos que este asunto se amplifique significativamente en 2018.

El asunto de las “escisiones”, o hacer una oferta pública inicial de una unidad de negocios existente de una gran empresa se convirtió en uno de los temas de discusión más importantes entre los inversionistas en la actualidad. Existen motivos para el entusiasmo, pero también hay motivos para ser escépticos.

Aún así, el mercado considera a las escisiones como excepciones, y mayormente en EE. UU. Sin embargo, nosotros creemos que se trata de un fenómeno potencialmente global, especialmente en Asia. También creemos que es una manera de reconfigurar la industria automotriz, que está lista para ser redefinida como un ecosistema de supercomputación móvil y conducción electrónica. Si los gigantes automotrices globales son Auto 1.0, estamos hablando de Auto 2.0.

Las empresas Auto 1.0 tienen la oportunidad de quedarse con el mérito antes que algunas firmas tecnológicas potencialmente importantes se concentren en su terreno al ingresar al mercado o a través de ofertas públicas de acciones. Los fabricantes de equipos originales y sus proveedores tienen una ventana a la comunidad de capital de riesgo y, en muchos casos, estuvieron haciendo inversiones directas o a través de asociaciones con una variedad de nuevas empresas Auto 2.0. A través de estas interacciones y asociaciones, muchas de las cuales están bastante bien desarrolladas, creemos que los equipos de liderazgo automático desarrollaron un alto nivel de conciencia acerca de las diferencias en los conjuntos de habilidades, el acceso al talento humano y el acceso al capital financiero.

Adam Jonas

¿Se desacelerará el crecimiento de los servicios públicos en la energía eólica?

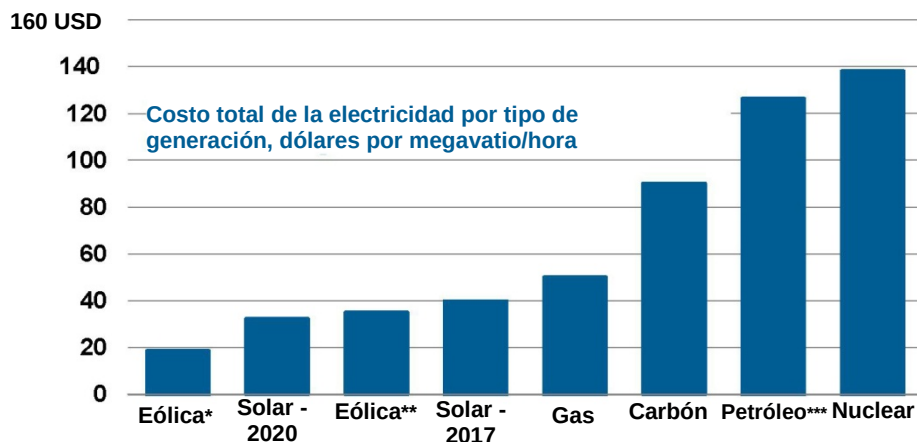
Recientemente, el sector energético de EE. UU. alcanzó un punto de inflexión en el cual las energías renovables se convirtieron en la forma más barata de generación en gran parte del país. La tendencia facilita un cambio estructural en el perfil de la demanda de energías renovables: un cambio de impulsores de política cambiables a un crecimiento estable impulsado por economías cada vez más atractivas. Aún así, la visión del mercado es que el impacto de la reforma impositiva sobre los mecanismos de financiación y los desafiantes obstáculos normativos para la aprobación de proyectos de energía eólica prohibirán o desacelerarán las tasas de implementación de servicios públicos en EE. UU.

Según nuestra opinión, las economías cada vez más favorables pesarán más que las dinámicas de política. El largo de las aspas eólicas aumentaron mucho más rápidamente que lo que nosotros, y el mercado, esperábamos. En el tercio central de EE. UU., los parques eólicos tienen un costo total que es menor a un tercio del costo de una nueva planta alimentada a gas natural. La energía eólica también se encuentra bastante por debajo del costo de la energía generada en parques solares de gran escala (ver cuadro).

Como resultado de ello, creemos que muchos servicios públicos apuntarán a un “círculo virtuoso” (gastar más en parques eólicos y, a su vez, aumentar el crecimiento de las ganancias por acción y

ON THE MARKETS / ACCIONES

La energía eólica es ahora la forma de energía con menor costo



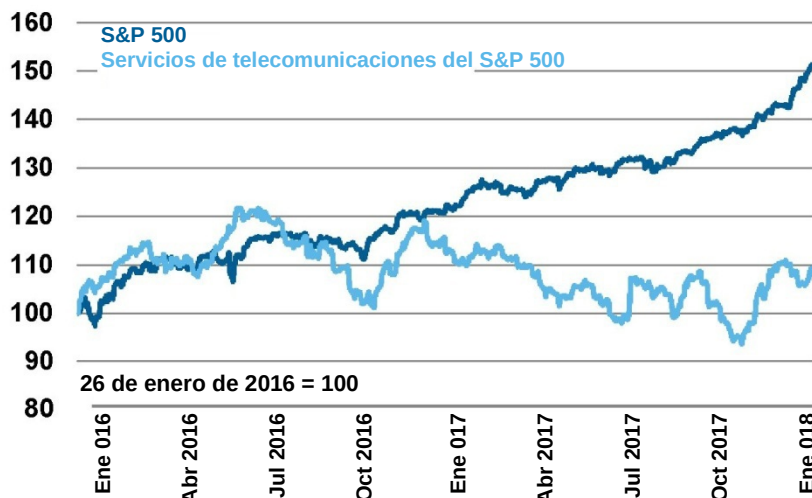
*Con crédito impositivo a la producción **Sin crédito impositivo a la producción

***Supone un precio del petróleo de 50 USD/barril. Fuente: Investigación de MS & Co. al 15 de diciembre de 2017

reducir las facturas de los clientes) considerando lo barata que resulta la energía eólica. Los datos económicos son simplemente demasiado grandes como para ignorarlos: los objetivos ambientales tienden a tener las mejores condiciones a su favor, aliviando así el aspecto normativo

McDermott

Las acciones de telecomunicaciones quedaron atrás en la fase previa del mercado de 2017



Fuente: Datos de la empresa, investigación de MS & Co., Thomson Reuters, Bloomberg al 26 de enero de 2018

¿Es una buena idea buscar empresas de telecomunicaciones en problemas?

Las principales empresas de telecomunicaciones tuvieron un desempeño bastante menor al del mercado de acciones desde comienzos de 2017 (ver cuadro), aunque mostraron un relativo impulso en su desempeño a partir de la reforma impositiva. Aún así, los altos dividendos del sector podrían sugerir que los inversionistas les temen recortes de dividendos. El relato común: Las empresas inalámbricas son “cubos de hielo derritiéndose” mientras la competencia del cable, el riesgo tecnológico y un alto apalancamiento se combinan para amenazar sus flujos de caja y sus valoraciones.

En general, somos cautos con las empresas de telecomunicaciones y creemos que la selectividad es fundamental para evaluar a las empresas rezagadas. Estamos más concentrados en las sinergias de las fusiones, la reforma impositiva y las refinanciaciones, ya que las mismas deberían ayudar a apoyar los dividendos de algunas empresas, a pesar de los desafíos competitivos y seculares actuales.

La historia también favorece un rebote, ya que vimos un patrón interesante de reversión en el desempeño histórico. Las empresas continuadoras de Bell tuvieron ocho años de mal desempeño de dos dígitos respecto del mercado desde 1991, y el desempeño

de 2017 fue el peor desde 2003. En el año inmediatamente siguiente, las empresas Bell tuvieron un mejor desempeño que el mercado en siete de ocho oportunidades, con un promedio de mejor desempeño del 7,7 %, y un promedio de rendimiento absoluto del 8,9 %. *Simon Flannery*

Productores estadounidenses de petróleo y gas: ¿Estamos frente a una consolidación importante?

El mercado no espera una consolidación importante, como lo indican las valoraciones comprimidas y el menor desempeño de las empresas de exploración y producción respecto del mercado petrolero en general. Sin embargo, nuestra opinión es que las condiciones están dadas para la consolidación de la industria, y prevemos que comenzará este año.

Existen múltiples motivos que apoyan la consolidación. Se podrían obtener importantes eficiencias de capital a través de la amplitud de exploración y producción centradas en esquisto, que se está volviendo más relevante a medida que la industria madura. Muchas empresas podrían hacer transacciones graduales sin poner sus balances en riesgo. En la actualidad, los activos de petróleo de esquisto pueden ser una fuente de flujo de caja libre, contrariamente a su antigua reputación de ser grandes consumidores de

flujo de caja.

Finalmente, las valoraciones de los productores públicos se comprimieron, mientras que los precios del petróleo y los fundamentales del petróleo mejoraron de forma marcada. *Evan Calio y Drew Venker.*

¿Pueden los proyectos petroleros offshore funcionar a 60 USD?

El mercado considera que la economía offshore es inferior en comparación con la del petróleo de esquisto. Los precios Brent superiores a los 60 USD/barril impulsarán a la inversión de corto ciclo en petróleo de esquisto hasta que la producción supere a la demanda y baje los precios, haciendo que cualquier déficit de oferta dure poco.

Como la producción de petróleo de esquisto puede aumentarse en meses, mientras la producción offshore podría tomar años, el consenso es que petróleo de esquisto siempre ganará.

¿O no será así? Nuestra opinión es que el costo de equilibrio de los proyectos offshore cayó dramáticamente por debajo de los 50 USD por barril en la actualidad respecto de los 90 USD de 2014, lo que hace que el petróleo offshore sea competitivo respecto del petróleo de esquisto. Aún cuando el ciclo más corto del petróleo de esquisto le ofrece una ventaja, creemos que no es suficiente para impedir un resurgimiento de la actividad de perforación offshore. Existen evidencias de eso en un comentario de una empresa petrolera, un repunte en la decisión de inversión definitiva, un incremento en la actividad de licitación de torres de perforación offshore durante los últimos seis meses y el surgimiento de tecnología que puede reducir aún más los costos de desarrollo. Además, los perforadores offshore lograron reducir el tiempo para que un proyecto obtenga su primer barril de petróleo de más de dos años a menos de 12 meses. *Igor Levi*

¿Las pérdidas catastróficas implican primas de seguro más altas?

A pesar de registrar pérdidas récord de más de 130.000 millones de USD por las catástrofes naturales de 2017, incluidos los huracanes Harvey, Irma y María, la opinión del mercado es

que las empresas que aseguran riesgos relacionados con bienes y accidentes no podrán aumentar las primas. De hecho, las tasas no aumentaron después de las pérdidas catastróficas de 2011, y la creencia es que el mercado registrará el ingreso de abundante capital alternativo para limitar cualquier aumento de precios. Adicionalmente, las valoraciones precio/valor en libros registraron pocos cambios desde que el huracán Harvey

golpeó a Texas en septiembre, lo que refleja la falta de cambio de precios.

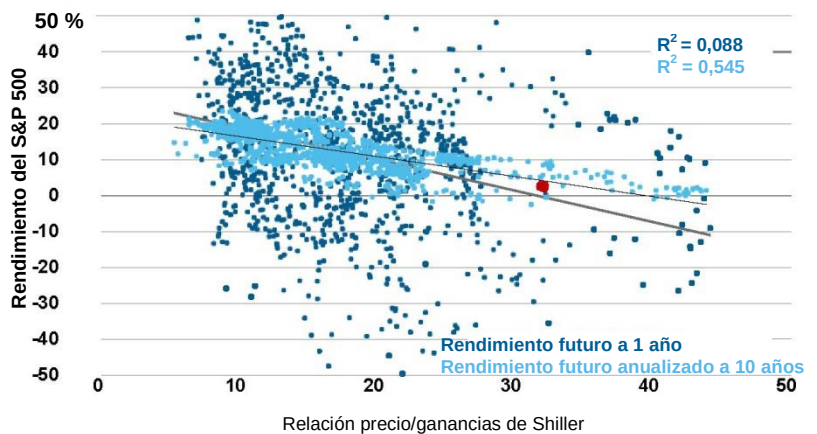
Contrariamente, esperamos ver precios más elevados este año. Hemos visto incrementos mayores al 5 % en reaseguro de propiedades para las renovaciones del 1 de enero, y también hay señales de precios más elevados en el mercado de seguros primarios. Finalmente, creemos que las mayores primas apoyarán el crecimiento de las ganancias por acción y la ampliación

del rendimiento sobre el capital de este año. Específicamente, estimamos que un incremento de tasas del 1 % al 5 % podría resultar, en promedio, en mayores ganancias de entre el 6 % al 29 %. Aún así, opinamos que la mejora de los fundamentales todavía no se refleja en las valoraciones de las aseguradoras de bienes y accidentes.
Kai Pan ■

ON THE MARKETS/EN POCAS PALABRAS

Una relación precio/ganancias de Shiller elevada sugiere menores rendimientos a largo plazo para las acciones

La relación precio/ganancias de Shiller es una técnica de valoración que apunta a medir si las acciones son baratas o caras comparando el precio actual del S&P 500 con las ganancias del S&P ajustadas por el promedio de inflación de los últimos 10 años. Considerando que las acciones estadounidenses se encuentran en el máximo de todos los tiempos, ¿qué nos dice esta métrica ahora? No nos dice mucho acerca del corto plazo. En el cuadro, cada punto del diagrama representa el rendimiento de un año y la relación precio/ganancias de Shiller. Los diagramas de dispersión en azul oscuro muestran que hay una muy baja correlación (0,088) entre la relación precio/ganancias de Shiller y el rendimiento futuro a un año. Sin embargo, la correlación se vuelve más sólida en periodos de tiempo más prolongados, como puede verse en los puntos celestes, que muestran rendimientos futuros anualizados a 10 años y una correlación de 0,545. Como la relación precio/ganancias de Shiller actualmente está en 32,25 (punto rojo), la regresión sugiere un rendimiento futuro anualizado a 10 años de solamente 1,7 %. Como mínimo, esto señala un período de rendimientos menores a los normales. *Rob Birns*



Fuente: Haver Analytics al 29 de diciembre de 2017

El crecimiento de las ganancias fue sólido, pero los datos indican que podría haber sido más sólido

Ganancias futuras del S&P 500 a 12 meses
(eje izquierdo, cambio de 12 meses)
Encuesta de manufactura del ISM de EE. UU.
(eje derecho, promedio de 3 meses)



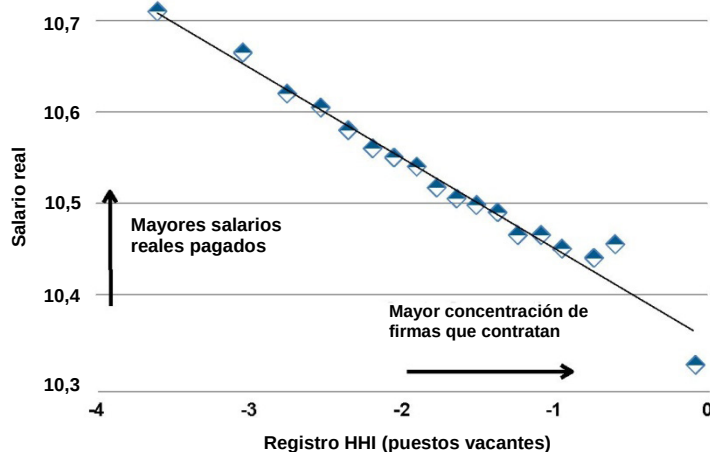
Fuente: Estrategia de inversión global de BofAML, Bloomberg, datos al 17 de enero de 2018

La economía global dio una sorpresa positiva durante la segunda mitad de 2017, apuntalada por las condiciones financieras acomodaticias. Al mantener su patrón histórico, este impulso económico se tradujo en un crecimiento más sólido de las ganancias. Sin embargo, el crecimiento de las ganancias futuras del S&P 500 a 12 meses se quedó corto respecto de nuestras expectativas en base a su relación de largo plazo con la encuesta del ISM de EE. UU., pero esas ganancias todavía podrían materializarse durante los próximos tres a seis meses. Mirando más hacia adelante, por definición, las sorpresas económicas positivas no pueden continuar indefinidamente. A fines de 2018 podrían emerger dificultades naturales y fuerzas adversas, lo cual podría desacelerar el crecimiento de las ganancias futuras. Nosotros creemos que la transición a partir de este círculo virtuoso de condiciones financieras acomodaticias y un impulso económico positivo hacia un ciclo menos virtuoso podrían introducir alguna volatilidad a los mercados financieros. *Steve Edwards y Chris Baxter*

La concentración geográfica de la industria tiende a reducir los salarios de los trabajadores

¿Qué impacto tiene en los salarios el hecho de que solamente algunas empresas estén contratando en una determinada área geográfica? “Concentración del mercado laboral”, un reciente informe NBER de José Azar, Ioana Marinescu y Marshall Steinbaum, aplica un análisis innovador para brindar una respuesta intuitiva: Cuando pocas empresas están contratando para un determinado conjunto de habilidades en una determinada “zona de trabajo”, los salarios pagados por ese trabajo tienden a ser menores. Del mismo modo que se conoce que la mayor concentración de la industria reduce el poder de negociación de los consumidores, la concentración también puede reducir el poder de negociación de los trabajadores. Tal como lo resaltamos en “El enigma del gasto de capital y la paradoja de la productividad” (noviembre de 2017), el aumento de la desigualdad, la normativa y el sesgo de los incentivos a la inversión generaron dificultades significativas para el crecimiento económico. Mientras que los mercados laborales ajustados y una economía en maduración finalmente comienzan a traducirse en un mayor crecimiento salarial, la situación a más largo plazo podría exigir acciones adicionales de política para responder cabalmente a estas tendencias.

Joe Pickhardt



Fuente: José Azar, Ioana Marinescu y Marshall Steinbaum, “Concentración del mercado laboral”, informe NBER N.º 24147, diciembre de 2017

Movimiento hacia la corriente principal

LILY S. TRAGER

Directora de Inversiones con Impacto
Morgan Stanley Wealth Management

Comencé a trabajar en inversiones sustentables y de impacto en 2007. En ese entonces, se trataba de un enfoque poco común en materia de inversiones. A menudo sentía que trabajaba en los márgenes de las finanzas. Me sentía orgullosa de estar marcando una diferencia, pero para los defensores de las inversiones de impacto como yo resultaba difícil convencer a los inversionistas de que prestaran atención.

El trabajo ha dado sus frutos. En la actualidad, las inversiones sustentables y de impacto están cada vez más integradas a las conversaciones de la corriente principal, y registran un interés explosivo entre los inversionistas institucionales e individuales. En 2017, según un estudio del Morgan Stanley Institute of Sustainable Investing, el 75 % de los inversionistas individuales encuestados afirmaron estar interesados en usar sus inversiones para generar un cambio social y ambiental. Fue gratificante presenciar el desarrollo de este campo, y espero que este impulso continúe.

Para mirar hacia el futuro, comencemos mirando en retrospectiva al año 2017. En EE. UU., el desempleo registró el nivel más bajo en 17 años, la confianza de los consumidores alcanzó un nuevo récord y el mercado de acciones trepó a nuevas alturas.

También en 2017: Según la Administración Nacional de Océanos y Atmósfera, la temperatura promedio de la superficie terrestre y del océano en todo el mundo entre marzo y mayo fue la segunda más alta en dicho período desde que comenzó a registrarse la temperatura a nivel mundial en 1880; las emisiones de dióxido de carbono se elevaron por primera vez en cuatro años, según informes del Foro Económico Mundial; los huracanes Harvey, Irma y María causaron pérdidas de vidas y destrucción masiva; los incendios forestales desataron el caos en una California sedienta de precipitaciones, destruyendo los hogares de miles de personas y, también aumentaron los riesgos de seguridad informática, de acuerdo con lo informado por el Foro Económico Mundial, incluyendo ataques de ransomware, que representaron el 64 % de los correos electrónicos maliciosos de 2017.

En este contexto, notamos que tanto los inversionistas individuales como los institucionales redefinieron el valor como algo más que desempeño financiero de corto plazo; es decir, como algo que crea un impacto social y ambiental positivo. Nosotros no solamente esperamos que esta tendencia de “inversión sustentable” o “inversión de impacto” aumente significativamente en EE. UU., sino también a nivel global.

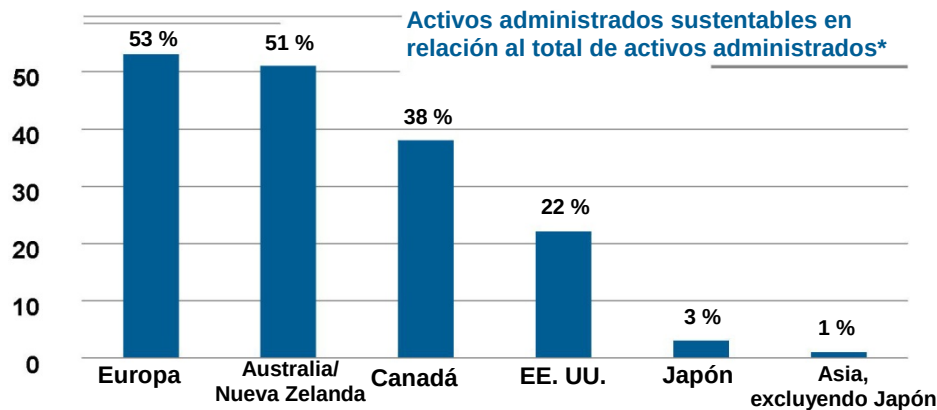
De hecho, según la Global Sustainable Investment Alliance, Europa continúa siendo la región dominante en materia de inversiones sustentables, con el 53 % del total de activos administrados a nivel global. En EE. UU., los fondos administrados con control de restricción, sustentabilidad y exposición temática están cerca del 22 % de los activos administrados (ver cuadro).

En la región Asia Pacífico, los resultados son mixtos. Mientras Australia y Nueva Zelanda tienen el 51 % de los activos administrados a nivel global, Japón está cerca del 3 %. Aún así, esperamos que la porción de Japón crezca en forma significativa dado que el Japanese Government Pension Investment Fund se pronunció a favor de integrar los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (environmental, social and governance, ESG) en su proceso de inversiones.

Además de la aceleración del crecimiento de los activos, aquí presentamos algunas áreas de crecimiento que esperamos que tomen impulso en el área de inversiones sustentables y de impacto durante 2018:

Corrigiendo el equilibrio de desigualdad. Las crecientes disparidades en materia de ingresos, bienestar y estándar de vida están entre los mayores desafíos socio-económicos que enfrenta el mundo. Un informe del Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing de 2017, “Impulsores de crecimiento inclusivos: la anatomía de una empresa”, analizó las maneras en las que las empresas influyen las oportunidades económicas y la prosperidad a través de las decisiones que toman acerca de sus empleados, productos, servicios,

Europa y Australia/Nueva Zelanda lideran las inversiones sustentables



*AUM = activos administrados

Fuente: Global Sustainable Investment Alliance, investigación de MS & Co. a diciembre de 2016

Mientras durante mucho tiempo se confió en el sector público para reducir las disparidades económicas y sociales, este informe centra la atención en el rol del sector privado para impulsar el crecimiento inclusivo. A medida que tanto los inversionistas minoristas e institucionales presionan a las empresas para que estén a la altura de sus responsabilidades ambientales, sociales y de gobernanza, lo que incluye el bienestar de los empleados, las condiciones de la cadena de abastecimiento y la asequibilidad de los productos, las empresas que influyen positivamente en el crecimiento inclusivo pueden generar un mejor interés de los inversionistas junto con otros beneficios, tales como nuevas oportunidades de mercado y menores costos.

Este año esperamos ver oportunidades que busquen invertir en empresas que impulsan una prosperidad económica amplia a través de sus propias operaciones, así como también a través de sus productos y servicios. Un ejemplo que subraya esta oportunidad fue la reciente carta de Laurence D. Fink, presidente y director ejecutivo de BlackRock, una importante firma de administración de inversiones, a los directores ejecutivos corporativos. Fink hizo un llamado a los directores ejecutivos a articular no solo los objetivos estratégicos de sus empresas para alcanzar el desempeño financiero, sino también a entender el impacto social de sus empresas y las maneras en las que

las amplias tendencias estructurales, como el lento crecimiento de los salarios, la creciente automatización y el cambio climático, afectan el crecimiento económico.

Inversión en diversidad de género.

El diálogo social, cultural y político acerca de la diversidad de género alcanzó nuevas alturas en 2017. Además de los simples argumentos de justicia y equidad, la defensa de la diversidad e igualdad a nivel de los empleados corporativos también puede relacionarse con los resultados. En este sentido, la investigación de MS & Co. llegó a la conclusión de que la existencia de más mujeres que trabajan y dirigen en el lugar de trabajo es simplemente un buen negocio. Por ejemplo, la investigación demostró que, a lo largo del tiempo, las empresas con mayor diversidad de género tienen un mejor rendimiento sobre el capital y una menor volatilidad en el precio de la acción que aquellas con menor diversidad.

En todo el mundo, los prejuicios sistémicos y las barreras de género se encuentran bajo un mayor escrutinio. Según Global Citizen, una plataforma de acción social, alrededor del 70 % de las mujeres del mundo es pobre. Además, el 66 % de las horas de trabajo en todo el mundo está a cargo de mujeres, por lo que reciben el 10 % de los ingresos mundiales. Según Catalyst, una organización sin fines de lucro que promueve una fuerza de trabajo inclusiva, las mujeres representan el 51 % de la población, obtienen el 60 %

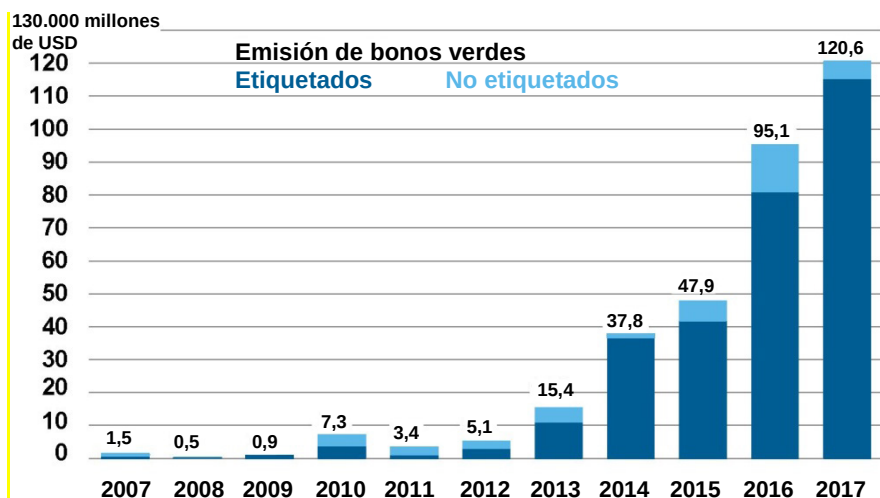
operaciones y gobernanza. Por ejemplo: el diseño de un producto, incluidas sus formas de comercialización y su precio, influyen sobre el crecimiento inclusivo. Los estudios muestran que el desarrollo de productos asequibles para consumidores sensibles al precio, como los 4.500 millones de personas de bajos ingresos de todo el mundo que, en conjunto, gastan unos 5.000 billones de USD al año, puede ayudar a las empresas a mejorar su desempeño financiero. Desde el punto de vista operativo, las empresas también pueden promover a los proveedores en una emergencia; por ejemplo, implementando medidas de seguridad cibernética para salvaguardar la información personal de los clientes.

de todas las maestrías y controlan o influyen más del 70 % del gasto de los consumidores en EE. UU.; y a pesar de ello, solamente el 5 % de los cargos de director ejecutivo de las corporaciones estadounidenses está ocupado por mujeres. Además, las mujeres solamente ocupan el 26 % de las posiciones ejecutivas y el 21 % de los puestos de las juntas directivas de las empresas de la lista S&P 500.

La buena noticia es que la mejora en la igualdad de género puede resonar en toda la economía global. Según la Guía de Diversidad de Género para inversionistas de Morgan Stanley, reducir a la mitad la brecha de género en la participación de la fuerza de trabajo podría generar un incremento de aproximadamente el 6 % del PIB para 2030, sin mencionar otro incremento del 6 % del PIB si podemos acortar la brecha dentro de los próximos 15 años.

Con seguridad, existe un impulso detrás de las cuestiones de diversidad de género, inclusión y paridad en todas las empresas del mundo. Como inversionistas, podemos desempeñar un rol para promover la diversidad de género, no solamente para el avance y la prosperidad global, sino también para el potencial mejor desempeño financiero a largo plazo. Aunque todavía es relativamente pequeño, el mercado de estrategias de inversión que integra a la diversidad de género en su proceso de selección de inversiones está creciendo, tanto en tamaño como en sofisticación.

La emisión de bonos verdes ha despegado en los últimos años



Fuente: Iniciativa de bonos climáticos, Bloomberg New Energy Finance, Investigación de MS & Co. al 29 de diciembre de 2017

Esperamos que 2018 aporte una innovación continua a las nuevas estrategias de diversidad de género.

Atenuación del cambio climático.

En 2017, Morgan Stanley lanzó el Climate Change Mitigation Index, que destaca el potencial de las innovaciones que atenúan el cambio climático y ofrecen rendimientos potenciales a tasas de mercado. Esta herramienta estima que las inversiones en energía renovable alcanzarán la marca de 5.100 billones de USD en todo el mundo en 2030. Además, se espera que la porción de empresas del mercado de la construcción “verde” aumente del 18 % al 36 % en 2018. Para los inversionistas, las oportunidades son dobles: conservación de la energía dentro de la infraestructura existente en las economías desarrolladas e integración de la eficiencia de los recursos en las nuevas construcciones comerciales de los mercados emergentes. Los inversionistas podrían beneficiarse al invertir en empresas que se están posicionando para atenuar el cambio climático.

A pesar del retiro de EE. UU. del acuerdo climático de París durante el verano último, los países y las empresas están financiando proyectos de reducción de las emisiones de dióxido de carbono en forma parcial a través de la emisión de bonos verdes (ver cuadro).

Las estimaciones sugieren que la oportunidad en bonos verdes es amplia: Se requerirán aproximadamente 90.000 billones de USD en inversiones de infraestructura durante los próximos 15 años para poder hacer la transición a economías con bajos niveles de emisiones de dióxido de carbono. Al analizar 121 emisiones de bonos verdes, la investigación de MS & Co. llegó a la conclusión de que los bonos verdes tienen el mismo desempeño de los bonos regulares con similares vencimientos y el mismo emisor en la mayoría de los sectores. Para los emisores, los bonos verdes pueden señalar la atenuación del cambio climático como parte de su estrategia de crecimiento. ■

Jugada ofensiva de fin de ciclo en energía

LISA SHALETT

Jefa de Recursos de Inversión de Wealth Management

Jefa de Inversiones y Estrategias de Carteras, Morgan Stanley Wealth Management

Entre 2014 y 2016, los precios del petróleo estaban en un mercado bajista, producto del crecimiento explosivo del fracking de petróleo de esquisto en EE. UU. y una fallida estrategia de la OPEP para hacer a un lado a tales productores. Luego, a medida que los precios comenzaron a recuperarse durante el último año, el escepticismo de los inversionistas mantuvo retrasadas a las acciones de energía. El sector tuvo un rendimiento ligeramente negativo en 2017 mientras el S&P 500 acumulaba un rendimiento total de casi el 22 % (ver cuadro). En las sociedades maestras limitadas (MLP), el avance del petróleo fue descontado a medida que el desempeño continuó retrasado por tercer año consecutivo, agobiado por las preocupaciones acerca de la intensidad de capital, el costo de capital y el acceso a los mercados de capitales.

IMPULSO DE LOS OBJETIVOS DE PRECIOS. ¿Cómo deberían leer los inversionistas el último incremento del 20 % en los precios del petróleo? Nosotros lo interpretamos como el producto del buen crecimiento global, la debilidad del dólar estadounidense y la severidad del clima invernal en EE. UU. También es importante la aparente eficacia de “OPEP 2.0”, el último intento del cartel por aumentar los precios a través de recortes en la producción.

Como resultado de ello, el Comité de Inversiones Globales se volvió más optimista, adoptando el nuevo pronóstico de Morgan Stanley & Co. para un rango de 60 a 70 USD/barril para el petróleo West Texas Intermediate (WTI), un incremento sobre el pronóstico anterior de 50 a 55 dólares. Bajo este marco de trabajo, el objetivo de este año para el petróleo Brent es de unos 75 USD/barril. A su vez, también aumentamos nuestra confianza en las acciones y MLP de energía.

Con seguridad, los productores se han hecho cargo. De acuerdo con la Administración de Información sobre Energía de EE. UU. (Energy Information Administration, EIA), este año se espera que los inventarios globales caigan por debajo de los 2,8 millones de barriles, el promedio de los últimos cinco años. El mercado petrolero cerró el 2017 con un déficit de 500.000 barriles diarios, la cual no fue solucionado. El crecimiento global parece estar acelerándose, y continuaron registrándose sorpresas económicas positivas durante enero en casi el 75 % de los países monitoreados por el FMI. Las estimaciones globales de PIB, un dato clave para los pronósticos de demanda de petróleo, ahora se acercan al 4 % para 2018.

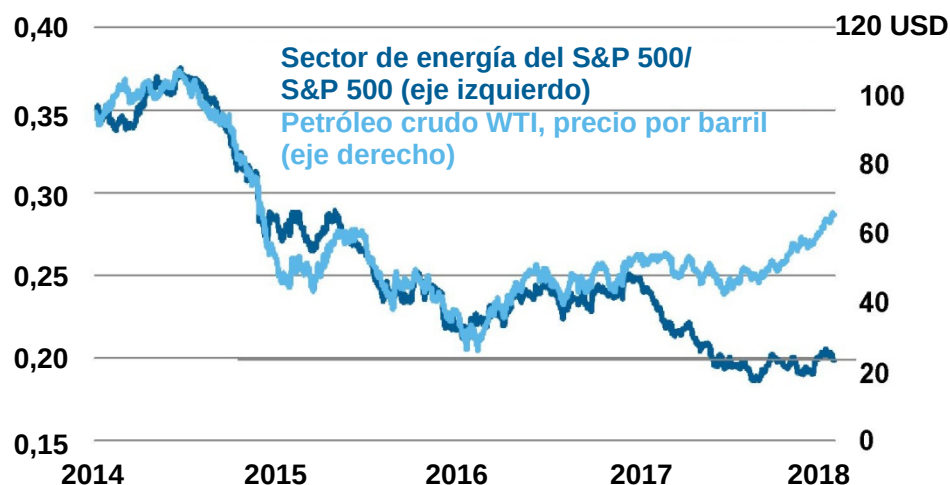
RESTRICCIONES DE OFERTA. Con respecto a la oferta, el cumplimiento con los recortes de la OPEP siguen siendo mejores que lo esperado.

La inestabilidad política en Venezuela también genera preocupaciones acerca de su producción, mientras las empresas de petróleo de esquisto de EE. UU. en última instancia volverán a accionar sus bombas en respuesta a precios más elevados; por ahora estuvieron concentradas en el flujo de caja y en las ganancias. El conteo de torres de perforación de Baker Hughes suma 759, una reducción respecto de su pico de 768 en agosto último. En total, la demanda parece estar preparada para superar a la oferta en unos 200.000 barriles por día por segundo año consecutivo. Que el dólar estadounidense esté en su punto más bajo de los últimos tres años también apoya los precios.

Además, existen factores técnicos que apoyan los precios. Generalmente, el mercado opera en “contango”: se supone que los precios futuros serán más altos que en la actualidad. Esto ofrece incentivos para hacer inversiones, disciplinando a la oferta y generando inventarios. Sin embargo, cuando los inventarios se reducen rápidamente, los precios de contado son más altos que los precios futuros previstos, lo que genera una “prima de aplazamiento” (backwardation). A fines de diciembre, los mercados petroleros estaban en backwardation. Cuando la oferta/demanda está ajustada y los inventarios se reducen, los mercados le asignan una prima a los precios de las entregas inmediatas, lo cual acelera la reducción de los inventarios.

DEFENSA REFORZADA DE LA ENERGÍA. Los mayores precios refuerzan la defensa de las acciones de energía y las sociedades maestras limitadas (master limited partnership, MLP) en el sector

Las acciones de energía se preparan para recuperarse



Fuente: Bloomberg al 29 de enero de 2018

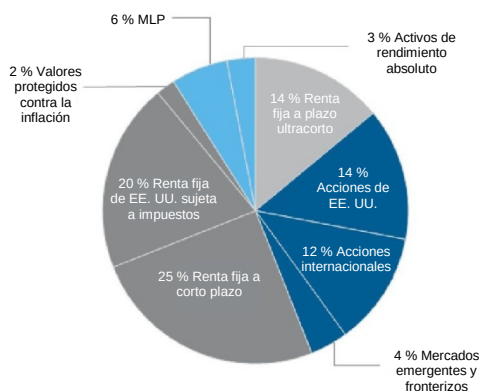
energético. Las acciones de energía actualmente están viendo un mejor impulso y una mayor amplitud para una revisión de ganancias. Además, se venden al nivel más bajo de los últimos 50 años en términos de precio/valor libros respecto del S&P 500. Por otro lado, Martijn Rats, estrategia global de petróleo de MS & Co., señala que las acciones de energía tienden a tener un mejor rendimiento que el S&P 500 del 6 %, mientras que los futuros están en backwardation. Por el contrario, anticipa una reducción relativa del 4 % en el rendimiento durante los períodos de contango. Las MLP, que también tuvieron un rendimiento inferior, siguen siendo una buena opción para los inversionistas que quieren ingresos y/o activos reales. Durante los próximos dos años, esperamos un crecimiento aproximado del 7 % en el flujo de caja por acción de las MLP. Con los beneficios de transferencia de la nueva ley impositiva, algunos estiman que el crecimiento anual podría ser superior al 10 %. ■

Comité de Inversiones Globales

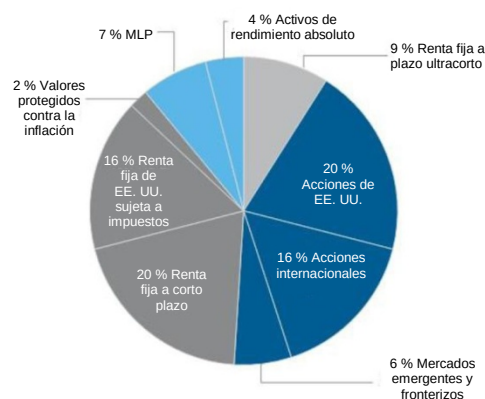
Asignación táctica de activos

El Comité de Inversiones Globales proporciona orientación sobre decisiones de asignación de activos a través de 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 rendimiento previsto.

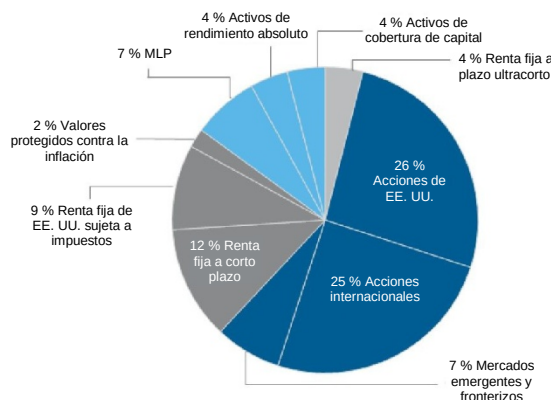
Conservación del patrimonio



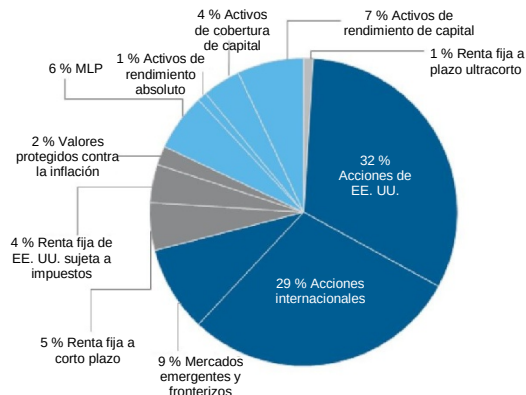
Ingresos



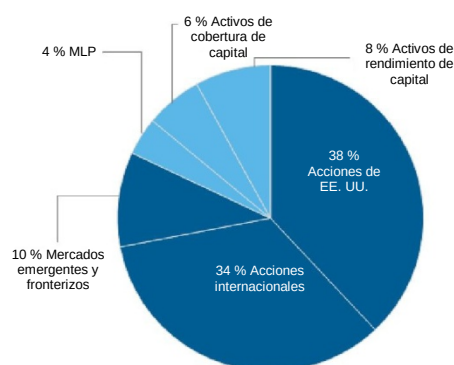
Crecimiento equilibrado



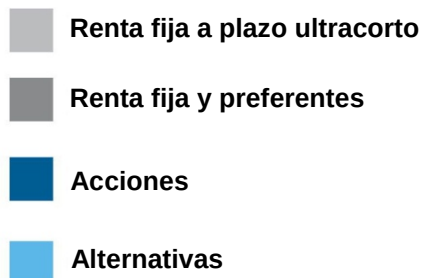
Crecimiento del mercado



Crecimiento oportunista



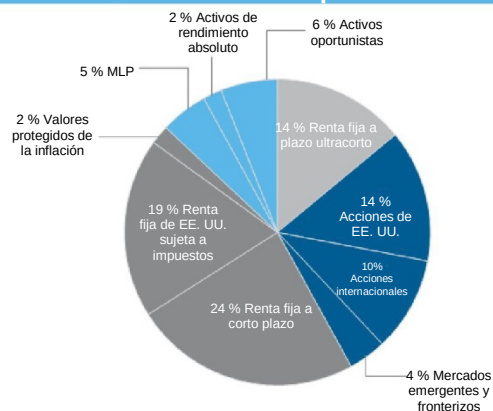
Clave



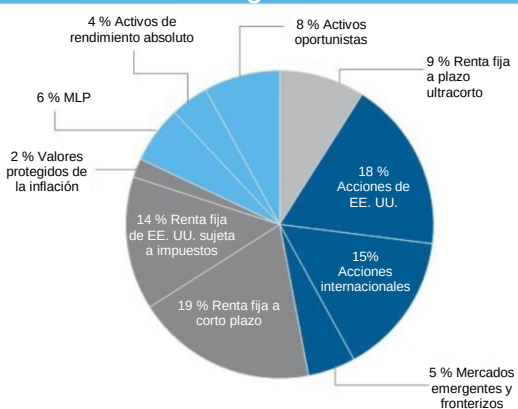
Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC al 31 de enero de 2018

El Comité de Inversiones Globales proporciona orientación sobre decisiones de asignación de activos a través de 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 rendimiento previsto.

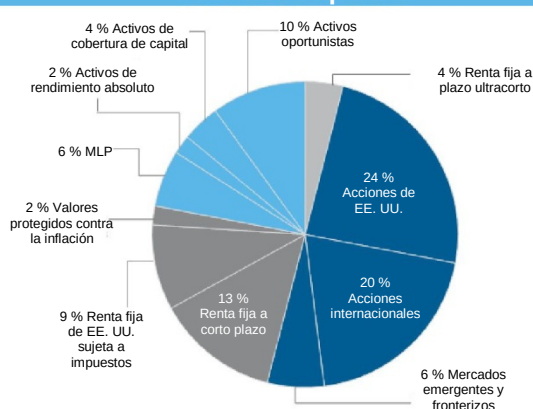
Conservación del patrimonio



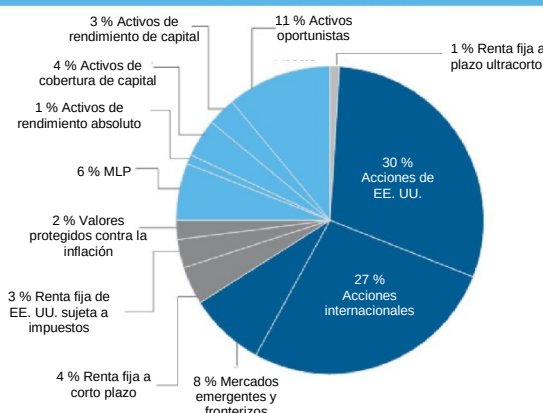
Ingresos



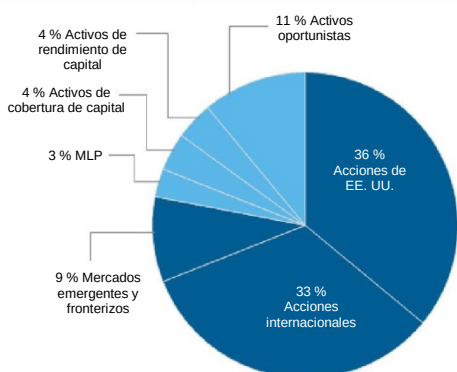
Crecimiento equilibrado



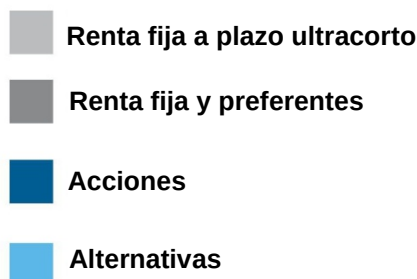
Crecimiento del mercado



Crecimiento oportunista



Clave



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC al 31 de enero de 2018

Razonamiento de asignación táctica de activos

Acciones mundiales		Ponderaciones relativas dentro de las acciones
EE. UU.	Igual ponderación	A las acciones de EE. UU. les ha ido excepcionalmente bien desde la crisis financiera global, pero ahora se encuentran en las últimas fases de un mercado alcista cíclico. Si bien la aceleración del programa a favor del crecimiento de Trump/repblicano nos ha ayudado a alcanzar nuestro objetivo de precio del año de 2700 para el S&P 500 antes de lo previsto, irónicamente contribuyó al acercamiento del final del ciclo. Además, el ánimo es mucho más alcista que hace un año, lo que deja mucha menos alza a nuestro objetivo de fin de 2018 de 2750.
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, lo cual es necesario para que los bancos centrales abandonen sus políticas monetarias extraordinarias.
Mercados emergentes	Sobreponderación	Las acciones de mercados emergentes (Emerging Markets, EM) han sido las mejores de la región durante los últimos 24 meses y en el año, hasta la fecha. Con la aparente llegada del dólar estadounidense a una cima cíclica, el crecimiento global y las ganancias aceleradas, y el mantenimiento de condiciones financieras relajadas, pensamos que las acciones de EM continuarán siguiéndole el paso a los mercados de acciones globales, aunque es improbable que lideren con la misma fuerza.
Renta fija mundial		Ponderaciones relativas dentro de la renta fija
Grado de inversión de EE. UU.	Subponderación	Hemos recomendado una duración más corta* (vencimientos) desde marzo de 2013 teniendo en cuenta los rendimientos extremadamente bajos y las posibles pérdidas de capital asociadas al aumento de las tasas de interés desde niveles tan bajos. Si bien las tasas de interés se mantuvieron excepcionalmente bajas, los datos económicos recientes de EE. UU. fueron muy sólidos últimamente, y la Reserva Federal actualmente está incrementando las tasas en forma acelerada. En combinación con nuestras expectativas de que el Banco Central Europeo realice un estrechamiento en sus compras de bonos más adelante en 2018 y de que el Banco de Japón probablemente aumente su rendimiento objetivo, es probable que este año aumenten las tasas de interés.
Grado de inversión internacional	Subponderación	Los rendimientos son incluso más bajos fuera de EE. UU., dejando valores muy bajos en la renta fija internacional, particularmente a medida que la economía global 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 diversificación no garantizan mucha posición, si la hay.
Valores protegidos de la inflación	Sobreponderación	Si bien los temores deflacionarios se volvieron extremos en 2015 y a comienzos de 2016, estos valores todavía ofrecen un valor relativo en el contexto de nuestra pronosticada aceleración del crecimiento global y nuestra expectativa de que la tasa de cambio interanual de los precios del petróleo y el dólar estadounidense volvieran a acercarse al 0 %. Ese punto de vista tuvo lugar en 2016 y 2017 pero todavía no sigue su curso.
Alto rendimiento	Subponderación	El alto rendimiento ha tenido un desempeño excepcionalmente bueno desde principios de 2016 con la estabilización del precio del petróleo y la retracción de los jugadores más débiles. Recientemente llevamos nuestras restantes posiciones de alto rendimiento a cero mientras nos preparamos para el deterioro de las ganancias de baja calidad en EE. UU., lideradas por márgenes operativos más bajos. Es probable que los diferenciales de crédito hayan tocado fondo en este ciclo.
Inversiones alternativas		Ponderaciones relativas dentro de las inversiones alternativas
Fondos de inversión en bienes raíces (REIT)	Subponderación	Los fondos de inversión en bienes raíces (Real Estate Investment Trust, REIT) han estado por debajo del nivel de las acciones globales desde mediados de 2016, cuando las tasas de interés tocaron fondo. Pensamos que todavía es muy pronto para reconsiderar nuestra asignación subponderada a cero debido al aún mayor aumento de tasas esperado y al deterioro de los fundamentales de la industria. Los REIT extranjeros deberían resultar favorecidos en relación a los REIT estadounidenses.
Sociedades Limitadas Maestras (Master Limited Partnership, MLP)/Infraestructura de energía*	Sobreponderación	Las sociedades maestras limitadas (MLP) repuntaron con fuerza luego de un devastador 2015 pero, con el descenso del petróleo, tuvieron un mal desempeño en 2017. 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. La presidencia de Trump también debería ofrecer apoyo para actividades de fracturación y construcción de tuberías, ya que ambas deberían conducir a una aceleración en el crecimiento de dividendos.
Estrategias de cobertura (Fondos de cobertura y Futuros controlados)	Igual ponderación	Esta clase de activos puede proporcionar exposición sin correlación a los mercados de riesgo en los activos tradicionales. Tiende a superarse cuando las clases de activos tradicionales se ven desafiadas por amenazas de crecimiento y/o picos de volatilidad de la tasa de interés. Estas estrategias deberían tener mejores resultados que en los últimos años ya que la volatilidad se torna más persistente en 2018.

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC al 31 de enero de 2018

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

Definiciones de índices

Para otros 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 sobre riesgo

Inversiones alternativas

El único propósito del presente material proporcionar información y de ninguna manera constituye una oferta o solicitud de 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. Todo producto analizado en el presente material puede ser comprado únicamente luego de que el cliente ha revisado cuidadosamente el memorando de oferta y firmado los documentos de suscripción. Morgan Stanley Wealth Management no ha considerado las inversiones, objetivos, metas, estrategias, pautas o circunstancias fácticas reales o deseados de ningún inversionista en ningún fondo. Antes de realizar cualquier tipo de inversión, cada inversionista debería considerar cuidadosamente los riesgos asociados a la inversión, como se analizó en el memorando de oferta, y realizar una determinación basada en sus circunstancias particulares. La inversión debería ser consistente con sus objetivos de inversión y tolerancia de riesgo.

Las inversiones alternativas con frecuencia son especulativas e incluyen un alto grado de riesgo. Los inversionistas podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Las inversiones alternativas solo son adecuadas para inversionistas a largo plazo que estén dispuestos a renunciar a la liquidez y poner el capital en riesgo por un 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 tienen cargos más altos que las inversiones tradicionales. Los inversionistas deberían revisar cuidadosamente 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 la rentabilidad reales de un fondo pueden diferir sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en dichas declaraciones prospectivas. Los clientes deberían analizar detenidamente los objetivos, riesgos, cargos y gastos de inversión de los fondos antes de invertir.

Las inversiones alternativas incluyen estructuras impositivas complejas, inversiones impositivas ineficaces y retrasos en la distribución de información impositiva importante. Los fondos individuales tienen riesgos específicos relacionados a sus programas de inversión que varían según el fondo. Los clientes deberían consultar a 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 FDIC, (2) no son depósitos u otras obligaciones de Morgan Stanley o ninguna de sus afiliadas, (3) no están garantizados por Morgan Stanley ni sus afiliadas, y (4) involucran riesgos de inversión que incluyen la posible pérdida de capital. Morgan Stanley Smith Barney LLC es un corredor de valores registrado, no un banco.

Rendimiento hipotético

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

Los resultados del rendimiento hipotético tienen limitaciones inherentes. El rendimiento que se muestra aquí es un rendimiento simulado, basado en índices de bono de referencia, no en resultados de inversiones de una cartera real o negociaciones 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 rendimiento hipotético, estos resultados de rendimiento hipotético pueden permitir que los clientes y asesores financieros obtengan un sentido del riesgo/compensación de rentabilidad de las distintas estructuras de asignación de activos.

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

El presente análisis no pretende recomendar ni implementar una estrategia de inversión. Los pronósticos financieros, las tasas de rentabilidad, el riesgo, la inflación y otras suposiciones se pueden utilizar como la 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 la rentabilidad 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 rendimiento 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 rendimientos reales de una inversión específica pueden ser mayores o menores que los rendimientos usados en el presente análisis. Las tasas de rendimiento previstas están basadas en cargos hipotéticos de rendimiento 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 rendimiento de la clase de activo.

MLP

Las Sociedades Limitadas Maestras (MLP) son sociedades limitadas o sociedades de responsabilidad limitada que pagan impuestos como sociedades y cuyos intereses (unidades de sociedad limitada o unidades de la compañía de responsabilidad limitada) se negocian 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 los intereses MLP están sujetas a los riesgos aplicables en general a las empresas de los sectores de energía y de recursos naturales, incluyendo el riesgo de precios de los productos básicos, el riesgo de oferta y demanda, el riesgo de agotamiento y el riesgo de exploración.

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

Los posibles beneficios fiscales de la inversión en MLP dependen de que se pueda considerar como asociaciones para propósitos de impuestos federales, y, si la MLP se considera una corporación, entonces sus ingresos estarían sujetos a impuestos federales a nivel de entidad, lo que reduce la cantidad de dinero en efectivo disponible para su distribución al fondo, lo que podría resultar en una reducción del valor del fondo.

Las MLP conllevan un riesgo de tasa de interés y pueden tener un desempeño inferior en un entorno de tasas de interés al alza. Los fondos MLP devengan impuestos diferidos para los pasivos por impuestos futuros asociados con la parte de las distribuciones de MLP que se considera un rendimiento de 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 de activo neto (NAV) diario; y, en consecuencia, la rentabilidad del fondo MLP después de impuestos podría diferir significativamente de los activos subyacentes, incluso si se sigue de cerca estrechamente el rendimiento antes de impuestos.

Duración

La duración, la medida 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 los países extranjeros, así como el riesgo de fluctuaciones monetarias. 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 de futuros controlados son especulativas, implican un alto grado de riesgo, emplean considerable apalancamiento, tienen una liquidez limitada y/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 porción de capital de 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 y/o los documentos de la oferta cuidadosamente para obtener información adicional, incluyendo cargos, gastos y riesgos. Las inversiones de futuros controlados no están destinadas a sustituir las acciones o los valores de renta fija, sino que más bien pueden actuar como complemento de estas categorías de activos en una cartera diversificada.

Invertir en productos básicos conlleva riesgos significativos. Los precios de los productos básicos 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 negociación en productos básicos y contratos relacionados; (vi) peste, cambio tecnológico y condiciones climáticas; y (vii) volatilidad del precio de un producto básico. Además, los mercados de materias primas están sujetos a distorsiones temporales u otras perturbaciones 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 actuales. Los metales preciosos son materias primas que se deben almacenar de forma segura, lo cual puede imponer costos adicionales a los inversionistas. La Securities Investor Protection Corporation ("SIPC") proporciona 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 a 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 y/o capital de forma puntual. Los bonos también están sujetos al riesgo de reinversión, que es el riesgo de que los pagos de capital y/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 comprender solo una porción 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 la inflación (TIPS) y el capital subyacente se incrementan automáticamente para contrarrestar la inflación, siguiendo al índice de precios al consumidor (CPI). Si bien se garantiza la tasa real de rendimiento, los TIPS tienden a ofrecer un rendimiento bajo. Debido a que la rentabilidad de los TIPS está vinculada a la inflación, los TIPS podrán tener un desempeño 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.

La mayoría de los valores preferentes sin 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 particular. El inversionista todavía tiene la responsabilidad de pagar impuestos sobre la renta aunque no haya recibido los pagos. El precio cotizado es por acción de 25 o 1000 USD, a menos que se le indique lo contrario. El rendimiento actual se calcula al multiplicar el cupón por el valor nominal, dividido por el precio de mercado.

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

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

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

El capital se devuelve en forma mensual por la duración de un valor con respaldo hipotecario. El pago anticipado del capital puede afectar de manera significativa el flujo de ingresos mensuales y el vencimiento de cualquier tipo de MBS, incluyendo MBS, CMO y Lottery Bonds estándar. Los rendimientos y la duración promedio se calculan basándose en estimaciones de pagos por adelantado y están sujetos a cambios basados en el pago anticipado real de las hipotecas en conjuntos subyacentes. El nivel de previsibilidad de la duración promedio de un 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 amortizado 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 a sus asesores fiscales para obtener más información.

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 accionarios 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 fondo cotizado en bolsa (ETF) internacional también implica ciertos riesgos y consideraciones no típicamente asociados con la inversión en un ETF que invierte en valores de emisores estadounidenses; 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 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 puede 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 rendimiento 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.

La inversión en moneda implica riesgos adicionales especiales, tales como de crédito, fluctuaciones de las tasas de interés, riesgo de inversión en instrumentos derivados y de 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 los países extranjeros, así como el riesgo de fluctuaciones monetarias. Estos riesgos se acrecientan en países con mercados emergentes, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables y mercados y economías menos afianzados.

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

El reequilibrio no protege contra 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 la implementación de 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.

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

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

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

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

La asignación de activos y la diversificación no aseguran una ganancia ni protegen contra pérdida en mercados financieros en descenso.

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

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

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

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

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

Los rendimientos están sujetos a cambios de acuerdo con las condiciones económicas. El rendimiento es solo un factor que se debe considerar al tomar una decisión de inversión.

Las calificaciones crediticias están sujetas a cambios.

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

Divulgaciones

Morgan Stanley Wealth Management es el nombre comercial de Morgan Stanley Smith Barney LLC, una sociedad de valores registrada en los Estados Unidos. Este material ha sido preparado solo con fines informativos y no constituye una oferta de compra o de venta ni una solicitud de ninguna oferta para comprar o vender ningún valor u otro instrumento financiero, ni para participar en ninguna estrategia de negociación. El desempeño en el pasado no es necesariamente indicativo del desempeño en el futuro.

El (los) autor(es) (si se indica algún autor) principalmente responsable de la preparación de este material recibe compensación basada en varios factores, lo que incluye la calidad y precisión de su trabajo, los ingresos de la empresa (incluidos ingresos de comercialización y del mercado de capitales), la retroalimentación del cliente 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 solicitud de ninguna oferta para comprar o vender ningún valor/instrumento, ni para participar en ninguna estrategia de negociación. 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 información importante no incluida en el presente material y a la que se remiten los posibles participantes. Este material está basado en información pública hasta la fecha especificada, y puede ser obsoleta a partir de entonces. No tenemos ninguna obligación de decirle a usted cuándo puede cambiar la información en este documento. 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 títulos/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 del 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 y/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 rendimientos o las proyecciones estimados se realizarán ni que los rendimientos o resultados de desempeño reales no diferirán sustancialmente de los expresados en el presente material.

Este material no debe ser visto como un consejo o recomendación con respecto a la asignación de activos ni a ninguna inversión en particular. Esta información no pretende, y no debería, constituir una base importante para ninguna decisión de inversión que usted pueda tomar. Morgan Stanley Wealth Management no actúa como fiduciaria en virtud de la Ley de Jubilación de Empleados de Seguridad de Ingresos de 1974, en su forma enmendada, o conforme la sección 4975 del Código de Rentas Internas de 1986, en su forma enmendada, en la provisión de este material, a menos que Morgan Stanley proporcione lo contrario por escrito y/o como se detalla en www.morganstanley.com/disclosures/dol.

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

El presente material es redactado principalmente por y refleja las opiniones de Morgan Stanley Smith Barney LLC (miembro de la SIPC), así como los autores invitados identificados. Los artículos 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 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 bajo la ley de la República Popular de 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 petición de una oferta de compra de valores en la PRC. Los inversionistas de la PRC deben contar con las calificaciones pertinentes para invertir en dichos valores y deben ser responsables de la obtención de todas las aprobaciones correspondientes, así como licencias, verificaciones y/o registros de las autoridades gubernamentales competentes de la República Popular China.

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

ON THE MARKETS

Los proveedores de información externos no ofrecen garantías ni hacen afirmaciones vinculantes de ningún tipo en relación a 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 parte del mismo, pueden ser reimpresos, vendidos ni redistribuidos sin el consentimiento por escrito de Morgan Stanley Smith Barney LLC.

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