

On the Markets

MICHAEL WILSON

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

Estrategia principal de acciones
Morgan Stanley & Co.

Escuchando atentamente

Los expertos en relaciones afirman que los malentendidos a menudo son el resultado de la falta de comunicación o la incapacidad de comunicarse de manera efectiva. Además, estas deficiencias generalmente son el resultado de que una parte no escucha. Estoy seguro de que todos tenemos muchos ejemplos en nuestras vidas de ocasiones en las que no escuchamos al otro lado antes de hablar y que nos resultó caro, o al menos más de lo que debería. Si solo hubiésemos escuchado con más atención, la situación habría terminado mejor.

Con los años, he observado que los mercados se comportan de la misma manera. ¡Si tan solo hubiera escuchado más atentamente, lo habría visto venir! Como resultado de haber aprendido esto por el camino difícil, he desarrollado una filosofía de inversión de "confiar pero verificar". Específicamente, confíe en su análisis de datos fundamentales y en su tesis de inversión, pero verifíquelos escuchando atentamente lo que dice el mercado.

Nuestra perspectiva para 2018 es menos alcista que la perspectiva del año pasado (véase "No espere una repetición", *On the Markets*, enero de 2018). Esta visión se basa en el hecho de que acabamos de experimentar uno de los mejores períodos de dos años en la historia del mercado de acciones y, por lo tanto, ya se han descontado muchas buenas noticias. Específicamente, los datos económicos y de ganancias fueron muy sólidos y se prevé que se mantengan de este modo. El problema con las buenas noticias es que hacen que la gente se entusiasme con respecto al futuro cuando, de hecho, es posible que esas noticias ya se hayan tenido en cuenta en los precios.

A fines del año pasado, los inversionistas se entusiasmaron con los recortes impositivos y el impacto que creían que tendrían tanto en el crecimiento económico como en el de las ganancias. Este entusiasmo se trasladó a enero cuando las estimaciones de ganancias aumentaron rápidamente debido a que los analistas ajustaron sus pronósticos para incorporar la reducción de los impuestos. Las acciones respondieron aumentando también rápidamente. Luego, las acciones cayeron igual de rápido a fin de mes y durante las primeras semanas de febrero. ¿Qué pasó? Creemos que este es un caso clásico de inversionistas que olvidan que el mercado hace un buen trabajo descontando el futuro.

El Anexo 1 (véase la página 2) muestra que las valoraciones de las acciones, específicamente las relaciones precio/ganancias (P/G) aumentaron el otoño pasado a medida que crecieron las expectativas de que se produjera una expansión fiscal. Eso tiene sentido porque las acciones anticipaban un aumento de las ganancias. Luego, el día anterior a que el Senado aprobara el proyecto de ley, las relaciones P/G alcanzaron su punto máximo y comenzaron a caer paulatinamente. Repetimos, eso tenía sentido porque las buenas noticias ya se habían considerado. Sin embargo, cuando las estimaciones de ganancias crecieron en enero, los múltiplos de P/G aumentaron nuevamente, lo que no tiene sentido porque eso es básicamente contar dos veces los recortes impositivos.

Continúa en la página 2

ÍNDICE	
3	Cambio de régimen Cuando hubo una venta masiva en el mercado de acciones, lo mismo pasó en los refugios seguros habituales.
5	Más bajista con respecto al dólar El estrategia actual de MS & Co. afirma que el dólar puede seguir debilitándose este año.
6	Las acciones de defensa pueden ser defensivas El sector de defensa/aeroespacial tiene potentes datos fundamentales subyacentes.
7	Un enfoque holístico hacia las inversiones Las inversiones temáticas son una forma de acceder a oportunidades en múltiples sectores y disciplinas.
9	En pocas palabras Las pequeñas empresas sostienen que conseguir trabajadores de calidad es un problema importante, entre otras cosas.
10	Las hipotecas van por el carril central Los valores hipotecarios pueden ser una buena opción cuando los mercados de renta fija son
12	Nuevo aspecto de los fondos de bonos de capital fijo Los fondos más nuevos duran menos pero
13	Preguntas y respuestas: Tecnología disruptiva Erik Voss, de Invesco, habla sobre los juegos en línea y otras tendencias emergentes.

Nuestro pronóstico sobre la renta variable estadounidense en 2018 es que el crecimiento de las ganancias será muy fuerte, del 15 % o más. Sin embargo, creemos que los inversionistas pagarán valoraciones más bajas por esas ganancias porque, a final de cuentas, los recortes impositivos son un impulso para el crecimiento que se da una sola vez. Se podría decir que dan como resultado un crecimiento de menor calidad en comparación con el crecimiento de los últimos años, que provino del aumento de los ingresos y la rentabilidad.

También somos conscientes de que la naturaleza sincrónica de la recuperación de los últimos años puede ser menor este año.

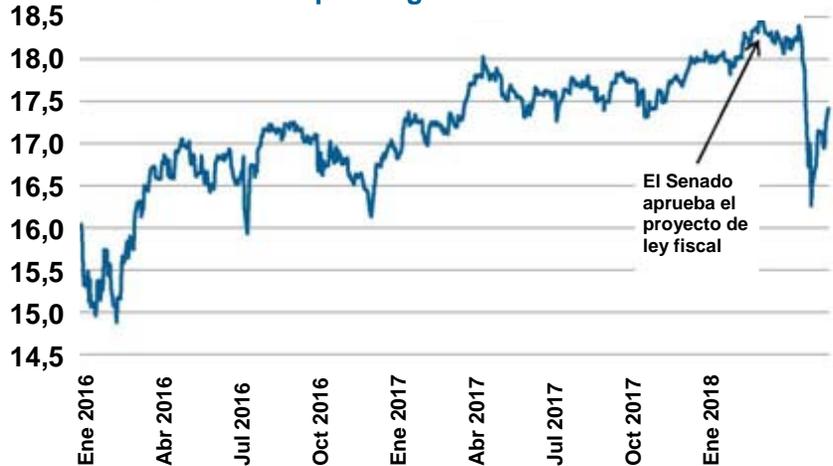
Además, es probable que los bancos centrales reduzcan la política monetaria acomodaticia extrema que han estado proporcionando desde la crisis financiera. Esto significa una mayor volatilidad y retornos menos predecibles. Si bien eso no significa el final del mercado alcista, significa que los retornos serán probablemente más bajos este año y conllevarán mayor riesgo, particularmente en los EE. UU., donde las expectativas y los precios son los más altos. Esta es la razón por la que trasladamos algunas de nuestras asignaciones de capital a mercados desarrollados internacionales y fuera de los mercados de EE. UU. a principios de enero.

Pero los mercados son globales y están entrelazados, por lo que los mercados de renta variable extranjeros subieron y cayeron rápidamente en sincronía con los Estados Unidos. Con vistas al futuro, seguimos creyendo que los mercados de renta variable extranjeros ofrecerán mejores retornos que los de EE. UU. debido a valoraciones más bajas, que reflejan menores expectativas, algo positivo a la hora de invertir. En resumen, 2018 está funcionando de forma muy similar a como esperábamos, pero aún nos gustaría verificarlo. Por lo tanto, hemos creado una lista de verificación de cosas para tener en cuenta:

- La relación P/G se debería contraer. Esto ya está sucediendo y la relación P/G del S&P 500 ahora se encuentra cerca de nuestro objetivo de 17 puntos. Esto significa que las acciones estadounidenses están hoy cerca del valor razonable y deberían moverse en línea con las ganancias, que es probable que sigan aumentando este año. Fuera de EE. UU., la relación P/G todavía puede expandirse, por lo que favorecemos esas regiones. Nos gusta especialmente Europa y recomendamos no protegernos contra el riesgo cambiario dado nuestro punto de vista de que el dólar

Las relaciones P/G alcanzaron su punto máximo el día anterior a que se aprobara el recorte impositivo

Relación a futuro precio/ganancias del S&P 500



Fuente: Bloomberg, al 26 de febrero de 2018

estadounidense se mantendrá débil (véase la página 5).

- La tasa de interés y la volatilidad cambiaria llevarán a una mayor volatilidad de la renta variable. Esto también ha sucedido y esperamos que estas medidas de volatilidad se mantengan en niveles más altos que el año pasado. Como parte de esta dinámica cambiante, esperábamos al menos una, si no varias, correcciones del 10% este año. Acabamos de tener la primera corrección. Hay que acostumbrarse porque es más normal de lo que observamos en 2017.

- La amplitud del mercado debería reducirse, lo que solo significa que hay menos acciones participando en el repunte. Esa es una señal de debilidad, como aumentar la amplitud hace algunos años fue un signo de fortaleza, como opinamos entonces. De hecho, a menos acciones les está yendo bien este año a pesar de que el mercado de acciones está subiendo.

- Las condiciones financieras deberían ajustarse este año, lo que incluye un aumento en los diferenciales de crédito. Esto también está comenzando y sospechamos que continuará durante todo el año a medida que la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y otros bancos centrales se retiren de la política monetaria acomodaticia.

Como otro tipo de verificación, el crédito de alto rendimiento ha tenido un subdesempeño este año, lo que casa con que redujéramos nuestra asignación a principios de enero.

- Si bien las revisiones de las ganancias y el crecimiento interanual aún no han llegado a su fin, ahora están en niveles tan altos que creemos que es inevitable que caigan más adelante este año. Estaremos observando de cerca este ritmo de cambio junto con los márgenes de operación incrementales, que también pueden alcanzar su punto máximo este año.

- La dispersión de las estimaciones de ganancias debería ampliarse a medida que los principales indicadores económicos y las sorpresas en los datos comiencen a atenuarse y la expansión económica global se vuelva menos sincrónica. En última instancia, esto significa que las acciones defensivas comienzan a liderar el mercado. Con este fin, recientemente hemos asignado más al sector de servicios públicos en los Estados Unidos.

Continuaremos atentos a esta lista de verificación y a otras cosas para comprobar nuestra tesis para 2018 y revisarla si es necesario. Hasta entonces, mantenemos nuestra perspectiva para 2018 de retornos más modestos, incluso negativos para algunas clases de activos, y una mayor volatilidad. ■

Cambio de régimen

LISA SHALETT

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

Las correcciones del mercado de valores, definidas como movimientos descendentes de más del 10 % desde los picos del índice, generalmente ocurren una vez en cada período de 12 meses consecutivos. Por lo general, estos episodios no deben generar temor, especialmente para los inversionistas a largo plazo que pueden utilizarlos como oportunidades de compra. Solo el 20 % del tiempo estas correcciones son el precursor de una recesión y un mercado bajista cíclico más prolongado.

Estas ventas masivas (*sell-off*) típicas generalmente son catalizadas por temores de crecimiento, cambios percibidos en la política monetaria o preocupaciones geopolíticas. Como resultado, en estas situaciones, confiamos en la diversificación de las clases de activos para amortiguar parte del golpe, ya que los precios de los bonos generalmente suben, y los rendimientos caen, mientras el dólar se fortalece. Es importante destacar que las correcciones típicas no requieren una respuesta estratégica de asignación de activos porque son

de corta duración. Por otro lado, las correcciones acompañadas de una ampliación de los diferenciales de crédito, un aplanamiento de la curva de rendimiento y grandes ventas masivas en regiones de beta alta como los mercados emergentes son motivo de mayor preocupación y pueden provocar una agresiva reducción del riesgo de las carteras. En estas circunstancias, se aconseja vender las acciones y cambiarlas por efectivo y bonos.

¿QUE PASÓ? ¿Cómo interpretamos la corrección actual? Por un lado, si observamos el desempeño del S&P 500, cuyo índice actualmente ha subido hasta un 1,5 % en lo que va de año, puede parecer que no ha sucedido mucho y que se ajusta al modelo de una corrección "típica". A saber, los signos de advertencia de recesión no son intermitentes: Los diferenciales de crédito se comportan bien, la curva de rendimiento se ha acentuado significativamente y los datos económicos continúan mejorando desde niveles ya fuertes, justo a medida que las estimaciones de ganancias corporativas están siendo revisadas al alza.

Sin embargo, aunque el daño acumulado puede parecer modesto hasta el momento, acabamos de experimentar un cambio de régimen tectónico que señala el comienzo del

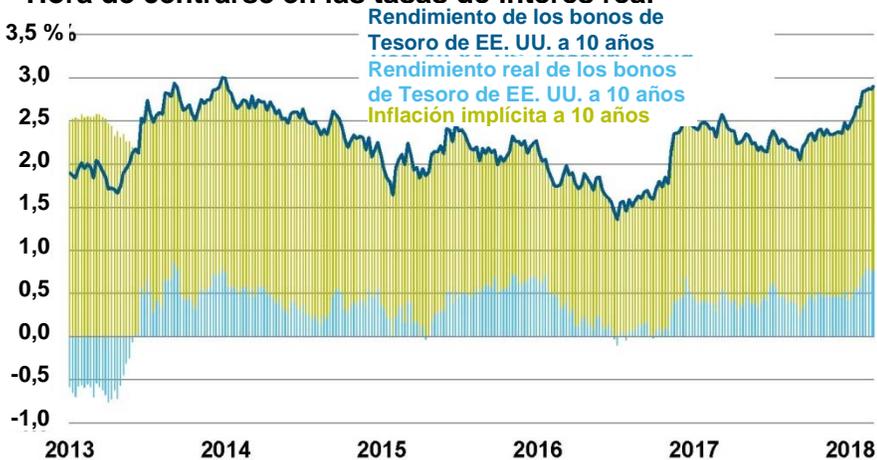
final de este ciclo económico y requiere una revisión de nuestra asignación de activos. La diferencia esta vez está enraizada en el crecimiento que, en lugar de debilitarse, podría estar demasiado acelerado, alimentado por fuerzas mundiales sincrónicas y una política fiscal de Washington que ha sido más agresiva de lo anticipado. La respuesta en los mercados nos obliga a conciliar una combinación única de un dólar más débil, mayores rendimientos nominales y acciones que se estabilizan a múltiples de valoración más bajos.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN. Para explicar esta dinámica, algunos se centran en un cambio en las expectativas de inflación como el impulsor de la volatilidad. Los datos recientes han generado inquietudes, y el shock inicial es la rápida aceleración de los salarios por hora promedio en EE. UU. en enero a una tasa interanual del 2,9 %. A partir de esas inquietudes se elaboró el informe de IPC de enero, que produjo una sorpresa alcista de una ganancia de 0,5 % mes a mes para el IPC básico; las lecturas interanuales subieron un 2,1 % para la inflación básica y un 1,8 % más para la inflación subyacente. También contribuyeron los mayores precios de importación y el aumento de los precios de las materias primas, efectos de un dólar más débil. Las presiones inflacionarias también se pueden ver en el aumento de los plazos de entrega de fabricación del Institute for Supply Management (ISM) y en los precios de los bienes de consumo, que durante mucho tiempo han sufrido deflación.

Aunque estamos de acuerdo en que la inflación se está normalizando hacia el objetivo del 2 % de la Reserva Federal, no es un problema nuevo. Por el contrario, los mercados han estado revisando gradualmente las expectativas de inflación a 10 años desde mediados de 2017 y ahora están en un 2,1 %, que es aproximadamente donde estaban en 2014 (véase el gráfico). De hecho, el aumento en la inflación implícita a 10 años desde el 1 de enero es solo de 13 puntos básicos. Además, un examen de las primas a plazo, una medida de compensación por el riesgo de duración más allá de las tasas reales y la inflación, muestra poca ansiedad del mercado de bonos de que la Reserva Federal esté detrás de la curva de la inflación (véase el gráfico de la página 4).

MOVIMIENTO DE LAS TASAS REALES. Lo que realmente ha modificado y catalizado este cambio de régimen son las tasas reales, que representan al menos la mitad del reciente aumento en las tasas nominales.

Hora de centrarse en las tasas de interés real



Fuente: Bloomberg, al 27 de febrero de 2018

Como perspectiva, se debe recordar que el objetivo de la flexibilización cuantitativa (Quantitative Easing, QE) y la supresión de las tasas nominales fue producir tasas reales negativas y dar el estímulo final a la economía. La tasa real del Tesoro estadounidense a 10 años cayó a -1 % antes de que la Reserva Federal anunciara un ajuste de la QE en 2013 desde más del 3 % en 2008. Más aún, se ha mantenida en una zona ajustada de aproximadamente 0,5 % en los últimos cinco años, lo que es crítico para una baja volatilidad y condiciones financieras cómodas. Ahora, sin embargo, observamos que la tasa real a 10 años tocó fondo en septiembre y desde entonces ha alcanzado casi el 0,8 %. Ese es el nivel más alto desde 2013 e indica que las condiciones financieras se están ajustando.

La aceleración en las tasas reales proviene tanto de las sorpresas de crecimiento como de los estímulos fiscales. La reforma tributaria podría agregar un estimado de 1 billón de USD a 1,5 billones de USD al déficit presupuestario en los próximos 10 años, la reciente ley de presupuesto podría agregar otros 400 mil millones de USD en los próximos dos años y Washington está hablando de un gasto adicional en infraestructura. El resultado: el déficit fiscal como porcentaje del PIB podría más que duplicarse hasta cerca del 6 %.

AUMENTO DE LA EMISIÓN DEL TESORO. Eso no es todo. La emisión de valores del Tesoro, incluida la normalización del balance de la Reserva Federal,

La prima a plazo indica que los inversionistas en bonos no están nerviosos



*Morgan Stanley Term Premium DTSM 10-Year Index
Fuente: Bloomberg, al 23 de febrero de 2018

puede ser más de 4 billones de USD en la próxima década, que es más del doble de las expectativas previas. Esto finaliza la era de "más bajo por más tiempo" y comienza la normalización del ciclo económico y la dinámica de las políticas que deberían generar un mayor crecimiento real, una mayor inflación, tasas más altas y una mayor volatilidad. También es probable que marque el comienzo del final del ciclo del mercado,

con un aumento en el costo real del capital, el aumento de las expectativas de inflación y, potencialmente, en última instancia, también una prima a plazo más elevada. Esto implica que las acciones pueden seguir teniendo buenos resultados, pero los sectores líderes del mercado pueden cambiar. Lo que es más importante, los inversionistas deben ser más defensivos, agregando sustitutos a los bonos a medida que las tasas suban, comenzando por los servicios públicos. ■

ON THE MARKETS / DIVISAS

Más cautelosos con respecto al dólar estadounidense

HANS REDEKER

Estratega principal de Divisas
Morgan Stanley & Co. International PLC

A fines del año pasado, en nuestra *Perspectiva anual para 2018*, establecimos una tendencia bajista a largo plazo sobre el dólar estadounidense, en gran parte debido a más factores externos que internos. Debido a que el dólar es la moneda de reserva global y sus mercados de capital son amplios, debe operar inversamente a la demanda de capital, que, a su vez, es una función del riesgo percibido. La demanda mundial de capital está aumentando debido a un fuerte gasto de capital, una política fiscal más expansiva y una fuerte demanda privada. Prevemos que este impulso de crecimiento positivo continuará. Como resultado, la sólida demanda de capital debería continuar, si no fortalecerse, lo que llevaría a una mayor debilidad del dólar.

Desde entonces, el dólar ha seguido disminuyendo —el US Dollar Index (DXY) ha bajado aproximadamente un 4 %— y ahora somos aún más bajistas (véase el gráfico). Revisamos nuestro pronóstico del dólar a la baja, con la posibilidad de que el euro se aprecie a 1,25 en el primer trimestre de este año desde el anterior 1,20. Ya está en 1,22. Para el cuarto trimestre, nuestro pronóstico ahora es de 1,30 en comparación con el anterior 1,17. Nuestro pronóstico a más largo plazo para el DXY es 82 antes de fin de año.

DÉFICITS GEMELOS. La caída del dólar también puede estar ligada a la política fiscal expansiva de Estados Unidos y los déficits fiscales y de cuenta corriente, quizás mejor conocidos como los "déficits gemelos". Los pronósticos del Committee for a Responsible Federal Budget (Comité para un presupuesto federal responsable) muestran que el déficit fiscal continuará ampliándose y alcanzará más del 5 % del PIB en el año fiscal 2019. En ese caso, o bien el ahorro interno tendrá que aumentar o la cuenta corriente tendrá que caer aún más en déficit a medida que los flujos extranjeros proporcionen la financiación necesaria en un entorno en el que la liquidez global está alcanzando su pico y, en última instancia, caerá. Por lo tanto, EE. UU. tendría que absorber más fondos de capital global en un momento en que la oferta de ahorros es

cada vez más escasa. Habría pocos incentivos políticos para alentar un mayor ahorro interno antes de las elecciones de medio término, dada la posibilidad de que pudiera afectar al sólido crecimiento actual.

Esto deja a la Reserva Federal con una decisión difícil de tomar. Una opción para abordar la posibilidad de un déficit fiscal cada vez mayor sería normalizar la política monetaria de manera más agresiva. La expansión fiscal en el contexto de una brecha de producción cerrada y un mercado laboral ajustado podría ser inflacionaria. Unas tasas reales más altas pueden aumentar el atractivo del ahorro, lo que ayuda a reducir el desequilibrio entre ahorro e inversión. Sin embargo, esto también tiene el efecto de reducir la demanda del sector privado mientras aumenta la demanda de capital público, un efecto de desplazamiento (*crowding-out*). La otra opción es mantener el estado actual. Restringir el aumento del crecimiento de la productividad o un aumento exógeno en la balanza comercial (por ejemplo, una mayor producción de petróleo), mantener las tasas bajas y respaldar los planes de expansión fiscal puede ampliar aún más los déficits gemelos.

PREOCUPACIONES CON RESPECTO A LA LIQUIDEZ. Creemos que las condiciones de apoyo a la liquidez actuales se debilitarán con

el tiempo. Con las condiciones actuales todavía laxas, el mercado de renta variable puede haber alcanzado un tope a largo plazo en las valoraciones, pero no necesariamente en el precio. Es probable que la volatilidad permanezca más alta de lo que se había visto anteriormente, aunque la renta variable aún puede subir un poco más. Más adelante en este ciclo, las condiciones de liquidez podrían volverse más restrictivas a medida que el crecimiento del balance de los bancos centrales de mercados desarrollados se desacelere y, finalmente, comience a descender. Además, el exceso de ahorro de los países con un superávit de cuenta corriente debería comenzar a disminuir debido al aumento de la demanda interna. Este endurecimiento de las condiciones de liquidez debería reflejarse en el aumento de los rendimientos de los bonos mundiales, en línea con los mercados de renta variable que ya están al alza y con los rendimientos de los bonos que se negocian en máximos cíclicos.

Si el riesgo se vende masivamente de forma considerable, a medida que las condiciones de liquidez se ajusten demasiado y con demasiada rapidez, el dólar probablemente se recuperará, siempre que el impacto sea suficiente como para debilitar las perspectivas de crecimiento y, por lo tanto, la demanda de capital. En las recesiones de 1987, 2000 y 2008, el DXY aumentó en un 24 %, 8 % y 25 %, respectivamente. ■

MS & Co. prevé un descenso del dólar hasta fin de año



Fuente: Bloomberg, Investigación de Morgan Stanley & Co., al 19 de febrero de 2018

ON THE MARKETS / ACCIONES

Las acciones de defensa pueden ser defensivas

KEVIN DEMERS, CFA

Analista de Acciones
Morgan Stanley Wealth Management

La reciente corrección brusca del mercado de acciones ha estado acompañada por el aumento de las tasas de interés reales, que afecta a sectores tales como bienes de consumo básico, servicios públicos y telecomunicaciones, los llamados "sustitutas de los bonos", donde los inversionistas a menudo buscan refugio. Con las perspectivas de mayores tasas de interés e inflación, es posible que los inversionistas necesiten encontrar otras áreas defensivas. Con ese fin, destacamos el sector aeroespacial y de defensa, que tiene una beta ligeramente inferior que el S&P 500 y un rendimiento de dividendos alineado. Es importante que el sector goce de fuertes impulsos positivos de sus datos fundamentales y tienda a cotizarse con ciclos presupuestarios aeroespaciales o de defensa en lugar del ciclo económico de vencimiento de los EE. UU.

En la expansión actual, el sector aeroespacial y de defensa ha tenido un desempeño mejor que el del mercado y que otros sectores defensivos de baja beta y mayor rendimiento. Desde marzo de 2009, ha ganado un 616 % frente al 313 % del S&P 500, el 228 % de los productos básicos de consumo y el 174 % de los servicios

públicos. Si bien estas ganancias tienen valoraciones elevadas, creemos que los datos fundamentales las respaldarán en el futuro. Esta posición fue avalada en la reciente venta masiva en el mercado cuando la industria aeroespacial y de defensa tuvo un mejor desempeño, solo cayendo un 5,3 % frente a la caída del 10,1 % del S&P 500.

AMPLIAS VENTAJAS COMPETITIVAS. En medio de la volatilidad del mercado, los inversionistas han favorecido a las empresas de calidad con ventajas competitivas sostenibles que las protegen de la competencia. Es probable que esta dinámica ocupe un lugar central el próximo año, a medida que los inversionistas determinen qué empresas pueden mantener los que ahorren gracias a las reducciones impositivas (véase *On the Markets*, febrero de 2018). Las compañías aeroespaciales y de defensa tuvieron métricas de calidad favorables, debido a una industria de construcción relativamente concentrada y unas barreras de entrada dadas por la alta intensidad de capital, la experiencia tecnológica y los contratos de larga duración. Además, muchas empresas del sector han anunciado recientemente una mayor recompra de acciones, aumentos de dividendos y prefinanciación de futuras obligaciones de pensiones. Por lo general, los inversionistas han

reaccionado bien a este uso de efectivo, ya que puede mejorar los flujos de efectivo futuros y las ganancias por acción, lo que hace que las métricas de valoración sean más atractivas.

PERSPECTIVA DE GASTO. También vemos una mejor demanda fundamental, con un gasto que se inclina hacia arriba. El Congreso elevó recientemente los topes presupuestarios, allanando el camino para un aumento del 10 % en el gasto del Departamento de Defensa en el año fiscal 2019, revirtiendo así la tendencia reciente de crecimiento negativo a un dígito bajo (véase el gráfico). La aviación comercial también parece prometedora. En el corto plazo, los fabricantes de aviones comerciales se han visto impulsados por un crecimiento del 8 % de los pasajeros en 2017, muy por encima del promedio histórico del 5,5 %. Es probable que esta tendencia persista ya que la Asociación Internacional de Transporte Aéreo estima que el tráfico aumentará aproximadamente un 6 % este año.

A más largo plazo, los analistas de Morgan Stanley & Co. ven la flota mundial de aviones en más de 45,000 jets en 2035, de alrededor de 23,000 en la actualidad. Más aún, prevén que el 40 % de la demanda incremental se llenará con aviones de reemplazo, ya que los modelos más antiguos están retirados. Si bien la perspectiva ciertamente es constructiva aquí en la Tierra, la próxima frontera puede ser una oportunidad aún mayor para los inversionistas a largo plazo. El analista de Morgan Stanley & Co., Adam Jonas, pronostica una economía espacial global de 1 billón de USD para 2040, y ve a las compañías aeroespaciales y de defensa a la vanguardia de la industria.

CONSIDERACIONES GEOPOLÍTICAS. La volatilidad del mercado de renta variable nos ha llamado la atención recientemente, pero no hace mucho tiempo que Corea del Norte, Irán y Rusia dominaban los titulares. Si bien los períodos de conflicto geopolítico tienden a ser negativos para los activos de riesgo, el sector aeroespacial y de defensa tienen un mejor desempeño, dado su papel integral en la seguridad y defensa nacional. Dentro de un contexto de cartera, el sector también puede ser defensivo en el caso de crecientes tensiones geopolíticas, proporcionando una cobertura útil para el riesgo no financiero o económico. Si mejoran los datos fundamentales, tenemos una menor beta y altos dividendos, vemos que la industria aeroespacial y de defensa agregan tanto ofensiva como defensa a una cartera. ■

El Pentágono se prepara para dar un paso adelante en la financiación



Fuente: Departamento de Defensa de EE. UU. a febrero de 2018

Las inversiones temáticas adoptan un enfoque holístico

SCOTT HELFSTEIN, PhD

Estratega sénior de Inversiones
Morgan Stanley Wealth Management

Digamos que es optimista con respecto al potencial de los vehículos sin conductor. Uno puede imaginarse flotas de este tipo de automóviles transportando pasajeros y mercancías en un futuro no muy lejano, pero ¿cómo se podría invertir en tal idea? No hay acciones específicas dedicadas exclusivamente al crecimiento de esa tecnología. Los fabricantes de automóviles más importantes, por ejemplo, son tan grandes que las ganancias de este negocio, si se realizan, tendrán poco impacto en los beneficios.

Aquí es donde puede ayudar la inversión temática. Tenga en cuenta que los vehículos autónomos se ubican en la intersección de autos, análisis de datos, inteligencia artificial y tecnología de energías alternativas. Tomar una visión holística y sin restricciones abre la posibilidad de generar retornos provenientes de industrias secundarias y terciarias.

Los temas identifican y aprovechan las tendencias a largo plazo que probablemente impacten en la sociedad, las empresas y los mercados. Estas tendencias se refinan en hipótesis sobre segmentos que creemos que pueden tener éxito o retrasarse frente al cambio. El objetivo es desarrollar un conjunto de ideas de alta convicción y traducir esas opiniones en consejos sobre los que se puedan tomar medidas.

Los temas permiten a los inversionistas tomar decisiones de asignación que son intuitivas, sencillas y relativamente fáciles de explicar. Si usted cree que la inteligencia artificial y la automatización revolucionarán el panorama industrial, esto ayuda a identificar un medio para agregar exposición a una cartera. En resumen, las temáticas pueden ayudar a tomar decisiones basadas en argumentos intuitivos en oposición a los modelos cuantitativos de asignación de activos tradicionales de riesgo/retorno.

CÓMO FUNCIONAN LOS TEMAS. Una gestión tradicional de cartera utiliza la diversificación para equilibrar el riesgo y el retorno. Las carteras temáticas pueden aumentar las carteras principales diversificadas con temas o "satélites" que ofrecen a los inversionistas la oportunidad de cambiar las características de riesgo/retorno de sus activos al centrarse en ideas o tendencias en lugar de empresas, sectores o estilos específicos. Cada tema puede incorporar una cartera de activos con diferentes niveles de exposición al tema y a las fuerzas del mercado. Esto ofrece una combinación de asignación enfocada en el crecimiento mientras se maneja la concentración de cartera que de lo contrario podría aumentar la volatilidad.

Los temas también agregan a las carteras un elemento prospectivo explícito. La asignación tradicional de activos y las herramientas de cartera tienen un sesgo histórico inherente. La

construcción de la cartera utiliza el desempeño pasado para determinar características tales como la sensibilidad a los retornos del mercado, la volatilidad y las correlaciones. En contraste, la inversión temática está impulsada primero por las tendencias y las ideas, un proceso inherentemente prospectivo.

IDENTIFICACIÓN DE TEMAS. En nuestra construcción, los temas tienen cuatro características definitorias (véase el gráfico). En primer lugar, los temas reflejan cambios estructurales o seculares en lugar de cambios cíclicos en el entorno político, la economía y los mercados mundiales. Las tendencias tales como la expansión y contracción del ciclo económico o el ajuste o la flexibilización de la política monetaria son de importancia fundamental para los inversionistas, pero son cíclicas; persisten por un período de tiempo y luego se revierten. Los temas, tal como se los reconoce aquí, enfatizan el cambio, el progreso, el avance o los desafíos que modifican la forma en que una economía o sector opera de manera duradera.

Consideremos el impacto del motor de combustión interna, que apareció a fines del siglo XIX. En 1904, Oldsmobile fue el mayor fabricante de automóviles, con una producción de 5,508 automóviles. La producción automotriz estadounidense se expandió rápidamente después de la introducción del Modelo T de Ford, y la producción estadounidense llegó a 485.000 en 1913. La penetración del automóvil todavía era bastante baja en relación con las ganancias entre 1913 y 1929. El automóvil se volvería omnipresente, pero había ramificaciones significativas para industrias terciarias como viajes y fabricación. En la introducción del

Las cuatro características definitorias de las inversiones temáticas

Cambios estructurales o seculares



Los temas enfatizan el avance o los desafíos que modifican la forma en que una economía o sector opera de manera duradera

Horizonte de inversión a largo plazo



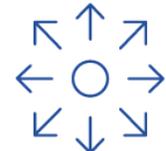
El énfasis en el cambio estructural significa potencial para un desempeño superior en varios años

Oportunidad de alto crecimiento



Enfatiza temas con crecimiento pronosticado para exceder la economía global y otras oportunidades de inversión

Construcción intersectorial



Los temas se centran en el espacio concéntrico entre diferentes tendencias de mercado, tecnológicas y globales

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management

automóvil, los detractores pueden haber señalado una adopción y penetración relativamente lentas, pero la tecnología fue transformacional, aun cuando llevó su tiempo.

HORIZONTE A LARGO PLAZO. En segundo lugar, está la naturaleza a largo plazo del horizonte de inversión. Los principales cambios estructurales que modificaron las vías o la naturaleza de los negocios, como el teléfono, el microchip o la globalización, tardaron años o décadas en desbloquear nuevas oportunidades. Si bien los horizontes de inversión varían según los temas, y las fluctuaciones del mercado pueden hacer entrar o salir tácticamente de un tema más o menos atractivo, un énfasis en el cambio estructural significa que muchos temas pueden tener un desempeño superior en varios años.

El teléfono, introducido en 1878, tardó 75 años en llegar a los 100 millones de usuarios. Los teléfonos móviles, lanzados en 1979, tardaron 16 años en llegar a los 100 millones de usuarios y los teléfonos inteligentes tardaron 16 años en llegar a mil millones de usuarios. La difusión y la adopción de tecnología o ideas transformadoras toma tiempo para permear en la sociedad y para que las industrias reconfiguradas aprovechen las nuevas herramientas. Si bien el ritmo de adopción se está acelerando, muchas tendencias que redefinen las industrias y crean retornos en exceso tienen horizontes temporales de varios años.

ALTA TASA DE CRECIMIENTO. La tercera característica definitoria enfatiza los temas con perspectivas de crecimiento que superan la economía global y otras oportunidades de inversión. Los temas se centran en sectores, tecnologías, segmentos, industrias, empresas o países de alto crecimiento. Algunas oportunidades también pueden identificar situaciones en las que existe la posibilidad de un diferencial de crecimiento significativo entre líderes y rezagados, lo que es común en áreas como el comercio global y la difusión de tecnología. Por lo tanto, el potencial de crecimiento podría ser mayor en una escala absoluta o tener como objetivo captar el diferencial de otros activos que cambian más lentamente, pero el énfasis está en el potencial de crecimiento.

Hay segmentos del mercado que han superado a la economía más general. Por ejemplo, el empleo privado total en Estados Unidos aumentó un 23,0 % de 1979 a 1989, según la Bureau of Labor Statistics (Oficina de estadísticas de empleo). Durante la misma década, los sectores de informática y

procesamiento de datos aumentaron el número de empleados en un 181,9 % y la atención ambulatoria se incrementó en un 180,8 %. Los ingresos del S&P 500 crecieron a una tasa compuesta del 3,2 % en la década de 1990, pero los ingresos por atención médica se expandieron al 12,7 % y los de consumo discrecional al 5,2 % en ese mismo periodo. Desde el final de la crisis financiera en 2009, el crecimiento del PIB de Estados Unidos ha promediado un 2,0 % y el PIB mundial un 3,15 %. Durante ese mismo período, la publicidad móvil creció a una tasa anual compuesta del 76,8 %, según un informe de Internet Advertising Bureau y PWC.

Si bien la OCDE prevé que el crecimiento del PIB mundial mejorará modestamente hasta un 3,65 % por año hasta 2020, la publicidad en las redes sociales probablemente crecerá alrededor del 10 % en el mismo período, según un estudio de Forrester Research. Según las estimaciones respectivas de la industria, se pronostica que los ingresos anuales para el sector aeroespacial y de defensa crecerán un 5,6 %, la seguridad cibernética en un 10 %, la medicina personalizada en un 10-16 % y la inteligencia artificial de manera constante por encima del 30 %.

ENFOQUE INTERSECTORIAL. Un cuarto elemento definitorio es un énfasis intersectorial, industrial o de clase de activo. A menudo, como en el caso de los vehículos sin conductor, las oportunidades se encuentran en la intersección de los cambios económicos, científicos, sociales, tecnológicos, culturales o demográficos. Los analistas de la industria intentan identificar a las empresas líderes y rezagadas dentro del universo sectorial comparable, a diferencia de la asignación de activos convencional, que hace hincapié en identificar lo mejor y lo peor dentro de una misma clase, entre sectores o entre clases de activos.

Hay dos riesgos principales con las inversiones temáticas. El primero se deriva de la construcción de carteras en torno al riesgo concentrado. Si una tecnología o producto no logra una amplia aceptación o se desvanece rápidamente en comparación con competidores más ágiles, los retornos podrían no cumplir con las expectativas. Este es el mismo riesgo al que se enfrentan los inversionistas cada vez que se crea una cartera en torno a un conjunto separado de ideas, productos o empresas. Hay dos formas de mitigar este riesgo. Uno vuelve a la función del tema dentro de la cartera más amplia. Los temas están destinados a aumentar las características de retorno potencial de una

cartera diversificada globalmente en lugar de reemplazar el proceso de construcción de cartera tradicional.

El segundo riesgo es el precio de entrada o las primas. Muchos temas ya están atrayendo la atención en los mercados financieros. Incluso los analistas con visión de futuro que identificaron el avance potencial de los vehículos autónomos tenían pocas opciones. Los inversionistas en el mercado bursátil podrían colocar asignaciones en las grandes compañías automotrices para las que la electricidad era un componente pequeño, a los fabricantes de baterías de litio como parte de conglomerados de energía diversificada o a una empresa especializada en vehículos eléctricos.

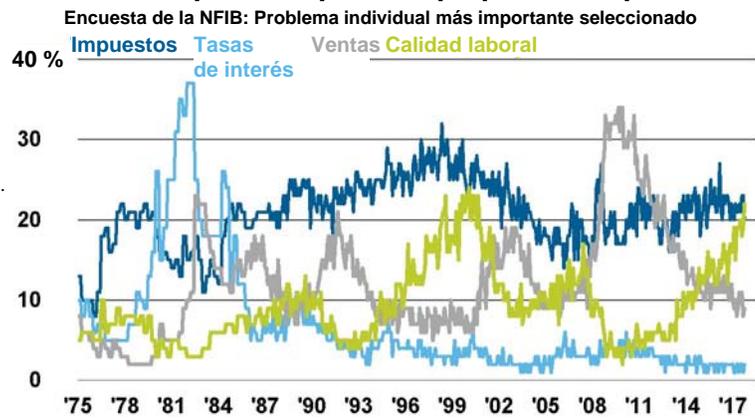
Las empresas de alto crecimiento casi siempre obtienen mayores múltiplos y primas. Dos elementos ayudan a compensar los riesgos asociados con las empresas de mayor precio y potencialmente de mayor beta. En primer lugar, encontrar empresas e industrias posicionadas para beneficiarse de los efectos de secundarios de los principales cambios estructurales puede ayudar a mitigar el riesgo de concentración excesiva en empresas caras. Esto no necesariamente se puede eliminar, pero se puede manejar. El segundo medio se basa en identificar cambios estructurales que generan oportunidades de alto crecimiento relativamente temprano en la transición o identificar partes de la economía global que se benefician a medida que los cambios se mueven a través de diferentes etapas de desarrollo desde la empresa emergente hasta la empresa madura. ■

Este artículo fue extraído de AlphaCurrents del 25 de enero de 2018, una nueva publicación mensual de Wealth Management Investment Resources que tiene como objetivo identificar algunas de las oportunidades de inversión más interesantes en los mercados bursátiles. Cada edición explorará un nuevo tema de inversión en detalle o rastreará temas emergentes que podrían presentar oportunidades únicas a largo plazo.

ON THE MARKETS / EN POCAS PALABRAS

La calidad laboral aparece como la preocupación más importante para las pequeñas empresas

La encuesta de la Federación nacional de empresas independientes (National Federation of Independent Business, NFIB) mide los cambios en el ánimo de las pequeñas empresas en Estados Unidos. Desde la creación de la encuesta en 1973, los impuestos han eclipsado las tasas de interés, las ventas y la calidad del trabajo como la mayor preocupación el 80 % del tiempo (véase el gráfico). Según los datos de enero, el 22 % de los miembros mencionó la calidad del trabajo como su problema más importante. Esta es solo la tercera vez que la calidad del trabajo ha superado los impuestos y la primera vez que encabeza la lista. Creemos que la falta de empleados calificados puede impulsar a las empresas a aumentar los gastos de capital, en particular para la tecnología, para resolver el desajuste de la mano de obra. Además, la escasez de trabajadores calificados ya está generando un aumento salarial a medida que se acelera la competencia por la fuerza laboral, lo que a su vez puede ejercer presión al alza sobre la inflación.—Chris Baxter y Steve Edwards



El posicionamiento también ejerce presión sobre las tasas de interés

Posicionamiento de futuros neto a 10 años de la CFTC* (eje izquierdo)
Rendimiento de los bonos de Tesoro de EE. UU. a 10 años (eje derecho)

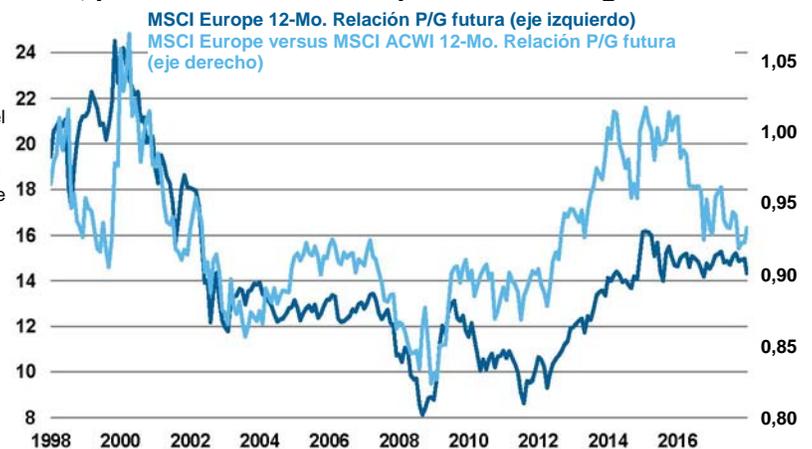


Además de las sorpresas alcistas de las ganancias promedio por hora y los datos del IPC, las mejores expectativas de crecimiento asociadas con la reforma tributaria y el aumento de la emisión del Tesoro de los Estados Unidos para financiar déficits crecientes, el posicionamiento de los inversionistas ha contribuido al reciente aumento de las tasas de interés. Los datos de la Comisión de Negociación de Futuros de Productos Básicos (Commodity Futures Trading Commission) muestran niveles casi récord de posiciones cortas en contratos de futuros del Tesoro por parte de fondos de cobertura y otros especuladores. Estas posiciones anticipan tasas de interés más altas y acentúan los movimientos del mercado impulsados por los factores antes mencionados. A saber, los indicadores de los estrategias de tasas de interés de Morgan Stanley & Co. sostienen que este factor de ímpetu actualmente bajista es el principal impulsor de mayores rendimientos en el corto plazo. Sin embargo, con las expectativas de inflación ajustadas en el mercado, como demuestran una tasas implícitas relativamente estables, creemos que los rendimientos deberían estabilizarse a medida que el ánimo comience a normalizarse.—Darren Bielawski

*No comercial
Fuente: Bloomberg, al 13 de febrero de 2018

Los datos fundamentales siguen siendo favorables, pero las acciones europeas están marginadas

Después de un sólido 2017, las acciones europeas han quedado rezagadas en lo que va del año, cayendo aproximadamente un 2 % en términos de moneda local y con un subdesempeño en comparación con la renta variable mundial. Este subdesempeño probablemente obedezca a preocupaciones sobre el impacto que podría tener el fortalecimiento del euro tanto en la economía como en los mercados de renta variable. Aun así, creemos que los datos macroeconómicos y de ganancias de Europa son sólidos. Al observar la valoración, el MSCI Europe Index actualmente se negocia en un múltiplo de 14,3 veces con respecto a sus ganancias estimadas a 12 meses. Además, ha habido una expansión múltiple mínima durante los últimos tres años, mientras que las relaciones precio/ganancias (P/G) se han elevado. En términos comparativos, la relación P/G de 14,3 en Europa se compara favorablemente con la relación P/G de 15,4 de la renta variable mundial, y representa un descuento cercano al 10 % (véase el gráfico). Al comparar la valoración de la renta variable europea con el S&P 500 Index, la diferencia es aún más pronunciada: La renta variable europea se cotiza con más de un 15 % de descuento.—Joe Laetsch



Fuente: Bloomberg, al 23 de febrero de 2018

Las hipotecas van por el carril central

SUZANNE LINDQUIST

Estratega sénior de Renta fija

Morgan Stanley Wealth Management

Después de un año de calma, los inversionistas se han encontrado recientemente con una situación más agitada. El contexto idílico (llamado *Goldilocks* o Ricitos de Oro en español) de 2017, que produjo fuertes retornos con una volatilidad mínima en todas las clases de activos, ha dado paso a un entorno más desafiante en medio de la normalización de las condiciones del mercado y el endurecimiento de las políticas del banco central. Con esto en mente, volvemos la vista atrás a nuestro análisis publicado en agosto de 2015, cuatro meses antes del comienzo del actual ciclo de

ajuste de la tasa de interés de la Reserva Federal. Al actualizar los números, seguimos viendo que agregar estabilidad a las carteras ayuda a navegar en mares agitados; una forma de lograr esto es mediante la reasignación de la exposición a las clases de activos que ofrecen un desempeño sólido en diferentes condiciones de mercado y lejos del crédito corporativo.

EN EL MEDIO DEL GRUPO. Si bien se presta mucha atención a los sectores que se encuentran al final del espectro de riesgo/retorno, los activos tales como los valores de transferencia respaldados por hipotecas (mortgage-backed securities, MBS) tienen características que generan retornos que se ubican justo en el centro (véase el gráfico).

Los MBS representan una participación en un paquete de hipotecas residenciales con características similares. El capital e intereses mensuales de las hipotecas subyacentes se transfieren a los inversionistas y están garantizados por los emisores patrocinados por el gobierno. Como instrumentos de relativamente corta duración sin el riesgo específico del emisor asociado con el crédito corporativo, los MBS han exhibido un desempeño uniforme tanto en los mercados sanos como en los débiles. Con ellos, los inversionistas obtienen rendimiento adicional ofrecido por el diferencial con los bonos del Tesoro de vencimiento comparable sin asumir un riesgo crediticio significativo.

Los retornos de hipotecas suelen estar en el medio del grupo, raramente en los extremos del mercado

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 a la fecha	a 10 años (2008-2017) anualizado
Tesoro largo plazo 24,0 %	Alto rendimiento 58,2 %	CMBS 20,4 %	Tesoro largo plazo 29,9 %	Alto rendimiento 15,8 %	Alto rendimiento 7,4 %	Tesoro largo plazo 25,1 %	Preferentes 7,6 %	Alto rendimiento 17,1 %	Preferentes 10,6 %	Bonos del Tesoro 0,2 %	Alto rendimiento 8,0 %
Tesoro plazo intermedio 11,4 %	Valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS) 28,5 %	Alto rendimiento 15,1 %	Vinculados con la inflación 13,6 %	Preferentes 13,6 %	Corto plazo 0,3 %	Preferentes 15,4 %	Municipales 3,3 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 6,1 %	Tesoro largo plazo 8,5 %	Alto rendimiento -0,3 %	Tesoro largo plazo 6,6 %
Hipotecas 8,5 %	Preferentes 20,1 %	Preferentes 13,7 %	Municipales 10,7 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 9,8 %	CMBS 0,2 %	Municipales 9,1 %	Hipotecas 1,5 %	Vinculados con la inflación 4,7 %	Alto rendimiento 7,5 %	Corto plazo -0,6 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 5,7 %
Corto plazo 5,1 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 18,7 %	Tesoro largo plazo 9,4 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 8,1 %	CMBS 9,7 %	Bonos del Tesoro 0,1 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 7,5 %	Titulizados 1,5 %	CMBS 3,3 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 6,4 %	Tesoro plazo intermedio -1,2 %	Preferentes 5,0 %
Titulizados 4,6 %	Municipales 12,9 %	Corporativas con calificación de grado de inversión 9,0 %	Tesoro plazo intermedio 6,6 %	Vinculados con la inflación 7,0 %	Titulizados -1,3 %	Hipotecas 6,1 %	Tesoro plazo intermedio 1,2 %	Preferentes 2,3 %	Municipales 5,4 %	Municipales -1,4 %	CMBS 4,8 %
Bonos del Tesoro 1,8 %	Vinculados con la inflación 11,4 %	Titulizados 6,5 %	Hipotecas 6,3 %	Municipales 6,8 %	Tesoro plazo intermedio -1,3 %	Titulizados 5,9 %	Corto plazo 1,0 %	Titulizados 1,8 %	CMBS 3,4 %	Preferentes -1,6 %	Municipales 4,5 %
Vinculados con la inflación -2,4 %	Titulizados 7,8 %	Vinculados con la inflación 6,3 %	Titulizados 6,2 %	Tesoro largo plazo 3,6 %	Hipotecas -1,5 %	CMBS 3,9 %	CMBS 1,0 %	Hipotecas 1,7 %	Vinculados con la inflación 3,0 %	CMBS -1,6 %	Hipotecas 3,9 %
Municipales -2,5 %	Hipotecas 5,7 %	Hipotecas 5,5 %	CMBS 6,0 %	Titulizados 3,0 %	Corporativas con calificación de grado de inversión -1,5 %	Vinculados con la inflación 3,6 %	Bonos del Tesoro 0,0 %	Corto plazo 1,6 %	Titulizados 2,5 %	Vinculados con la inflación -1,7 %	Titulizados 3,8 %
Corporativas con calificación de grado de inversión -4,9 %	Corto plazo 4,6 %	Tesoro plazo intermedio 5,3 %	Alto rendimiento 5,0 %	Hipotecas 2,6 %	Municipales -2,6 %	Tesoro plazo intermedio 2,6 %	Corporativas con calificación de grado de inversión -0,7 %	Tesoro largo plazo 1,3 %	Hipotecas 2,5 %	Titulizados -1,7 %	Vinculados con la inflación 3,5 %
CMBS -20,5 %	Bonos del Tesoro 0,2 %	Corto plazo 4,1 %	Preferentes 4,1 %	Corto plazo 2,2 %	Preferentes -3,7 %	Alto rendimiento 2,5 %	Tesoro largo plazo -1,2 %	Tesoro plazo intermedio 1,1 %	Corto plazo 1,3 %	Hipotecas -1,8 %	Tesoro plazo intermedio 2,7 %
Preferentes -25,2 %	Tesoro plazo intermedio -1,4 %	Municipales 2,4 %	Corto plazo 3,1 %	Tesoro plazo intermedio 1,7 %	Vinculados con la inflación -8,6 %	Corto plazo 1,4 %	Vinculados con la inflación -1,4 %	Bonos del Tesoro 0,3 %	Tesoro plazo intermedio 1,1 %	Corporativas con calificación de grado de inversión -2,5 %	Corto plazo 2,5 %
Alto rendimiento -26,2 %	Tesoro largo plazo -12,9 %	Bonos del Tesoro 0,1 %	Bonos del Tesoro 0,1 %	Bonos del Tesoro 0,1 %	Tesoro largo plazo -12,7 %	Bonos del Tesoro 0,0 %	Alto rendimiento -4,5 %	Municipales 0,2 %	Bonos del Tesoro 0,8 %	Tesoro largo plazo -6,5 %	Bonos del Tesoro 0,3 %

Fuente: FactSet, Bloomberg, al 21 de febrero de 2018. Los índices utilizados incluyen los siguientes: Bloomberg Barclays US Corporate High Yield para valores de alto rendimiento, ICE BofAML Fixed Rate Preferred Securities para valores preferentes, Bloomberg Barclays US TIPS para valores vinculados con la inflación, Bloomberg Barclays US Corporate para valores corporativos con calificación de grado de inversión, Bloomberg Barclays Municipals para valores municipales, Bloomberg Barclays CMBS para valores respaldados por hipotecas comerciales, Bloomberg Barclays US Gov/Credit Float Adj. 1-5Y para valores a corto plazo, Bloomberg Barclays Securitized para valores titulizados, Bloomberg Barclays US Mortgage-Backed Securities para valores hipotecarios, Bloomberg Barclays Long Term Treasury para valores del Tesoro a largo plazo, Bloomberg Barclays Intermediate Treasury para valores del Tesoro a plazo intermedio y Citi 3M T-Bill para bonos del Tesoro

En entornos más débiles, son un refugio relativamente seguro dada su alta liquidez y flujos de efectivo estables. La exposición a los productos de consumo diversifica aún más las carteras, que con frecuencia pueden estar dominadas por los activos de crédito corporativos que obtienen mayores retornos previstos.

Como se muestra en el gráfico, las hipotecas se han clasificado en el medio del universo de ingresos fijos de muestra en seis de los últimos 10 años. Este período de tiempo incluye una burbuja de la vivienda, una consecuente flexibilización cuantitativa del banco central y el período más reciente de crecimiento económico y la reducción de la política monetaria acomodaticia. Para el año hasta la fecha (hasta el 31 de enero), los MBS se han visto afectados por el aumento de las tasas de interés, el aumento de la curva de rendimiento y las implicaciones de la reforma del balance de la Reserva Federal. El retorno total es negativo, pero los MBS de todos modos tuvieron un mejor desempeño que el de las acciones corporativas con calificación de grado de inversión y que el de los bonos del Tesoro de larga duración. Este resultado es comparable a 2013 y 2016, dos períodos también marcados por la volatilidad de la tasa de interés, el principal riesgo al que se enfrentan los inversionistas. El desempeño de los MBS también se mantuvo sólido en 2017 tras el inicio de la reducción gradual en el balance de la Reserva Federal, el mayor tenedor individual de valores MBS.

MÁS VARIEDADES DE MBS. Si bien el análisis anterior se aplica a MBS de agencias estadounidenses, los administradores de inversiones utilizan otros valores hipotecarios para obtener una mayor diversificación y para buscar retornos ajustados al riesgo. Además de los valores respaldados por hipotecas comerciales (commercial mortgage-backed securities, CMBS), el programa delegado de evaluación del crédito y administración de Fannie Mae brinda acceso a los inversionistas al mercado hipotecario multifamiliar. También ofrece a los inversionistas una defensa estructural contra el riesgo de amortización y extensión a través de la protección de rescate y vencimientos de suma global. El mercado hipotecario más amplio también ha evolucionado después de la crisis de la vivienda de 2008 para incluir nuevos productos, tales como las transferencias de riesgo crediticio (credit risk transfers, CRT), que ofrecen un rendimiento incremental para compensar a los inversionistas por asumir el riesgo crediticio de los préstamos subyacentes. Los volúmenes de transacciones CRT están creciendo tanto en el mercado primario como en el secundario, respaldados por sólidos estándares de evaluación del crédito y datos fundamentales positivos sobre el mercado de la vivienda, a la vez que diversifican aún más las carteras a través de la exposición directa a los productos de consumo.

Con la Reserva Federal ahora más adelante en su ciclo de aumento de las tasas, a la que pronto se unirá una política monetaria más estricta en Europa y Japón, seguimos creyendo que una asignación estratégica de MBS puede agregar valor a una cartera más amplia a lo largo del ciclo. Si bien el desempeño pasado no es garantía de resultados futuros, esperamos que la combinación de rendimiento incremental de MBS sobre los bonos del Tesoro, mayor liquidez y falta de riesgo específico del emisor versus bonos corporativos probablemente genere retornos en el mercado de renta fija a mitad de camino en los próximos años. ■

Ya no son los antiguos fondos de bonos de capital fijo

JOHN DUGGAN

Estratega de Fondos de capital fijo
Morgan Stanley Wealth Management

GRAY PERKINS

Estratega de Fondos de capital fijo
Morgan Stanley Wealth Management

Históricamente, la percepción de los fondos de bonos de capital fijo gravables por parte de muchos inversionistas ha sido de sensibilidad a la tasa de interés general. Esto puede deberse a una combinación del uso generalizado de apalancamiento, un recuerdo de las características pasadas de la cartera o simplemente una tendencia a agruparlos con sus contrapartes municipales de larga duración.

Sin duda, es importante tener en cuenta el riesgo de tasa en cualquier vehículo de ingresos, y los inversionistas de fondos de capital fijo (closed-end fund, CEF) deben ver todas sus tenencias con la precaución adecuada. Sin embargo, también es necesario estar al tanto de los cambios que se han producido en los CEF. De hecho, en conjunto y a lo largo del tiempo, el universo de CEF de bonos gravables se ha convertido más en una historia de crédito (principalmente de categoría inferior a grado de inversión) que en una

jugada de tasa de interés.

NUEVO COMPONENTE DE LOS FONDOS. La clave de esta evolución ha sido el proceso de salida a bolsa (initial public offering, IPO) por el cual el mercado de CEF se renueva continuamente. A diferencia de la cohorte de valores municipales, el segmento cada vez más diverso de la renta fija gravable ha agregado niveles de componentes de duración corta o moderada que modifican la categoría. Esto se debe a que las IPO de los fondos han respondido a la demanda de los inversionistas y la disponibilidad de rendimiento durante el largo mercado alcista de bonos y el notable desarrollo del crecimiento del crédito global.

En las últimas dos décadas, uno de los desarrollos más importantes ha sido la aparición de fondos de préstamos preferentes a tasa flotante. De aproximadamente 160 CEF de bonos gravables antes de mediados de 1998, solo uno se concentró en préstamos de tasa flotante, que generalmente tienen calificaciones crediticias BB o inferiores. El mercado actual incluye 22 fondos de préstamos dedicados y 10 adicionales que clasificamos como híbridos de alto rendimiento/préstamos preferentes. Además,

muchos fondos de ingresos multisectoriales y globales ahora incorporan préstamos preferentes.

FIDEICOMISOS A PLAZO. Los fondos de capital fijo de fideicomisos a plazo, que a diferencia de los perpetuos tienen fechas fijas de terminación, también han cambiado. El tiempo promedio indicado hasta la terminación desde el inicio de las operaciones para los componentes de bonos gravables en circulación ha disminuido a 8,4 años desde aproximadamente 10 años en 1998, y los fideicomisos iniciados desde 2015 han llegado al mercado con un promedio de "tiempo de terminación" de solo 6,5 años. De los 29 fideicomisos a plazo fijo de renta fija existentes, 17 tienen términos restantes de cinco años o menos. Además de sus términos más cortos, las variedades actuales también tienen más probabilidades de mantener bonos de alto rendimiento de duración moderada que los valores respaldados por hipotecas de agencias de mayor duración y los bonos del Tesoro de los EE. UU.

Creemos que el rendimiento total del valor liquidativo (net asset value, NAV) de los fondos de capital fijo de bonos gravables sobre el aumento más reciente casi ininterrumpido de 100 puntos básicos en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años (del 30 de septiembre de 2016 al 15 de diciembre de 2016) es acorde con la transformación gradual del mercado de CEF. A pesar del aumento en las tasas, los NAV de los fondos solo disminuyeron en un punto básico sobre una base promedio no ponderada, ya que los resultados positivos de las ofertas orientadas al crédito, multisectoriales y convertibles compensaron las pérdidas relacionadas con las tasas.

RIESGO POR LAS TASAS. Dicho esto, el riesgo de tasa de interés sigue siendo un factor a considerar. Durante ese aumento de 100 puntos básicos en el rendimiento, los NAV de emisiones preferentes y los fondos de bonos de grado de inversión fueron duramente golpeados y, a veces, los mercados emergentes y otras carteras de bonos internacionales también perdieron valor. Los descuentos en los precios del NAV, ya sean temporales o de larga duración, también pueden ampliarse en un contexto de estrés del mercado, lo que reduce la experiencia de retorno total de los inversionistas. Junto con una conciencia de la dinámica de valoración y otros factores relacionados con los CEF, también es fundamental saber si las tenencias se inclinan más hacia el riesgo de crédito o el riesgo de tasas de interés. ■

Salidas a bolsa para los fondos de bonos cerrados gravables inclinados hacia menos sensibilidad a la tasa y más riesgo crediticio

Emisión de fideicomiso a plazo de duración moderada y fondos de capital fijo relacionados con préstamos preferentes



Nota: Los fideicomisos a plazo de duración moderada son todos los fondos de capital fijo de fideicomisos a plazo de renta fija con fechas de terminación de ocho años o menos desde el inicio de las operaciones. Los fondos relacionados con los préstamos preferentes incluyen préstamos preferentes, fondos híbridos de alto rendimiento/préstamos preferentes, y fondos de otras categorías con una significativa exposición permanente a préstamos preferentes.

Fuente: Closed-End Fund Association, Investigación de CEF de Morgan Stanley, al 26 de febrero de 2018

Encontrar ideas que puedan impulsar el crecimiento del mañana

Dado el cambio a veces disruptivo que induce la tecnología, todos los días surgen nuevos temas seculares, y con ellos, oportunidades de inversión. Como gerente de cartera en Invesco, Erik Voss se centra en aquellas ideas que tienen el potencial de impulsar el crecimiento del mañana. "Hemos dejado la era de la PC, estamos en el último tercio de la era de la introducción de teléfonos inteligentes y nos dirigimos a esta era de la nube-IA", afirma, "pero ¿cómo va a ser la próxima década?" Voss habló recientemente con Tara Kalwarski, de Morgan Stanley Wealth Management, sobre los principales cambios que cree que afectarán a los consumidores de todo el mundo y las industrias que están en condiciones de beneficiarse. La siguiente es una versión editada de la conversación.

TARA KALWARSKI (TK): ¿Por qué crees que el entorno económico actual exige un enfoque de inversión más prospectivo?

ERIK VOSS (EV): El crecimiento en todo el mundo enfrenta el desafío del envejecimiento de la mano de obra y la bajada de la productividad. En los Estados Unidos, por ejemplo, los *baby boomers* se jubilan en grandes cantidades y provocan una desaceleración en el crecimiento de las nóminas, una tendencia que continuará en los próximos cinco a siete años. La productividad tendrá que compensarlo para mantener un crecimiento económico plano, pero con un crecimiento de la productividad bastante moderado en los EE. UU., prevemos un crecimiento económico lento.

Cuando evaluamos las empresas que tienen el potencial de crecer en este tipo de entorno, descubrimos que son las empresas que tienen grandes participaciones en el mercado, así como las tecnologías que causan disrupciones significativas en todos los sectores: comercio electrónico, consumo de medios, viajes, descubrimiento de fármacos, etc. Otras

tendencias que aún son tempranas pero importantes tienen que ver con la inteligencia artificial (IA), los macrodatos y la computación en la nube, todos con amplias implicaciones en varios sectores.

TK: ¿Puedes destacar algunos de los temas en los que te enfocas?

EV: Todavía es temprano en el comercio electrónico. Solo alrededor del 11 % del comercio ahora está en línea, y creemos que puede crecer al 30 %. ¿Por qué? Bueno, casi dos tercios del gasto minorista se realiza en áreas que todavía no han visto una penetración en línea significativa, como los servicios de alimentos y los alimentos, automóviles y piezas de automóviles, muebles y electrodomésticos. Creemos que todos estos finalmente se moverán hacia el comercio en línea.

Otra tendencia es la penetración del teléfono inteligente, que ha sido y seguirá siendo un importante motor de crecimiento en diferentes industrias. En la década de 1990, estábamos pensando en poner una computadora en cada escritorio. Ahora estamos viendo a la mitad de la población mundial con un dispositivo informático en la mano.

En los Estados Unidos, la gente pasó de estar 20 minutos al día en sus teléfonos inteligentes en 2008 a dedicarles más de cinco horas en la actualidad. Un 15 % o más de ese tiempo se utiliza en sitios de redes sociales y otras grandes compañías de medios; otro 17 % se utiliza en películas de entretenimiento general, programas de televisión y similares, y otro 15 % se utiliza en videojuegos. Esta es un área en la que los inversionistas deberían centrarse.

TK: ¿Qué tan grande es la oportunidad?

EV: El tamaño del mercado de videojuegos ahora es de alrededor de 118 mil millones de USD, se proyecta que crecerá a 150 mil millones de USD en los próximos cinco años. En esta economía de crecimiento lento, con

áreas que no van a crecer o van a disminuir, los videojuegos serán una de las áreas de más rápido crecimiento.

Hay dos cosas que están pasando. La primera es que, en el pasado, se lanzó un sistema de consola de videojuegos, y para el final del ciclo de seis a siete años, tendría entre 120 y 150 millones de unidades en todo el mundo. Las compañías de videojuegos entonces se enfocarían en hacer juegos, empaquetarlos y esperar las ventas. Así que, muchas de las ganancias llegaron al final del ciclo.

Ahora, debido a que la gente juega videojuegos en sus teléfonos inteligentes, y los teléfonos inteligentes han crecido a 3 mil millones de unidades en todo el mundo, el mercado total objetivo se ha disparado.

La Premier Soccer League de Europa ha existido durante cerca de 25 años; ahora tiene unos 4.800 millones de USD en ingresos anuales. La NBA ha estado presente 75 años y genera unos 5.800 millones de USD en ingresos por año. Cuando Nintendo lanzó Pokémon Go, se anualizó a una tasa de 6.000 millones de USD en seis semanas. Desde entonces, ha caído a alrededor de mil millones de USD, pero es un juego gratuito y tiene un gran mercado objetivo.

Lo segundo es que el modelo de negocio de estas compañías ha cambiado. Normalmente, el desarrollador antes iba directamente a fabricar un disco, lo llevaba al distribuidor minorista y este lo lleva al consumidor. Ahora, entre el 30 % y el 50 % de todas las ventas de videojuegos están en línea y se prevé que ese número llegue al 70 % y cerca del 100 % en algunos casos. El desarrollador puede tener una relación directa con el consumidor. Este ahora puede presentar funciones en tiempo real y volver atrás y vender nuevas armas o nuevos mapas o nuevas aventuras de forma mucho más recurrente.

Más aún, una nueva industria llamada *e-sports* se desarrolló a partir de este modelo. Ese nuevo escenario no es solo un impulsor para los videojuegos y teléfonos inteligentes; también está modificando las audiencias de deportes tradicionales, así como los ingresos.

TK: ¿De qué forma ves que los *e-sports* modifican los deportes tradicionales?

EV: Se ve impulsado por la generación de milénicos, cuyo tiempo dedicado a ver juegos de *e-sports* es astronómico. Por ejemplo, en 2016 la NHL tenía 74 millones de espectadores durante una temporada promedio, la NBA tenía 125

millones y la NFL tenía 299 millones. En 2017, 194 millones de personas vieron, no jugaron, sino que miraron *e-sports*. Se prevé que estas cifras crecerán en 2020 a más de 300 millones de personas que miran estos juegos. Esto tiene implicaciones en el dinero de publicidad, y también estamos viendo cómo se establecen televisiones deportivas para aprovechar eso.

Una compañía de videojuegos que tenemos vendió 12 equipos para una de las ligas de deportes electrónicos de su juego, por entre 15 y 20 millones de USD, y no los vendieron a empresas emergentes o a capital privado, sino a personas que tienen equipos deportivos reales en las principales ciudades de EE. UU. Los compradores incluyen a los propietarios de los New York Mets, L.A. Rams, Denver Nuggets, New England Patriots, Miami Heat, Philadelphia Flyers y Texas Rangers. Estos propietarios de equipos deportivos están invirtiendo en esto porque ven el cambio de audiencia y estas ligas como una próxima oportunidad. Espere ver ligas de *e-sports* globales.

TK: Los *baby boomers* y la generación X no crecieron jugando a los videojuegos en la medida en que lo han hecho los milénicos. ¿Este tema de inversión se subestima debido a que la audiencia es más joven?

EV: La gente queda impresionada por lo grande que es esta industria y, francamente, que se hable incluso de industria. Hay becas universitarias en 40 escuelas de todo Estados Unidos para personas que juegan en línea.

Amazon tiene una red llamada Twitch, y algunas de las compañías de videojuegos están creando sus propias televisiones para poder transmitir y atraer gente para ver estos juegos de deportes electrónicos. Algunas de las personas que juegan estos juegos que se emiten en YouTube o Twitch están ganando de 2 a 4 millones de USD al año siendo buenos en los juegos, entretenidos, y luego ingresando por publicidad por tener estas habilidades.

Dado que las clasificaciones de la NFL han caído en los últimos años, el dinero se destinará a otros lugares y algunos de los conglomerados de Internet de grandes plataformas están invirtiendo dinero aquí de manera significativa.

Solo para mencionar algunas estadísticas al respecto, y esta es un nicho de la población, los hombres del grupo de edad de 21 a 35 años pasan más tiempo viendo deportes electrónicos que viendo el hockey de la NHL y la misma cantidad de tiempo que a ver la liga mayor de

béisbol. El deporte que está perdiendo participación en este grupo demográfico es el fútbol americano profesional, que tiene menos espectadores entre esta población que, por ejemplo, entre los de la generación X y los *baby boomers*. Es una verdadera diferencia generacional.

Otra estadística interesante es que los jóvenes de 10 a 35 años son el 80 % de los televidentes de los deportes electrónicos que existen, definitivamente ese extremo más joven de la población, y la población de milénicos, es la población más grande del mundo.

TK: ¿Cuáles son los riesgos de invertir en un mundo disruptivo?

EV: Uno de los grandes riesgos que vemos al invertir en oportunidades es que si usted tiene una empresa que de pronto cree que no podrá mantener su ventaja competitiva en los próximos 5 a 10 años, entonces las cosas se van a complicar para esa compañía.

En el entorno actual, es cada vez más difícil y peligroso tener empresas que no tengan una ventaja competitiva. Por eso, para nosotros, el universo de empresas en las que invertir parece cada vez más pequeño.

TK: ¿Cómo se sabe cuándo una idea presenta una oportunidad de inversión, especialmente cuando se consideran aquellas que están en las etapas iniciales frente a aquellas que pueden o no tener espacio para desarrollarse?

EV: Muchas de las cosas de las que hablamos están en una etapa temprana de sus ciclos. Hemos pasado la parte más empinada de la curva en S en la penetración de los teléfonos inteligentes y casi hemos penetrado por completo en los mercados desarrollados, pero los mercados emergentes aún son prematuros.

La oportunidad tiene que ver con que el siguiente 35 % de la población mundial se conecte. La mejor manera de aprovechar al máximo las tendencias que aún quedan por ver es infraponderar el hardware y centrarse en los beneficios que todos tendrán a medida que tengamos más acceso a las conexiones de banda ancha.

Tenemos una fuerte conectividad ahora en casi todas partes, y eso sencillamente mejorará en los próximos cinco años. Igualmente importante es que tenemos grandes bases de datos que podemos analizar, lo que significa que estamos empezando a ver que las aplicaciones de inteligencia artificial y la computación en la nube aumentan de manera

relativamente significativa.

Sabemos que gran parte del poder de la computadora empresarial terminará en la nube. Hoy en día abarca aproximadamente un 15 %, pero la mayoría irá a la nube en los próximos 10 años. Casi toda la publicidad del mundo va a tener un carácter digital en la próxima década más o menos.

Muchos de los principales metros del mundo y muchas áreas suburbanas en los EE. UU. tendrán flotas de autos autónomos. Esto tendrá implicaciones para el transporte de automóviles y camiones y para las compañías de logística. Creo que el comercio electrónico crecerá mucho más, tal vez en dos dígitos, durante la próxima década, pero la inteligencia artificial (IA) potenciará la analítica e impulsará muchas decisiones a este respecto.

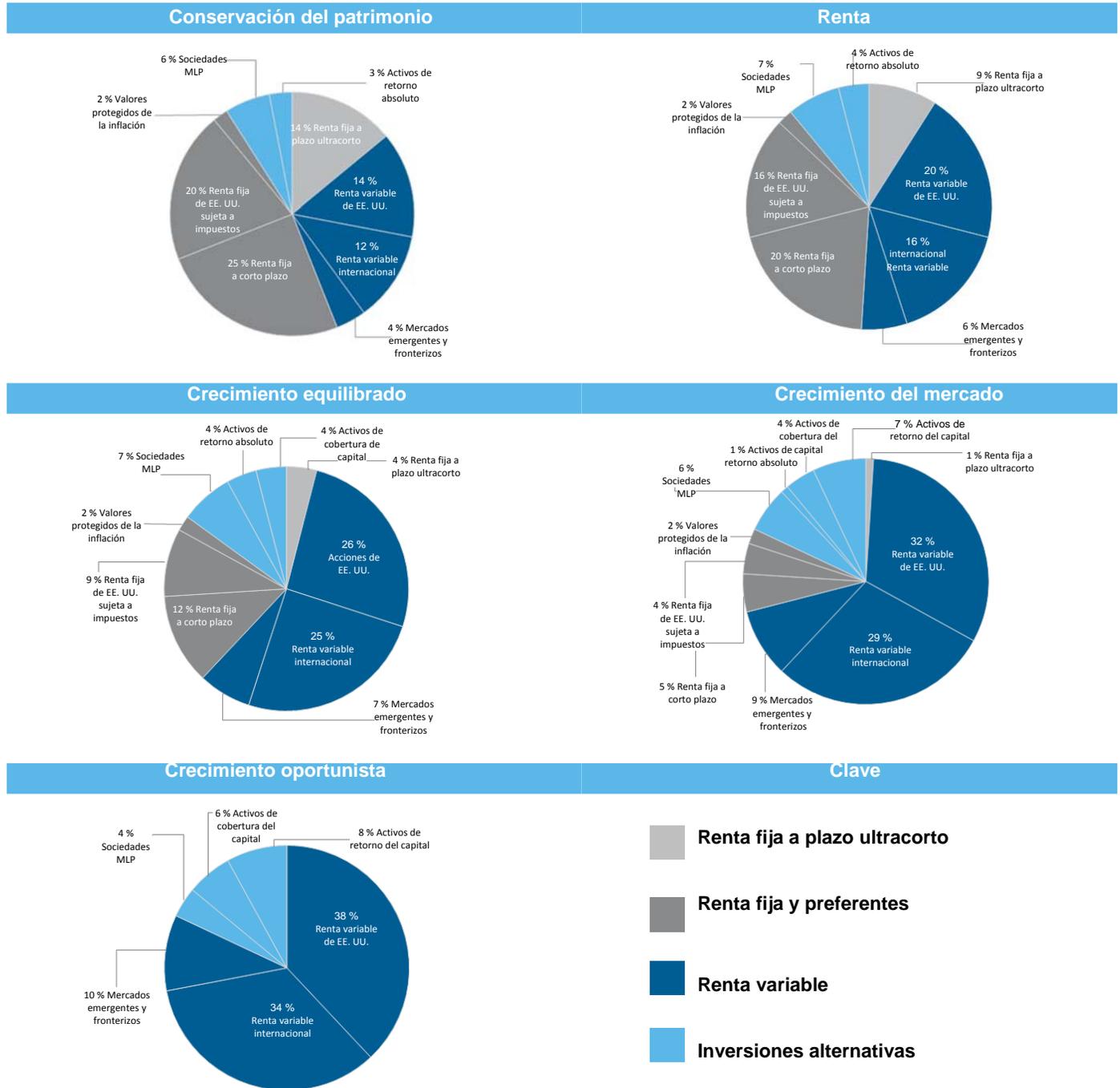
La IA es un concepto nebuloso porque el software es cada vez más inteligente, pero lo que estamos viendo ahora es una función escalonada debido a la enorme potencia de la computadora y ese ancho de banda. Si los programas pueden aprender de ellos mismos, las implicaciones son enormes. El aprendizaje automático está experimentando esta ola explosiva; eran buenos para percibir y razonar, pero ahora son sólidos en el aprendizaje y en el pensamiento abstracto.

Plantee un desafío definible a estas cosas, como el automóvil sin conductor, el reconocimiento facial o los estudios clínicos, y veremos mucha innovación. Creo que en este momento el descubrimiento de fármacos está listo para su disrupción. El aprendizaje profundo se está extendiendo en la industria del cuidado de la salud de 6.5 billones de USD, con algunos estudios que destacan que hasta un 60 % de los diagnósticos ingresan en plataformas asistidas por IA. ■

Erik Voss no es empleado de Morgan Stanley Wealth Management. Las opiniones expresadas por él son exclusivamente suyas y no necesariamente reflejan las de Morgan Stanley Wealth Management o sus filiales.

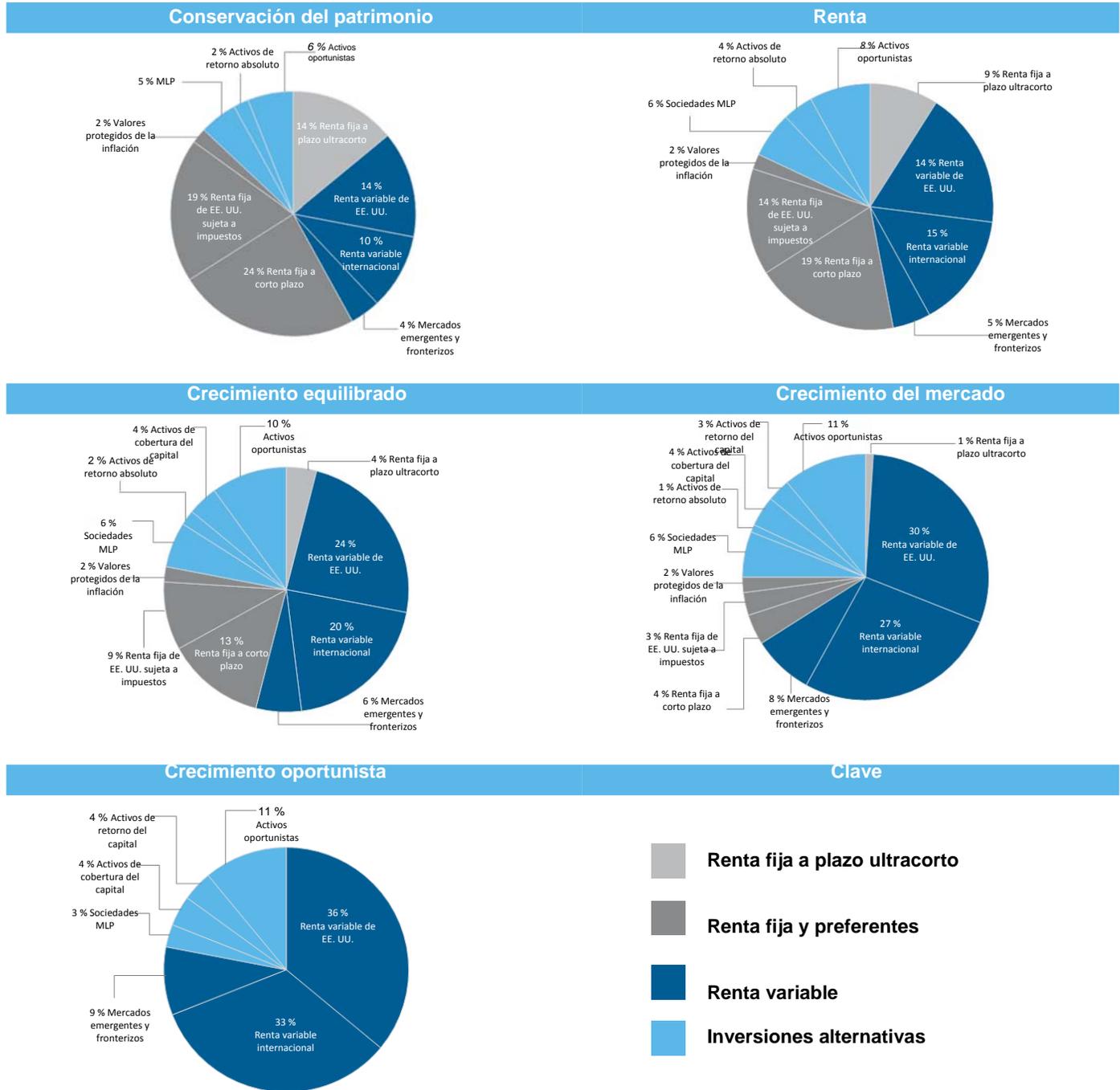
Comité de inversiones globales Asignación táctica de activos

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 retorno previsto.



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 28 de febrero 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 retorno previsto.



Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 28 de febrero de 2018

Razonamiento para asignación táctica de activos

Renta variable mundial		Ponderaciones relativas dentro de la renta variable
EE. UU.	Igual ponderación	A la renta variable de EE. UU. le ha ido excepcionalmente bien desde la crisis financiera mundial, 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/republicano nos ha ayudado a alcanzar nuestro objetivo de precio del año de 2.700 para el S&P 500 antes de lo previsto, esto contribuyó, he aquí la ironía, al acercamiento del final del ciclo. Además, el ánimo es mucho más alcista que lo que era hace un año.
Renta variable internacional (Mercados desarrollados)	Sobreponderación	Mantenemos una inclinación positiva hacia los mercados de renta variable de Japón y Europa. Los movimientos populistas de todo el mundo 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	La renta variable de los 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, la aceleración del crecimiento y las ganancias en todo el mundo, y el mantenimiento de condiciones financieras relajadas, pensamos que la renta variable de los EM continuará siguiéndole el paso a los mercados de renta variable del resto del mundo, 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, 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 ajuste 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 mundial comienza a recuperarse de manera más amplia. En nuestra opinión, si bien es probable que las tasas de interés se mantengan bajas, las ventajas compensatorias de diversificación no justifican mantener muchas posiciones, o ninguna.
Valores protegidos de la inflación	Sobreponderación	Si bien los temores deflacionarios se volvieron extremos en 2015 y a comienzos de 2016, estos títulos todavía ofrecen un valor relativo en el contexto de nuestra pronosticada aceleración del crecimiento mundial y nuestra expectativa de que la tasa de cambio interanual de los precios del petróleo y el dólar estadounidense volvieran a acercarse al 0 %. Ese punto de vista se desarrolló en 2016 y 2017 pero todavía no ha terminado.
Alto rendimiento	Subponderación	El alto rendimiento ha tenido un desempeño excepcionalmente bueno desde principios de 2016 con la estabilización del precio del petróleo y la retracción de los jugadores más débiles. Recientemente llevamos a cero las posiciones de alto rendimiento que todavía manteníamos, mientras nos preparamos para el deterioro en ganancias de baja calidad en los 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 tenido un menor desempeño en comparación con la renta variable mundial desde mediados de 2016, cuando las tasas de interés tocaron fondo. Pensamos que todavía es muy pronto para reconsiderar nuestra asignación subponderada de cero debido al aún mayor aumento de tasas esperado y al deterioro de los datos fundamentales de la industria. Los REIT extranjeros deberían resultar favorecidos en relación a los REIT estadounidenses.
Sociedades MLP (Master Limited Partnership)/Infraestructura de energía*	Sobreponderación	Las sociedades 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 fractura hidráulica y construcción de tuberías, y ambas deberían conducir a una aceleración en el crecimiento de dividendos.
Estrategias de cobertura (Fondos de cobertura y Futuros gestionados)	Igual ponderación	Esta clase de activos puede proporcionar exposición sin correlación a los mercados tradicionales de activos de riesgo. Tiende a un sobredesempeño cuando las clases de activos tradicionales se ven desafiadas por amenazas de crecimiento o picos de volatilidad de la tasa de interés. Estas estrategias deberían tener mejores resultados que en los últimos años ya que la volatilidad se torna más persistente en 2018.

Fuente: Morgan Stanley Wealth Management GIC, al 28 de febrero de 2018

***Para obtener más información acerca de los riesgos de las sociedades MLP y la duración, consulte la sección Consideraciones sobre el riesgo, que comienza en la página 18 de este informe.**

Definiciones de índices

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

Consideraciones sobre el riesgo

Inversiones alternativas

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

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

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

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

Desempeño hipotético

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

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

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

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

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

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

MLP

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

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

ON THE MARKETS

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

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

Duración

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

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

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

Invertir en materias primas conlleva riesgos significativos. Los precios de las materias primas pueden verse afectados por una variedad de factores, en cualquier momento, incluidos, entre otros, i) cambios en las relaciones de oferta y demanda; ii) programas y políticas gubernamentales; iii) acontecimientos políticos y económicos nacionales e internacionales, guerra y eventos terroristas; iv) cambios en las tasas de interés y los tipos de cambio; v) actividades de negociación en productos básicos y contratos relacionados; vi) plagas, 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 interrupciones debido a diversos factores, entre ellos, la falta de liquidez, la participación de especuladores y la intervención del gobierno.

Los **metales preciosos físicos** son productos no regulados. Los metales preciosos son inversiones especulativas, que pueden experimentar volatilidad de los precios a corto y a largo plazo. El valor de las inversiones en metales preciosos puede fluctuar y puede revalorizarse o disminuir, de acuerdo con las condiciones del mercado. Si se venden en un mercado en descenso, el precio que se reciba puede ser inferior a la inversión original. A diferencia de los bonos y de las acciones, los metales preciosos no efectúan pagos de intereses o dividendos. Por lo tanto, los metales preciosos pueden no ser adecuados para inversionistas que requieren ingresos corrientes. Los metales preciosos son materias primas que se deben almacenar de forma segura, lo cual puede imponer costos adicionales a los inversionistas. La Corporación para la protección de inversionistas en valores (Securities Investor Protection Corporation, SIPC) brinda cierta protección al dinero en efectivo y a los valores de los clientes en el caso de quiebra de una firma de corretaje, otras dificultades financieras o si los activos de los clientes se extravían. El seguro de la SIPC no se aplica a los metales preciosos u otras materias primas.

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

Los **bonos con calificación por debajo de grado de inversión** pueden tener características especulativas y presentar riesgos significativos superiores a los de otros valores, como el riesgo de crédito y de volatilidad de precios en el mercado secundario. Los inversionistas deben ser cuidadosos y tener en cuenta estos riesgos junto con sus circunstancias individuales, objetivos y tolerancia al riesgo antes de invertir en bonos de alto rendimiento. Los bonos de alto rendimiento deben 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 (Treasury Inflation Protection Securities, TIPS)** y el capital subyacente se incrementan automáticamente para contrarrestar la inflación, siguiendo al índice de precios al consumidor (IPC). Si bien se garantiza la tasa real de retorno, los TIPS tienden a ofrecer uno bajo. Debido a que el retorno de los TIPS está vinculado a la inflación, los TIPS podrán tener un desempeño significativamente inferior en comparación con los bonos del Tesoro de EE. UU. convencionales en tiempos de baja inflación.

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

La mayoría de los **valores preferentes** con valor nominal de 25 y 1000 USD son "amortizables", lo que significa que el emisor puede retirar los valores a precios específicos y fechas anteriores al vencimiento. Los pagos de intereses/dividendos en ciertas emisiones preferentes pueden ser diferidos por el emisor por períodos de hasta 5 a 10 años dependiendo de la emisión 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.

ON THE MARKETS

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

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

Algunos de los **valores preferentes** con valor nominal de 25 o 1000 USD son elegibles para ingresos por dividendos calificados (Qualified Dividend Income, QDI). La información 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, los inversionistas deben mantener todos los valores preferentes calificados por un período mínimo (91 días durante un período de 180 días, comenzando 90 días antes de la fecha del dividendo anterior).

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

Fondos de capital fijo (CEF)

La calidad crediticia es una medida de la solvencia de un emisor de bonos, o la capacidad de pagar los intereses y el capital a los tenedores de bonos de manera oportuna. Las calificaciones crediticias que se muestran se basan en la calificación de los valores de cada fondo proporcionada por Standard & Poor's, Moody's o Fitch, según corresponda. Las agencias de calificación emiten calificaciones crediticias para los valores subyacentes en el fondo y no para el fondo en sí, y la calidad crediticia de los valores en el fondo no representa la estabilidad o seguridad del fondo. Las calificaciones crediticias mostradas oscilan entre AAA, (la más alta) y D (la más baja) según la clasificación de S&P y Fitch (el equivalente de Aaa y C, respectivamente, de Moody's). Las calificaciones de BBB o más altas de S&P y Fitch (Baa o superior de Moody's) se consideran valores de grado de inversión. Si dos o más de las agencias han asignado calificaciones diferentes a un valor, se aplica la calificación más alta. Los valores que no están calificados por las tres agencias se clasifican como valores no clasificados (not rated, "NR").

La **inversión en moneda** implica riesgos adicionales especiales, 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 esos países, así como el riesgo de fluctuaciones en sus monedas. Estos riesgos se acrecientan en países con mercados emergentes, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables, y mercados y economías menos afianzados.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ON THE MARKETS

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

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

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

Los **rendimientos** 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 (Securities Act), en su forma enmendada, y, si no fueron registrados, no podrán ser ofrecidos ni vendidos sin la correspondiente exención. Los receptores deben cumplir con todas las restricciones legales y contractuales con respecto a su compra, tenencia, venta, ejercicio de derechos o cumplimiento de las obligaciones en virtud de cualquier transacción de valores/instrumentos.

Divulgaciones

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

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

Este material ha sido preparado solo con fines informativos y no constituye una oferta de compra o de venta ni una publicidad de una oferta para comprar o vender ningún valor/instrumento, ni para participar en ninguna estrategia de compraventa de acciones. Una oferta tal se haría solo después de que un posible inversionista haya completado su propia investigación independiente de los valores, instrumentos o transacciones, y haya recibido toda la información que requiera para tomar sus propias decisiones de inversión, lo que incluye, si corresponde, una revisión de toda circular o memorando de oferta que describa dicho valor o instrumento. Esa información contendría datos importantes no incluidos en el presente material y a los que se remiten los posibles participantes. Este material está basado en información pública hasta la fecha especificada, y puede haber quedado obsoleta desde entonces. No tenemos ninguna obligación de 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 valores/instrumentos analizados en este material pueden no ser adecuados para todos los inversionistas. La idoneidad de una inversión o estrategia particulares dependerá de las circunstancias y los objetivos individuales de los inversionistas. Morgan Stanley Wealth Management recomienda que los inversionistas evalúen independientemente las inversiones y estrategias específicas, y alienta a los inversionistas a buscar el consejo de un asesor financiero. El valor y los ingresos procedentes de las inversiones pueden variar debido a cambios en las tasas de interés, tipos de cambio, las tasas de incumplimiento de pago, las tasas de pago anticipado, los precios de los valores/instrumentos, los índices del mercado, condiciones operativas o financieras de las compañías y otros emisores, u otros factores. Las estimaciones del desempeño futuro se basan en supuestos que podrían no realizarse. Los acontecimientos reales pueden diferir de los previstos, y los cambios en los supuestos pueden tener un impacto importante en cualquier estimación o proyección. Otros eventos que no se han tenido en cuenta pueden ocurrir y pueden afectar significativamente las proyecciones o estimaciones. Ciertos supuestos pueden haberse realizado con fines de modelado solo para simplificar la presentación o el cálculo de alguna estimación o proyección, y Morgan Stanley Wealth Management no garantiza que ninguno de dichos supuestos refleje eventos futuros reales. En consecuencia, no puede haber ninguna garantía de que los retornos o las proyecciones estimados se realizarán ni que los retornos o resultados de desempeño reales no diferirán sustancialmente de los expresados en el presente material.

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

Ni Morgan Stanley Smith Barney LLC ("Morgan Stanley") 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 que sean contribuciones de los empleados de Morgan Stanley & Co. LLC (miembro de la SIPC) o alguna de sus afiliadas se utilizan bajo licencia de Morgan Stanley.

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

Morgan Stanley Wealth Management no está constituida 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 publicidad de una oferta de compra de valores en la PRC. Los inversionistas de la PRC deben contar con las calificaciones pertinentes para invertir en dichos valores y deben ser responsables de la obtención de todas las aprobaciones correspondientes, así como licencias, verificaciones o registros de las autoridades gubernamentales competentes

ON THE MARKETS

de la República Popular China.

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

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

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

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

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

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