

# On the Markets

## MICHAEL WILSON

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

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

### ÍNDICE

2	<b>Buscando el liderazgo del mercado</b> Las acciones de EE. UU. podrían tener un mejor desempeño si el mercado puede encontrar nuevos líderes.
3	<b>¿La tecnología está lista para pasar el testigo?</b> En tecnología, favorecemos a las empresas que pueden beneficiarse del gasto de capital.
4	<b>Continúa el optimismo en Europa</b> Una expansión robusta, un banco central menos agresivo y una buena valuación apoyan nuestro caso.
5	<b>Aceleración financiera de Asia</b> En 10 años, Asia podría tener el mercado de acciones más grande del mundo.
7	<b>En pocas palabras</b> Vemos que las acciones de los bancos recomponen su situación, cómo afectan las acciones normativas a los sectores de acciones y qué impacto tienen los precios de las materias primas en las tasas de interés y la inflación.
8	<b>Una base de infraestructura</b> Tarde o temprano, EE. UU. tendrá que abordar sus necesidades de infraestructura.
10	<b>Hacer muchas cosas a la vez en su tiempo libre</b> Las nuevas tecnologías impactan en el tiempo libre ahora y posiblemente en el futuro.
11	<b>Los inversores en bonos enfrentan cláusulas débiles</b> En los últimos años, las protecciones para los inversores en bonos corporativos se han deteriorado.

## Seguimos adelante

*“Nada en este mundo puede reemplazar la persistencia. No la reemplaza el talento; no hay nada más común que los hombres (o mujeres) con talento y sin éxito. No la reemplaza el genio; el genio no recompensado es casi un proverbio. No la reemplaza la educación; el mundo está repleto de negligentes educados. Solo la persistencia y la determinación son omnipotentes”. —Calvin Coolidge*

Mi esposa me mostró esta cita del 30º presidente hace unos 10 años, y ahora está en mi escritorio, tanto en mi trabajo como en mi casa. Sin embargo, las citas motivacionales solo son útiles si uno efectivamente las pone en práctica. Con las estrategias de inversión generalmente ocurre lo mismo: son útiles mientras se las utiliza. Este año, algunas de esas estrategias fueron desafiadas por la mayor volatilidad, y el cambio de las correlaciones entre acciones y bonos. En lugar de diversificarse mutuamente, las acciones y los bonos tomaron una correlación positiva: suben y bajan al mismo tiempo.

Como el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años está aumentando más rápidamente y perfora el 3 % por primera vez desde 2011, las acciones comenzaron a tener dificultades que los inversores no habían enfrentado durante mucho tiempo. Aun los resultados que mostraron ganancias sólidas no pudieron impulsar a la mayoría de las acciones a territorio positivo. ¿Por qué? Porque las crecientes tasas de interés alcanzaron un punto en el que se convirtieron en una limitación de las valuaciones. Cualquier que haya leído mis ensayos a lo largo de los años sabe que las valuaciones son el margen de seguridad clave a la hora de invertir, y que son más importantes cuando están en algún extremo.

Aunque nuestro panorama más optimista para las acciones de EE. UU. estaba muy lejos del consenso en enero, nuestras opiniones acerca del pico de la tasa de cambio del crecimiento de las ganancias y los márgenes de ganancia, combinadas con el endurecimiento de las condiciones financieras, se están volviendo más preponderantes en la comunidad de inversores. Eso es algo bueno porque significa que el mercado ya incluyó en los precios a varios de estos riesgos potenciales. Este año fuimos firmes al utilizar la valuación tanto como una limitación al alza y un apoyo a la baja, y seguiremos adelante.

La conclusión: Con informes de ganancias sólidos y varios de los riesgos anteriormente mencionados reconocidos en lugar de ser ignorados, creemos que las acciones globales lucen mucho más atractivas que a fines de enero, cuando los inversores estaban en un estado de euforia. En términos del S&P 500 como representación de los mercados globales de acciones, consideramos que es atractivo a 2600 y no atractivo a 2900, un nivel que creemos que veremos este año. ■



ON THE MARKETS/ACCIONES

# Buscando el liderazgo del mercado

## MICHAEL WILSON

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

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

Como se esperaba, 2018 ha demostrado ser difícil. Los rendimientos de las acciones de EE. UU. son cercanos a cero en el acumulado anual y la mayor volatilidad lo hizo sentir aun peor. Además, este mercado está carente de liderazgo.

La falta de liderazgo alcanzó extremos de ciclos múltiples, tal como lo mide la cantidad de sectores del S&P 500 que tuvieron un rendimiento superior durante dos meses seguidos (ver cuadro). En varios ciclos anteriores, la baja ocurrió tarde en el ciclo económico, seguido por un liderazgo más defensivo.

Si, como esperamos, el mercado vuelve a probar su pico de enero para mediados del verano, podríamos esperar el desarrollo de un liderazgo más persistente. En ese punto, se garantizaría una postura defensiva más deliberadamente. Hasta entonces, seguimos cíclicamente apalancados, aunque menos que en 2017. Estamos sobreponderados en acciones financieras, industriales y energéticas, y subponderados en fideicomisos de inversión en bienes raíces, bienes de consumo general, bienes de consumo

discrecional y telecomunicaciones. Gran parte de esta visión se basa en nuestro pronóstico del rendimiento de los Bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años hacia la zona de 3,10 % a 3,25 %, antes de retroceder hacia 2,50 % a fines de año.

## ¿Más problemas para el comercio minorista?

A primera vista, parece que el grupo de comercio minorista tuvo un mejor desempeño que el S&P 500 en lo que va de este año. Si mira con mayor detalle, notará que el grupo es una combinación ecléctica de dos gigantes del comercio electrónico con minoristas físicos más tradicionales, que lucharon para recuperarse desde que el S&P 500 alcanzó su pico a fines de enero. Creemos que el mercado reconoce esto y está descontando las valuaciones de los jugadores tradicionales debido a los desafíos estructurales que todavía enfrentan. Las ganancias dieron un salto del 15 % este año, pero la mayor parte del crecimiento está relacionado con la reforma impositiva, no con la mejora de los fundamentales del negocio. De hecho, el flujo de caja solo creció entre el 2 % y el 3 %. Aun cuando esto es similar en casi todo el S&P 500, creemos que los minoristas tradicionales son más vulnerables que el sector promedio a los efectos negativos de segundo orden derivados de la

reforma impositiva, como por ejemplo la competencia de precios y el aumento de costos, especialmente en mano de obra.

## La relajación

Apostamos al alza de las empresas energéticas desde agosto. Eso funcionó bien en una etapa inicial. Luego, el sector energético tropezó, tuvo otra corrida en enero, y luego se destiñó en febrero y marzo. Creemos que esta fue la rendición final de las empresas energéticas, al igual que las empresas de tecnología marcaron picos históricos.

Redujimos la ponderación de las empresas de tecnología al nivel del 5 de febrero con base en el deterioro del ciclo de semiconductores que fue enmascarado por la demanda de equipos telefónicos y chips para minar criptomonedas, combinado con un aumento de única vez en la industria automotriz para reemplazar los vehículos perdidos con los huracanes del último otoño. También creíamos que predominaba la duplicación de pedidos, algo que sucede cuando los clientes cargan múltiples pedidos y los cancelan más tarde. De hecho, la encuesta llevada a cabo por el equipo de investigación de semiconductores de Morgan Stanley & Co. sugiere que la duplicación de pedidos es descontrolada. Los fabricantes de chips también están comenzando a reducir sus pronósticos.

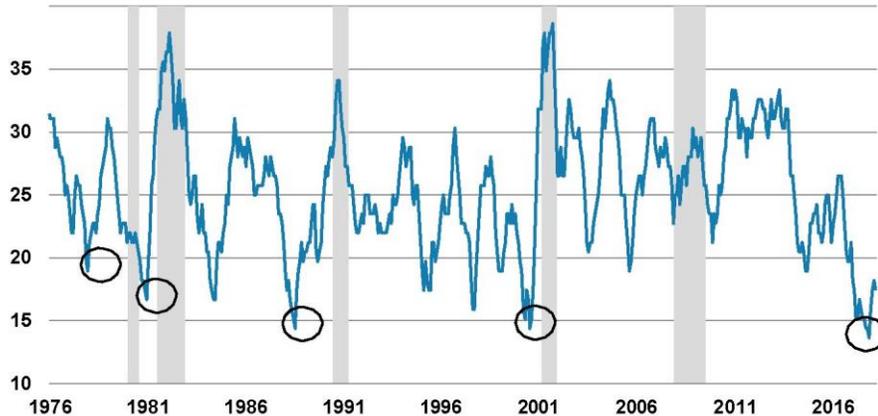
Mientras los semiconductores representan solo el 15 % de la capitalización de mercado de las empresas de tecnología, generaron una parte muy grande del desempeño del sector en los últimos dos años. A las empresas de tecnología les resultará difícil tener un mejor desempeño este año si los semiconductores están en un ciclo bajista, razón por la cual mantenemos la ponderación.

Luego, los flujos que abandonan el sector necesitarán ir a alguna parte, y creemos que las características cíclicas que ofrecen las empresas de energía se ajustan al dinero de las tecnológicas, combinadas con algunas cualidades defensivas. Finalmente, debido a años de tasas de interés negativas en términos reales, varios de los sectores tradicionalmente defensivos/estables tal vez no actúen así durante este ciclo.

Las empresas de energía a menudo no son consideradas como defensivas o estables. Sin embargo, como los precios del petróleo están en alza y las empresas petroleras muestran una mayor disciplina de capital y rendimientos relativamente altos en muchos casos, están bien posicionadas para jugar su rol clásico de fin de ciclo con un giro defensivo. ■

## La falta de liderazgo alcanzó extremos de ciclos múltiples

Sectores del S&P que tuvieron un desempeño superior durante dos meses seguidos (promedio móvil)  
Recesión



Fuente: Investigación de Morgan Stanley al 30 de marzo de 2018

ON THE MARKETS/ACCIONES

# Sea tradicional en materia de tecnología

AILI CHEN

Estratega de activos cruzados  
Morgan Stanley Wealth Management

Las acciones de las empresas de tecnología tuvieron un desempeño mayor del 6,7 % anualizado entre 2014 y 2017 respecto del mercado en general, pero ahora crecen las preocupaciones acerca de si este sector estrella está dañado. Existe una reacción pública negativa acerca de cómo algunas empresas tratan los datos de los usuarios, lo cual generó la discusión de normativas más estrictas. Muchos también se preguntan qué podría suceder si el crecimiento de ingresos no guardara relación con las altísimas expectativas. Todo esto disparó una venta colectiva en el sector, especialmente en las acciones de algunas empresas de tecnología de alto vuelo, y esta debilidad cuestiona el liderazgo de mercado de las empresas de tecnología.

## RENDIMIENTO SUPERIOR CONTÍNUO.

¿Acaso esto sugiere una dramática rotación hacia otros sectores? Históricamente, no es inusual que los líderes de mercado sufran una desaceleración así y continúen teniendo un desempeño superior. Sin embargo, teniendo en

cuenta el mar de fondo de fin de ciclo y las valuaciones de mercado algo elevadas que siguieron al rendimiento excepcional de 2017, es posible que este sea el comienzo de una rotación que se aleje de los líderes anteriores. Por otra parte, a pesar de la reciente debilidad, las empresas de tecnología tuvieron un desempeño superior desde que se registró el pico de mercado en enero, y el crecimiento de las ganancias del sector sigue siendo extraordinario; desde comienzos de 2016, el 33 % de ganancias del sector de tecnología fue significativamente superior al 14 % del mercado en general. Lo más importante es que la valuación del sector, que es 18,4 veces las ganancias de los próximos 12 meses, no es excesiva.

Michael Wilson, estratega de acciones de EE. UU. de Morgan Stanley & Co., mantiene la misma ponderación en tecnología y cree que el entorno de fin de ciclo debería contribuir a aumentar la dispersión dentro del sector. En efecto, mientras las empresas de tecnologías más conocidas tienen altas expectativas de crecimiento y valuaciones importantes, el sector

en general es mucho más diverso en términos de modelos de negocios que lo que la gente espera, e incluye no solo el crecimiento sino también el valor y las acciones de altos dividendos. Nuestra expectativa es que haya un cambio en el liderazgo de mercado dentro de la tecnología hacia otros componentes del sector.

**MÁS TRADICIONAL.** Desde 2013, gran parte del mejor desempeño del sector tecnológico puede atribuirse a los rendimientos sobresalientes de la “nueva tecnología”: perturbadores seculares con grandes plataformas escalables que se benefician con los efectos de la red y las firmas de software de rápido crecimiento en computación en la nube y software como servicio. La reciente volatilidad en el sector se concentró entre estas acciones, cuyas valuaciones alcanzaron niveles extremos. Contrariamente a la nueva tecnología, las empresas tradicionales de hardware y software, que están apalancadas con niveles crecientes de gastos de capital y, en consecuencia, son “beneficiarias del gasto de capital”, se retrasaron en los años recientes junto a niveles históricamente bajos de inversión en la larga etapa de estancamiento secular de este ciclo.

Preferimos a los beneficiarios del gasto de capital a los nuevos niños mimados de la tecnología. Como lo destacamos en el *Informe Especial* “El enigma del gasto de capital y la paradoja de la productividad” del año pasado, creemos que estamos ingresando en un período de inversión mayor y sostenida en el cual la tecnología se mueve hacia las innovaciones concentradas en lo industrial que permiten la integración entre plataformas, la automatización y la inteligencia artificial. Contrariamente, las innovaciones tecnológicas de las décadas anteriores se concentraron en las experiencias de los clientes.

Con este movimiento hacia las aplicaciones industriales, creemos que entre ahora y 2023 el crecimiento real del gasto de capital aumentará hasta un 4,7 % anualizado, que es el promedio de largo plazo entre 1930 y 2016, un aumento respecto del promedio del 2,0 % registrado entre los ciclos de 2009 y 2016. Esperamos que este cambio sostenido hacia una mayor inversión podría apoyar a los beneficiarios de gastos de capital de las empresas tecnológicas, que también muestran cualidades defensivas de fin de ciclo. Para más detalles, consulte la edición de abril de *Temas en la construcción de carteras*. ■

## Un movimiento hacia los beneficiarios de gastos de capital estaría en camino



Nota: Las canastas están basadas en las suministradas por Morgan Stanley & Co. el 3 de abril de 2018. La canasta de beneficiarios de gastos de capital fueron modificadas para incluir solo acciones del sector de tecnología. Fuente: FactSet, Morgan Stanley & Co. y Comité de Inversiones Globales de Morgan Stanley Wealth Management al 25 de abril de 2018

ON THE MARKETS/ACCIONES

# Reconsiderando nuestro caso optimista para Europa

LISA SHALETT

Jefa de Wealth Management Investment Resources  
Jefe de Estrategias de inversión y cartera  
Morgan Stanley Wealth Management

Desde el verano pasado, las acciones europeas tuvieron un rendimiento menor al del Índice MSCI World de casi el 12 % en el peor período de nueve meses de la región desde 2003. A principios de enero, el Comité de Inversiones Globales (GIC) sobreponderó las acciones europeas y recortó las acciones de EE. UU., una decisión que hasta ahora demostró ser frustrante. Sin embargo, como también recomendamos eliminar las coberturas de divisas, el primer trimestre terminó de manera positiva para los inversores de EE. UU.

Nuestra lógica fue que las acciones de EE. UU. estaban completamente valuadas, y posiblemente enfrentaban dificultades tales como una mayor inflación, mayores tasas de interés y una Reserva Federal más agresiva. Contrariamente, Europa tenía una valuación extremadamente atractiva, un crecimiento anualizado de las ganancias de 12 meses estimado en casi el 30 % y un banco central menos agresivo.

Las acciones europeas no crecieron a la par

de los pronósticos de ganancias y, de hecho, fueron revisados a la baja debido a la apreciación del 20 % del euro respecto del dólar. Al mismo tiempo, los índices de los gerentes de compra que casi alcanzaban valores récord cambiaron las expectativas y las sorpresas económicas colapsaron. Finalmente, se encendió la retórica sobre el comercio global y se disparó la volatilidad de mercado.

**ROBUSTA EXPANSIÓN.** Todavía creemos que nuestro caso es sólido. La expansión económica europea sigue siendo robusta y todavía se encuentra en sus primeras etapas. Aunque las encuestas de los gerentes de compras ya no están cerca de los máximos de todos los tiempos, permanecen sólidamente por encima de 55, una cifra que sugiere un crecimiento real del PIB bien por encima del 2 %. Es importante destacar que, contrariamente a EE. UU. y China, donde los márgenes corporativos superaron los picos del ciclo anterior, la actividad económica europea en general continúa siendo casi la mitad de la de 2006 y los márgenes de ganancia corporativos están casi un 20 % por debajo de los picos anteriores. Esto sugiere un amplio potencial de mayores aumentos de las ganancias. Además, Europa es la única economía del G4 donde el

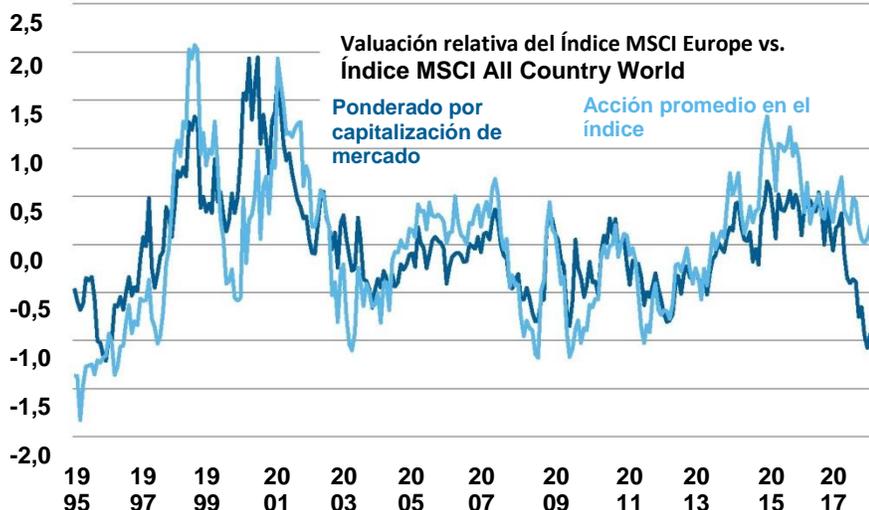
desempleo retomó los promedios de larga data y no los niveles de depresión.

Mientras la apreciación del euro generó viento en contra para las ganancias, una divisa más fuerte ayuda a reducir la inflación. De hecho, las cifras del IPC básico todavía rondan el 1,4 %, bastante por debajo de la meta del 2 % del Banco Central Europeo. Esto resulta crítico ya que el fortalecimiento del euro y una inflación benigna permitirá que un BCE menos agresivo impulse una normalización lenta. De hecho, las expectativas de aumento de tasa cambiaron hacia mediados de 2019.

**VALUACIÓN CONVINCENTE.** La valuación sigue siendo excepcionalmente convincente en Europa, tanto en valores absolutos como relativos. En comparación con su propia historia, el Índice MSCI Europe que cotiza a 14,1 veces sus ganancias futuras de 12 meses, está apenas por encima del promedio de su relación precio/ganancias de 30 años, aun cuando las tasas de interés están, en promedio, apenas por encima del 1 %. El rendimiento de 2,8 % del dividendo del índice es mayor que el promedio histórico. Las comparaciones con otras regiones quizás sean más convincentes desde la perspectiva de la construcción de carteras. En base a la combinación de nueve métricas de valuación patentada por MS & Co., el Índice MSCI Europe se encuentra en el punto más bajo de valuación relativa de 20 años, mientras la acción europea promedio se encuentra en su punto más bajo de 5 años (ver gráfico). Con el fin de las revisiones de los picos de ganancias de EE. UU., esperamos que las revisiones relativas de Europa tiendan a mejorar.

Finalmente, está la confianza y el posicionamiento. Los fondos concentrados en Europa fueron testigos de la aceleración de la salida de fondos desde enero, y la exposición neta de los fondos de cobertura de Europa está en su punto más bajo de 18 meses. Creemos que parte de esta negatividad está relacionada con las inquietudes acerca de la guerra comercial, ya que Europa es la región con mayor correlación con el comercio global. Según nuestra opinión, la desaceleración de China y/o una mayor turbulencia en los mercados emergentes podrían terminar beneficiando a Europa. Ahora que la retórica del comercio se está transformando en negociaciones bilaterales más constructivas, la posibilidad de una conclusión exitosa de la última ronda de negociaciones del NAFTA y el enfriamiento de las escaramuzas comerciales entre EE. UU. y China, vemos catalizadores positivos en el horizonte. ■

## Las valuaciones de acciones europeas parecen atractivas



\*En base a una combinación de nueve métricas de valuación  
Fuente: Morgan Stanley & Co. al 12 de abril de 2018

# Aceleración financiera de Asia

JONATHAN GARNER

*Estratega Principal de Asia y Mercados emergentes  
Morgan Stanley Asia Ltd+.*

DANIEL K. BLAKE

*Estratega de Acciones  
Morgan Stanley Australia Ltd.+*

Creemos que Asia está preparada para una etapa de rápido desarrollo del sector financiero ahora que la profundización de los lazos de comercio e inversión entre regiones, el aumento de la riqueza y el avance de las plataformas tecnológicas permiten que los activos financieros de la región se pongan a tono con la economía global. Esto exigirá mayores reformas, pero el proceso ya está en camino y las implicancias de éxito son profundas.

En nuestro caso base, Asia dominará el crecimiento de la capitalización del mercado global de acciones durante los próximos 10 años. También se verificará una rápida profundización de los préstamos bancarios interregionales, la comercialización de divisas, el mercado de tasas de interés y los mercados de crédito. Este crecimiento de flujos entre locales y el desarrollo del mercado mantendrá a flote el sector financiero de Asia y su resiliencia económica durante las recesiones económicas globales.

Asia tal vez sea el líder global en manufactura y comercio, pero es la región con menor integración y desarrollo financiero de las principales regiones económicas del mundo. Los préstamos bancarios interregionales y los flujos de capital de cartera (tanto de deuda como de acciones) de Asia son sustancialmente menores respecto del tamaño y las participaciones de PIB registradas en América del Norte y Europa. Actualmente, los flujos de capital entrante y saliente entre otras regiones y Asia son mayores a los propios flujos dentro de Asia. Lo que explica y agrava este dilema es que los mercados de ahorros de largo plazo de Asia, incluyendo a los sistemas de pensiones, esquemas de seguros y complejos de fondos mutuales, están subdesarrollados mientras sus fondos de riqueza soberana son importantes en

un contexto global.

## MOVIÉNDOSE HACIA EL CENTRO DE LA ESCENA.

Durante los próximos 10 años, creemos que Asia se moverá hacia el centro de la escena en cuanto a su importancia para el mercado financiero global, impulsada por la aceleración de la integración financiera regional y la profundización del mercado (ver cuadro). Estos temas gemelos tienen implicancias significativas a nivel de mercado, sector y acciones.

El aporte de China a esta aceleración ya se está volviendo evidente a través de iniciativas como los programas One Belt, One Road y Stock Connect. Al mismo tiempo, la salida de Japón de la deflación promete volver a despertar el interés doméstico dormido en los productos securitizados, mientras su gobierno tiene planes ambiciosos para que Tokio juegue un rol de liderazgo en el desarrollo del mercado financiero regional y global. Además, otros países de la región participarán del juego, particularmente aquellos en los que la

urbanización, la formación de hogares y la adopción tecnológica está ocurriendo más rápidamente, como en India e Indonesia.

Existen cuatro factores particulares que están trabajando para acelerar esta próxima etapa del desarrollo económico general de la región:

**Aumento de los ingresos y la riqueza.** En parte, esto es consecuencia natural del aumento de la riqueza y la sofisticación de los inversores que genera el desarrollo económico, lo que conduce a una mayor oferta de ahorros y emisión de bonos y acciones en el mercado.

**Profundización del comercio y los vínculos de inversión extranjera directa (EED).** La literatura académica destaca que la integración financiera regional sigue el camino establecido a través de la EED y el comercio de bienes y servicios. Asia tiene cadenas de abastecimiento aun más conectadas y vínculos intrarregionales de EED cada vez más profundos, lo cual debería facilitar una mayor inversión regional en los mercados de capitales.

**Reforma del sector financiero.** El foco en el amplio desarrollo del sector financiero de la región generó reformas para que los marcos de trabajo legales, impositivos e institucionales sean más favorables al desarrollo. Esto incluye reformas para alentar el ahorro en pensiones, fondos mutuales y productos de seguro de vida. Además, las reformas incluyen productos. Además, incluyen actividades de regulación

## Nuestras proyecciones clave para el sector financiero de Asia en 2027

<b>Capitalización del mercado accionario</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Asia representará el 56 % del crecimiento global hasta 2027, liderado por China/Hong Kong</li> <li>Es la región con el mayor mercado de acciones, capturando una capitalización de mercado de 56 billones de USD</li> </ul>
<b>Préstamos bancarios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los préstamos de Asia (excluyendo a Japón) se duplicarán hasta alcanzar los 51 billones de USD</li> <li>Los bancos locales tomarán una mayor participación de mercado</li> </ul>
<b>Activos de seguros</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los cinco principales mercados asiáticos crecerán hasta alcanzar los 20 billones de USD en 2027, una tasa de crecimiento anual compuesta del 12 %</li> <li>China representará el 50 % de los activos en comparación con el 32 % de 2016</li> </ul>
<b>Mercado de bonos gubernamentales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>El mercado asiático (excluyendo a Japón) crecerá de 4 billones de USD a 10 billones de USD, igualando en conjunto al mercado de bonos gubernamentales de Japón</li> </ul>
<b>Mercado de crédito corporativo offshore</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crecimiento sustancial del universo asiático (excluyendo a Japón) actual de 1 billón de USD, con un mayor dominio de la demanda por parte de los inversores locales</li> </ul>
<b>Activos de fondos mutuales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Creerán de 5,6 billones de USD a 13,2 billones de USD, lo que aumentará su participación global del 15 % al 20 % como mínimo</li> </ul>

Fuente: Investigación de Morgan Stanley al 11 de marzo de 2018

entre mercados y reguladores, como el recientemente anunciado vínculo entre Bursa Malaysia y Singapore Exchange. Recientemente, China se comprometió a permitir que las empresas extranjeras tomen por primera vez participaciones mayoritarias en las instituciones financieras domésticas.

**Avances tecnológicos.** Un número de cambios tecnológicos está operando para acelerar el desarrollo y la integración financiera, y sus claros ejemplos son el movimiento hacia la banca electrónica (y móvil) y la inversión en China y la iniciativa Digital India.

**MERCADOS MÁS PROFUNDOS.** La integración financiera y la profundización del mercado pueden ayudar a impulsar el crecimiento de la productividad estableciendo buenas prácticas para las funciones del mercado, construyendo estructuras de capital corporativo más eficientes y reduciendo los ahorros preventivos del hogar. Una integración financiera más profunda debería aumentar la adherencia de la propiedad extranjera en los mercados de tasa de interés, crédito y divisas, y reducir la volatilidad exagerada durante los episodios de aversión al riesgo agudizado. Creemos que este proceso reduce la probabilidad de ocurrencia de desarticulaciones extremas a nivel económico y de mercado como la crisis financiera de Asia de 1997-1998.

La región debería experimentar un aumento considerable del financiamiento de fuentes locales, y una disminución del costo del capital y el costo de primas de la deuda respecto de sus pares globales. Esto ya estuvo ocurriendo en los mercados de crédito corporativo securitizados, donde estimamos que los inversores asiáticos actualmente representan casi el 80 % de la demanda de nuevas emisiones versus solo el 46 % en 2007. El mismo proceso puede ayudar a los mercados de Asia (excluyendo Japón), que actualmente tienen un rendimiento sobre la inversión 5 % más alto que las acciones globales a nivel acumulado, a reducir el descuento de larga data en sus valuaciones. Eso podría generar una reducción potencial de hasta 150 puntos básicos en el costo del capital durante los próximos 10 años.

**COMPETENCIA ENTRE CHINA Y JAPÓN.** Aquí hay un paralelismo con la reciente integración y profundización de los mercados europeos. Sin embargo, el proceso podrá resultar más superficial y menos tranquilo, en particular porque China y Japón están compitiendo por el liderazgo del proceso. El tamaño de la oportunidad dependerá de cómo los países liberen el acceso al mercado a los servicios financieros y los controles de capitales. Para el horizonte de 10 años de este informe, esperamos que se liberen aun más los controles

de capitales de China, con una probabilidad mayor al 50 % de alcanzar la total convertibilidad. Esperamos que los mercados panregionales de títulos y derivados se desarrollen a un ritmo relativamente lento, pero vemos un alcance significativo para los mercados de capitales de acciones y deuda más grandes y regionalmente diversificados.

**SE DUPLICA LA CAPITALIZACIÓN DE MERCADO.** En el transcurso de una década, esperamos que la capitalización del mercado de acciones de Asia duplique su tamaño, convirtiéndose en la primera región a nivel global. Considerando lo que creemos que son pronósticos conservadores de crecimiento del PIB nominal y profundización de los mercados de acciones, entendemos que la capitalización de mercado de Asia se duplicará a lo largo de los próximos diez años hasta alcanzar los 56 billones de USD. Este proceso haría que Asia generara más de la mitad (56 %) del crecimiento de la capitalización de mercado mundial, seguido por América del Norte (EE. UU. y Canadá) con el 29 % y la Unión Europea con el 11 %. En estos pronósticos de base, Asia superaría a América del Norte como la región con el mercado de acciones más importante.

Específicamente, China/Hong Kong probablemente sea la fuente más importante de este crecimiento y, en nuestras estimaciones para 2027, estaría cerca de la capitalización de mercado actual de EE. UU. de 30 billones de USD, reflejando el éxito de alcanzar el estado de altos ingresos. Los volúmenes de OPA y emisiones del mercado secundario de acciones de China/Hong Kong ya son más importantes que en EE. UU. cada año desde 2014. Es probable que India crezca más rápidamente en términos de capitalización de mercado de los principales mercados, y esperamos que se convierta en un mercado de más de 6 billones de USD. También esperamos que surjan grandes oportunidades en mercados como Indonesia, Japón y Corea del Sur.

**DOMINIO DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS.** Los préstamos bancarios en Asia (excluyendo Japón) aumentaron a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR, por sus siglas en inglés) del 13 % desde 2007, y alcanzaron un total de 26 billones de USD en la primera mitad de 2017. Aun cuando China es el principal impulsor de este crecimiento, otras partes de Asia también tuvieron un crecimiento significativo. Esperamos que los préstamos sigan creciendo a una CAGR de un dígito en Asia hasta alcanzar los 51 billones de USD en 2027. Hay dos factores que se destacan en relación con este crecimiento: Los bancos locales se están volviendo más sólidos y, en la mayoría de los mercados, la participación de

banca extranjera se ha reducido a casi la mitad en los últimos 10 años.

Esta disminución probablemente continúe considerando la solidez de los bancos locales para el financiamiento doméstico. Los bancos asiáticos también se están transformando en proveedores importantes de préstamos transfronterizos, lo que generó una reducción significativa de la volatilidad de los flujos de divisas extranjeras en Asia. Esperamos que esta tendencia siga adelante, apoyando una mayor resiliencia de los sistemas financieros y, en consecuencia, del crecimiento económico.

También esperamos el crecimiento de los mercados de bonos gubernamentales, donde el universo de bonos gubernamentales de Asia (excluyendo Japón) crecerá de los 4 billones de USD actuales hasta alcanzar aproximadamente 10 billones de USD en 2027. Eso haría que el tamaño del mercado de bonos de Asia (excluyendo Japón) a lo largo de este período iguale a nuestra proyección para el mercado de bonos gubernamentales de Japón. Según nuestra opinión, una integración financiera intrarregional más profunda debería aumentar la adherencia de la propiedad extranjera, moderando la volatilidad de los mercados locales de tasas de interés y divisas durante los episodios de aversión al riesgo agudizado. ■

*Este artículo fue extraído de un Morgan Stanley Blue Paper, “La aceleración financiera de Asia se mueve al centro de la escena”, 11 de marzo de 2018.*

ON THE MARKETS/EN POCAS PALABRAS

## En la última parte del ciclo, las acciones de los bancos tienen espacio para ponerse a tono

Durante gran parte de los últimos tres años, las acciones de los bancos se movieron a partir de las tasas de interés y la correlación entre los movimientos del rendimiento de los Bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años, y el desempeño relativo de las acciones de los bancos fue bastante sólido (ver gráfico). Sin embargo, durante las últimas semanas, esa relación se rompió. Las tasas de interés están presionando en contra de los picos de cinco años, y aun así las acciones de los bancos tuvieron un desempeño negativo. ¿Por qué? Las acciones de los bancos fueron liquidadas con la publicación de los informes de ganancias del primer trimestre a pesar de presentar resultados sólidos, ya que los inversores parecen estar preocupados que los bancos puedan ser víctimas de presiones de fin de ciclo. Históricamente, las acciones de los bancos fueron líderes a principios de ciclo y quedaron rezagadas a fin de ciclo. Aun cuando reconocemos el surgimiento de presiones de fin de ciclo, las ganancias de los bancos deberían permanecer sólidas durante el resto de 2018. Teniendo en cuenta las valuaciones atractivas (muchos bancos de gran capitalización cotizan a 10 o 12 veces sus ganancias futuras de 12 meses), creemos que hay espacio para que se pongan a tono en el corto plazo a medida que las tasas aumenten.—*Vijay Chandar*

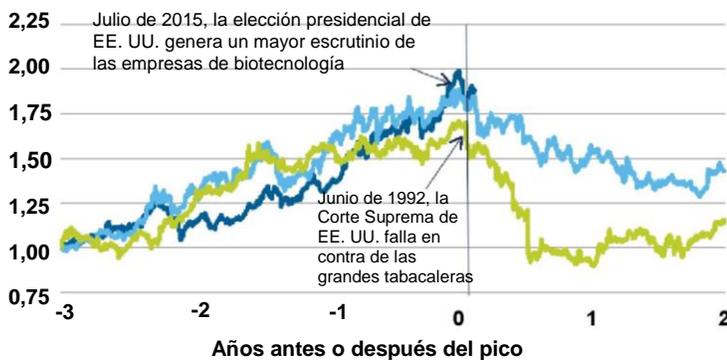
Rendimiento del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años (eje de la izquierda)  
Relación entre el índice KBW Bank y el Índice S&P 500 (eje de la derecha)



Fuente: Bloomberg al 20 de abril de 2018

## Las preocupaciones normativas golpean a las acciones de biotecnología y de las empresas tabacaleras. ¿También afectarán a las tecnológicas?

Rendimiento relativo de los sectores vs. S&P 500  
Índice NYSE FANG+, pico relativo el 15 de marzo de 2018  
Índice de biotecnología de S&P, pico relativo el 5 de agosto de 2015  
Índice de tabacaleras de S&P, pico relativo el 8 de septiembre de 1992



Fuente: Bloomberg, al 26 de abril de 2018

Las preocupaciones normativas pueden amenazar el liderazgo de mercado del sector tecnológico. En sintonía con los mercados de acciones en general, las acciones tecnológicas retrocedieron desde su pico de todos los tiempos de enero. Aun cuando las estimaciones de ganancias futuras siguen aumentando, los inversores le bajaron la nota a las valuaciones de las tecnológicas. Las tasas de interés más elevadas explican parcialmente este ajuste, pero el sector también enfrenta el fantasma de una normativa más expansiva. Aunque Mark Zuckerberg sorteó hábilmente la reciente indagatoria del Congreso acerca de la seguridad de los datos de Facebook, la omnipresencia y la limitada competencia del sector tecnológico podría deparar mayores regulaciones. Otras dos industrias que enfrentaron un escrutinio similar, las tabacaleras a comienzos de 1990 y biotecnología en 2015, quedaron rezagadas respecto del mercado en general luego de los cambios normativos (ver gráfico). Como las empresas de tecnología representan casi el 25 % de la capitalización de mercado total del S&P 500, cualquier dificultad que enfrente el sector podría arrastrar a todo el mercado de acciones.—*Steve Edwards y Chris Baxter*

## El incremento de los precios de las materias primas presiona a la inflación y las tasas de interés

Después de alcanzar su mínimo el 2 de abril, las tasas de interés avanzaron por la curva de rendimientos. El rendimiento de los Bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años atravesó el 3,0 % el 24 de abril. Gran parte del aumento se atribuye a la ampliación de los puntos de equilibrio, o la brecha entre los rendimientos nominales de los Bonos del Tesoro y los TIPS; la ampliación de la brecha refleja el aumento de las expectativas de inflación, que impactan negativamente el valor nominal de los Bonos del Tesoro, pero no a sus contrapartes protegidos contra la inflación. Aun cuando la inflación se mostró firme, tal como lo evidencia el incremento interanual del 2,1 % de la inflación núcleo de marzo, el reciente movimiento se debe a la presión alcista de los precios de las materias primas (ver gráfico). El petróleo West Texas Intermediate, que cotiza a 68 USD por barril, está en su punto más alto desde 2014, mientras Arabia Saudita supuestamente apunta a precios de 80 a 100 USD por barril. Los metales también apoyan la narrativa de la inflación. El aluminio aumentó casi un 28 % el mes pasado. Ya sea que el aumento de precios llegue a los consumidores o tenga un impacto negativo en los márgenes corporativos, la inflación de los precios de materias primas distingue a las condiciones de mercado de 2018 respecto de las de 2017.—

*Darren Bielawski*



Fuente: Bloomberg al 24 de abril de 2018

ON THE MARKETS/POLÍTICA

# Infraestructura: sentando una base de inversión

ELLEN ZENTNER

Economista Principal para EE. UU.  
Morgan Stanley & Co.

MICHAEL D. ZEAS, CFA

Estratega  
Morgan Stanley & Co.

Nos inspiramos en la cita, comúnmente atribuida a Winston Churchill, que dice que “los estadounidenses siempre harán lo correcto... después de agotar todas las demás opciones”. Aun cuando no vemos que el plan de infraestructura actual de la administración sea aprobado este año, creemos que existe una fuerte tendencia hacia un cambio alcista en el gasto de infraestructura impulsado por políticas públicas. Sin embargo, creemos que esto podría ser un tema central de política en las elecciones de medio término para ambos partidos, y vemos una posibilidad para que la política avance en 2019.

**ACUERDO BIPARTIDARIO.** Las propuestas de infraestructura de la administración y del Partido Demócrata se superponen en algunas áreas, y existe un acuerdo bipartidario en varias ideas. La principal diferencia es el monto total del gasto

federal. Mientras la administración procura fondos federales por 200.000 millones de USD para catalizar una inversión hipotética total de 1,5 billones de USD, los planes demócratas contienen 1 billón de USD en gasto federal directo. Creemos que el debate de la política posiblemente encontrará una coincidencia alrededor de nuestro caso base, que indica un gasto adicional de 1 billón de USD durante los próximos 10 años.

Existen pocos cuestionamientos respecto de la urgencia en el financiamiento de la infraestructura. Es posible que una confluencia de fuerzas saque este tema bastante trillado de las sombras de “un día tendremos que hacer esto” y lo convierta en un tema de inversión potencialmente dominante en EE. UU. hacia la segunda mitad de 2018 y 2019.

**BAJAS CALIFICACIONES.** Comencemos con las malas condiciones de los activos de transporte. En 2017, la Sociedad Estadounidense de Ingenieros Civiles calificaron a las rutas y puentes de la nación con un D y C+, respectivamente. El grupo estimó que una de cada cinco millas de carreteras está en malas condiciones, con un retraso de reparaciones de 420 000 millones de USD que se amplía

rápido, y un retraso de 836 000 millones de USD en necesidades de capital para puentes y carreteras. Más de uno de cada ocho puentes estaba funcionalmente obsoleto en 2016. La Sociedad de Transporte Inteligente estima que las necesidades acumuladas de infraestructura de EE. UU. suman 4,6 billones de USD hasta 2025, y solo el 55 % de esas necesidades cuenta con el financiamiento necesario. Esto genera una brecha de financiamiento de infraestructura de 2,1 billones de USD, de los cuales más de 1,1 billones de USD corresponde a carreteras y puentes.

Las calificaciones de calidad inferior no son sorprendentes considerando la antigüedad de los activos de infraestructura de la nación. En todo el espectro, la antigüedad promedio de los activos fijos del gobierno aumentó marcadamente durante las últimas dos décadas. La antigüedad promedio de las carreteras y calles en 2016 era de 29 años, en comparación con los 22,9 años en 1997. De hecho, la inversión neta (inversión bruta menos costos de depreciación) fue extraordinariamente baja en todos los niveles de gobierno, aun volviéndose negativa a nivel federal durante los últimos años.

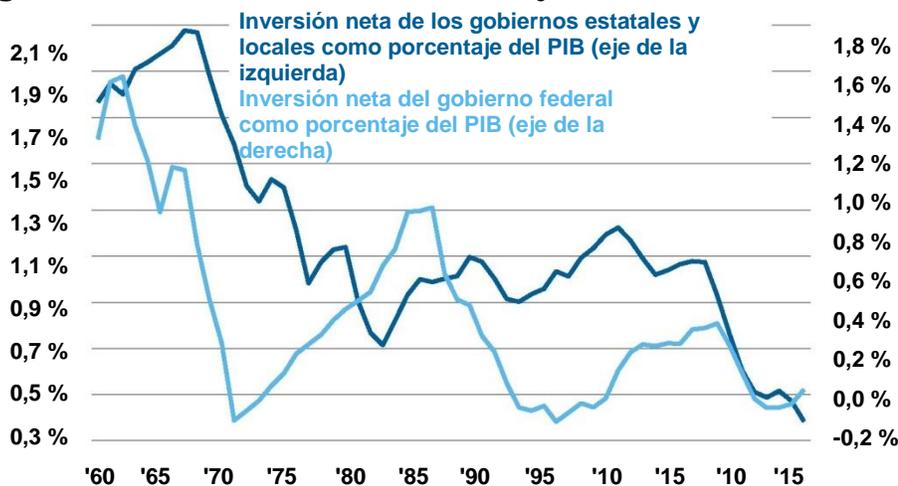
**DEMANDA DE TRANSPORTE.** No es solo cuestión de ponerse al tanto. Vemos una mayor demanda de transporte. Esperamos un crecimiento sólido y continuo de las millas recorridas en EE. UU., en parte porque la tecnología conectada y automatizada reducirá el costo de transporte marginal por milla. Pronosticamos una ampliación del 70 % de las millas viajadas en EE. UU. para 2040, pasando de los 3 billones de la actualidad a poco más de 5 billones. Esto significa un mayor uso de nuestras autopistas, carreteras y puentes.

La infraestructura también tiene consideraciones de seguridad nacional. Una infraestructura de transporte inadecuada no solo impacta en el crecimiento de largo plazo y la competitividad global de la nación, sino que también implica un riesgo de seguridad nacional, particularmente teniendo en cuenta la rápida adopción de las nuevas tecnologías, como por ejemplo la inteligencia artificial aplicada al transporte.

## La economía

Un análisis amplio revela que la inversión del gobierno se mantuvo por debajo de la

## A nivel estatal, local y federal, la inversión neta del gobierno fue extremadamente baja.



Fuente: Oficina de análisis económico, Morgan Stanley Research al 9 de abril de 2018

tendencia desde 2010 (ver gráfico en página 8). Para dimensionarlo, a fines de 2017 el agujero de inversión había crecido a 185 000 millones de USD, pero el problema es mucho mayor. La subinversión de los últimos siete años suma casi 950 000 millones de USD. Para analizar en detalle el déficit de inversión en infraestructura, miramos la categoría “asuntos económicos” del gasto gubernamental por función, que incluye vías de transporte, aire, agua, tránsito y ferrocarriles, espacio y “otros asuntos económicos”. Esto también subraya el patrón persistente de subejecución del gasto.

Nuestro equipo de economía armó tres escenarios para medir el impacto del gasto en infraestructura en el PIB. Mientras los amplios rangos de resultados subrayan la incertidumbre al estimar el impacto de los diferentes tipos de gastos gubernamentales, la mayoría de las estimaciones del multiplicador del resultado de la inversión en infraestructura son significativamente más elevadas cuando se las compara con otras intervenciones fiscales. De hecho, algunas estimaciones señalan un multiplicador tan elevado como 2,0; esto es, cada dólar fiscal aumenta el resultado bruto en dos dólares. Así es como vemos el impacto del gasto de infraestructura en el PIB, los puestos de trabajo, la inversión privada y el ingreso real disponible en 10 años:

**Caso base: “Emparcar Estados Unidos”.** El gasto en infraestructura retoma su participación promedio de larga data en el PIB. Un paquete de 1,1 billones de USD aumenta el crecimiento del PIB en 0,2 puntos porcentuales durante el primer año, y 0,1 puntos porcentuales en promedio durante todo el programa. El paquete agrega 715 000 puestos de trabajo, aumenta el promedio anual de crecimiento real de la inversión privada en 0,2 puntos porcentuales, pero solo tiene un impacto mínimo en el crecimiento del ingreso real disponible.

**Caso optimista: “Reconstruir Estados Unidos”.** El gasto en infraestructura se dispara sobre su participación promedio de larga data en el PIB para compensar el déficit del pasado. Un paquete de 2,4 billones de USD aumenta el crecimiento del PIB en 0,5 puntos porcentuales durante el primer año. A lo largo de todo el programa, el plan de gastos aumenta el PIB anual promedio en 0,2 puntos porcentuales, agrega 1 680 000 puestos de trabajo, aumenta el promedio anual de crecimiento real de la inversión privada en 0,5 puntos porcentuales y aumenta el crecimiento del ingreso real disponible en 0,1 puntos porcentuales.

**Caso pesimista: “Dejemos que Estados Unidos se erosione”.** No hay plan de gastos, y el arrastre de la antigüedad de la infraestructura de EE. UU. se vuelve más grave, afectando el

crecimiento del PIB promedio en hasta 0,3 puntos porcentuales durante 10 años.

## Política pública

Para los inversores, creemos que el tamaño del aumento del gasto en infraestructura es muy importante, más que la velocidad y la eficiencia de él. Aun cuando es probable que los legisladores promuevan los aspectos de la reforma de sus propuestas, no es probable que el sistema general de gasto en infraestructura cambie de manera sustancial. Además, un ritmo más rápido del gasto no garantiza un impacto duradero de la inversión.

En la actualidad, los gobiernos estatales y locales son los propietarios principales de la infraestructura, y el gobierno federal juega un rol más relacionado con los aspectos normativos y los subsidios. Nosotros entendemos que el debate político evolucionará en dos líneas: ¿Es más favorable un enfoque centralizado o descentralizado? y ¿Es más adecuada la inversión privada? Esto genera cuatro resultados potenciales:

**El enfoque “federalista”.** Este es, efectivamente, el status quo. Para cubrir las necesidades futuras, el gobierno federal podría aumentar los subsidios o alinear los procesos de permisos, pero finalmente podría no estar dispuesto a jugar un mayor rol de financiamiento. Dada la incapacidad de facto de los gobiernos estatales y locales para financiar el déficit, recurren a cobrarle tasas a los usuarios.

**El enfoque centralizado.** Concluyendo que los gobiernos locales no responden suficientemente bien a las necesidades de infraestructura o son incapaces de diseñar grandes proyectos que cubran múltiples jurisdicciones, el gobierno federal desvía dólares de impuestos de los subsidios estatales y locales. El gobierno federal podría imponer tasas a los usuarios o socializar el costo de facto a través de déficit o impuestos a la renta.

**El enfoque libertario de “Laissez Faire”.** En este plan, el gobierno federal cambia sustancialmente las normas para establecer el trabajo de base para la expansión de la participación público-privada (P3), pero mantiene la propiedad estatal y local de la mayoría de los activos. Los avances tecnológicos de los sistemas de pago ayudan a mover la carga del financiamiento de los impuestos a la renta y a la venta a las tasas a los usuarios, lo cual aumenta en el tiempo.

**El enfoque “libertario” obligatorio.** El gobierno federal autoriza la mayor parte de la infraestructura, pero la mayoría de los proyectos son administrados y financiados a través de P3. Los avances de los sistemas de pagos permiten

apartarse de los impuestos estatales y locales y cambiar por las tasas a los usuarios.

Según nuestra opinión, un resultado consistente con el enfoque federalista sigue siendo el más probable, lo que nos hace pensar que los mayores impuestos en la forma de tasas a los usuarios luce cada vez más posible. Las municipalidades soportan una carga de financiamiento de infraestructura cada vez mayor, pero tienen restricciones presupuestarias. Muchos estados enfrentan un sistema de pensiones públicas sin financiamiento y pasivos del sistema de salud de los jubilados, a la vez que su porción del gasto de Medicaid crece y sus futuros costos de atención médica son inciertos. Esperamos que sigan imponiendo tasas a los usuarios e impuestos al consumo como mecanismo preferido de financiamiento de infraestructura. El gobierno federal podría enfrentar resistencias en el tiempo para financiar infraestructura con déficit, obligando al Congreso a aumentar finalmente el impuesto federal al gas por primera vez desde 1993 frente a una sólida oposición política. ■

*Este artículo fue extraído del informe de Morgan Stanley & Co. North America del 9 de abril de 2018, “Infraestructura: sentando una base de inversión”.*

ON THE MARKETS/INVERSIÓN TEMÁTICA

# Hacer muchas cosas a la vez en su tiempo libre

SCOTT HELFSTEIN, PhD

Estratega de mercados  
Morgan Stanley Wealth Management

*Mi abuelo trabajaba 16 horas por día. Él pensaba que estaba muy ocupado. Nosotros trabajamos ocho horas por día, cinco días a la semana, y creemos que estamos muy ocupados. Pero en los próximos 30 años, las personas solo trabajarán cuatro horas por día, cuatro días a la semana.*—Jack Ma, fundador y presidente ejecutivo de Alibaba

El advenimiento y el refinamiento de los videojuegos, las redes sociales, el video on-demand y la transparencia de precios en los viajes, para nombrar algunos casos, ayudaron a impulsar el crecimiento del sector de tiempo libre. El Índice de Viajes y Tiempo Libre de Dow Jones refleja estas tendencias y creció al doble del ritmo del S&P 500 durante los últimos 25 años (ver gráfico). Es probable que dos tendencias importantes continúen impulsando el crecimiento: las múltiples tareas de las actividades de tiempo libre y el mayor tiempo libre derivado de la automatización.

**NUEVAS TECNOLOGÍAS.** Algunos medios existentes seguirán creciendo rápidamente, pero se espera que las nuevas tecnologías como la realidad virtual, la realidad aumentada, los medios interactivos, la entrega a domicilio de

alimentos y alcohol a pedido y los deportes electrónicos transformen el sector:

- Ya están disponibles los sistemas de realidad virtual basados en el hogar que aprovechan las tecnologías o sistemas de juego independientes existentes.

- De acuerdo con ESPN, existen 62 universidades que ofrecen becas de videojuegos a los alumnos a medida que los deportes electrónicos ganan popularidad.

- Los asistentes hogareños y móviles pueden ayudar a los usuarios a identificar productos para entrega a domicilio a pedido o encontrar actividades en las cercanías.

Estos son solo algunos de los desarrollos en tecnologías de tiempo libre. Existen múltiples factores que impulsan cambios en la industria, así con un sólido potencial de crecimiento.

El primer factor crítico es la manera en la cual las personas consumen bienes de tiempo libre, en lo que podría llamarse “hacer muchas cosas en el tiempo libre”. Los estudios muestran que las personas usan sus teléfonos inteligentes para participar en canales de medios alternativos mientras miran televisión. Los usuarios de tabletas con transmisión de video pueden minimizar una ventana para poder jugar simultáneamente un juego en la pantalla. Esta multiplicidad de tareas aumenta el consumo del

tiempo libre.

**MÁS TIEMPO LIBRE.** El segundo aborda la automatización y cómo impacta en la vida diaria. Aun cuando las personas siguen trabajando duro, es posible que una porción cada vez mayor de su tiempo sea liberada por obra de la automatización de tareas físicas y cognitivas. Esta tendencia no es nueva. Las horas trabajadas durante un año en todo el mundo desarrollado generalmente se redujeron durante las últimas cinco décadas. Esto significa más tiempo para viajar, hacer ejercicios, tener mascotas y disfrutar otras experiencias. Si Jack Ma está en lo cierto, las personas recuperarán más de la mitad de su tiempo durante los próximos 30 años.

La implicancia comercial es que los proveedores de contenidos y los anunciantes están compitiendo por ese tiempo. Es posible que todos los medios o tecnologías no tengan el mismo consumo, y esto probablemente impulsará una diferenciación de precios entre los productos y servicios para el tiempo libre. Las actividades que exijan atención detallada, como los juegos de realidad virtual, finalmente podrán dirigir el poder de precios relativos respecto de aquellos con los que sea fácil hacer múltiples tareas al mismo tiempo. Las formas menos intensas de entretenimiento, como mirar televisión, podrá crecer más rápidamente a medida que aumente el tiempo libre disponible. Las empresas que participan en ambas áreas están en el lugar óptimo.

**CONVERGENCIA.** Podría llegar un momento en un futuro no tan distante en el cual exista una convergencia de los programas de televisión, los juegos de múltiples participantes, las redes sociales y la realidad virtual. Las personas podrán mirar televisión en entornos tridimensionales de realidad virtual mientras interactúan con personajes y amigos del programa en lugar de hacerlo desde el sillón y en paralelo desde un dispositivo móvil. Muchas de estas tecnologías también tienen la capacidad de cambiar el lugar de trabajo, creando oficinas interactivas que atraviesan los límites geográficos. Dicho eso, nos concentramos en las actividades de tiempo libre, qué es lo que impulsará su crecimiento y un marco de trabajo para los inversores interesados en participar del tema de las múltiples tareas de tiempo libre.

Nuestro informe sobre hacer muchas cosas en el tiempo libre se encuentra en la edición del 27 de marzo de *AlphaCurrents*, una nueva publicación sobre inversión temática. ■

## Las acciones de Viajes y Tiempo Libre tuvieron un desempeño superior al S&P 500 durante los últimos 25 años



Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Wealth Management al 25 de abril de 2018  
Consulte información importante, declaraciones y cualificaciones al final de este material.

ON THE MARKETS/RENTA FIJA

# Los inversores en bonos enfrentan cláusulas más débiles

SUZANNE LINDQUIST

Estratega sénior de Renta fija  
Morgan Stanley Wealth Management

Durante los últimos años, las empresas aprovecharon la facilidad de las condiciones de crédito para reducir sus costos de préstamos y ampliar sus años de endeudamiento hacia el futuro para reducir el riesgo de refinanciación. Al mismo tiempo, un mercado de acciones sólido impulsó la capitalización de mercado de las empresas que cotizan en bolsa, mejorando su acceso al capital de riesgo. El bajo costo de financiación y la solidez de las ganancias corporativas mejoraron aun más la cobertura de intereses de las empresas, a pesar del mayor monto de la deuda existente. Sin embargo, el apalancamiento sigue siendo elevado y la calidad promedio, tal como la determinan las agencias de calificación crediticia, se ha deteriorado.

**ESTÁNDARES CREDITICIOS MÁS FLEXIBLES.** Otro desarrollo importante fue el debilitamiento de la estructura de las nuevas emisiones de bonos de alto rendimiento, lo cual generalmente ocurre hacia el final de los ciclos, a medida que los estándares crediticios se vuelven más flexibles luego de años de bajo

nivel de incumplimiento. Además, en su búsqueda de rendimiento, los compradores de bonos pasaron por alto el deterioro de la calidad de los cláusulas de los bonos. Las cláusulas son los términos de cumplimiento legal obligatorio que se especifican en los documentos que rigen a un bono, los cuales son acordados entre los emisores y los inversores. Estas establecen las condiciones dentro de las cuales los emisores se comprometen a operar y cumplir para proteger a los inversores de acciones que podrían debilitar materialmente el perfil crediticio del emisor.

Las cláusulas generalmente tratan acerca de actividades tales como participar en actividades amigables para el accionista a expensas de los tenedores de bonos, o la transferencia de activos a las afiliadas o subsidiarias respecto de las cuales los acreedores no tienen el derecho de presentar reclamos, también conocido como “derrame de efectivo”. También se aplican restricciones en grandes adquisiciones u otras inversiones riesgosas que alteran fundamentalmente el perfil de la empresa, así como también sobre el apalancamiento significativo del balance de la empresa como resultado de un mayor endeudamiento o un

deterioro de las ganancias. Además de los daños potenciales a la capacidad de la empresa para pagar sus deudas y reducir el valor de mercado de los bonos de los inversores, estas acciones también pueden diluir los reclamos de los tenedores de bonos en contra de los activos de una empresa y reducir el monto que los acreedores recuperen en caso de bancarrota.

**CUANTIFICACIÓN DE LA CALIDAD DE LAS CLÁUSULAS.** Para evaluar la eficacia de las cláusulas, el sistema de calificación de Calidad de cláusulas de los bonos de alto rendimiento de Moody’s brinda una medida útil de los términos de las nuevas emisiones de bonos de alto rendimiento (ver gráfico). El puntaje de calidad, medido en una escala absoluta de 1 (sólido) a 5 (débil) se fue deteriorando cada año desde 2011, y se ubicó en el rango que indica “el nivel más débil” de protecciones durante cuatro años consecutivos.

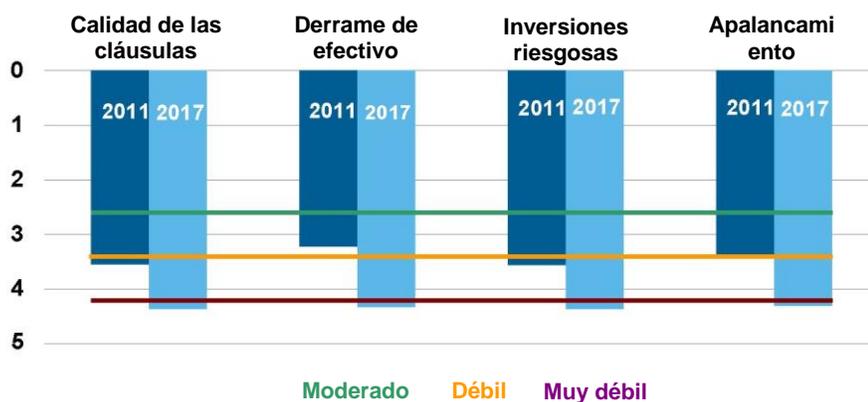
Además, el porcentaje de emisiones de bonos considerado como “de cláusulas ligeras”, que no cuentan con ninguna limitación en materia de restricción de pagos, inversiones o la contracción de deuda no asegurada, alcanzó el 34 % en 2017, según Moody’s; aproximadamente el 25 % de las emisiones de bonos de alto rendimiento de los últimos siete años se ubica en esta categoría, en comparación con el 14 % en 2011. A medida que los bonos más antiguos con protecciones de suscripción más sólidas se refinancian o llegan a su vencimiento, la calidad general de la estructura de cláusulas del mercado disminuirá.

**TASAS DE RECUPERO MÁS BAJAS.** Aun cuando los términos crediticios más flexibles tal vez no sean la causa última de los incumplimientos de los emisores, estos podrían generar tasas de recuperación más bajas para los acreedores cuando el nivel de incumplimiento aumenta inevitablemente al final del ciclo. El potencial de mayores pérdidas por incumplimiento finalmente se reflejará en la ampliación de los diferenciales de crédito a medida que los inversores anticipan un cambio en las condiciones económicas y crediticias. Es importante que los inversores tengan en cuenta si las valuaciones de mercado reflejan adecuadamente el riesgo actual y que posicionen sus carteras en consecuencia. ■

*Darren Bielawski y Daryl Helsing también contribuyeron con este artículo.*

## Las cláusulas se deterioraron en los últimos años

Puntajes de calidad de las cláusulas de los bonos de alto rendimiento de Moody's

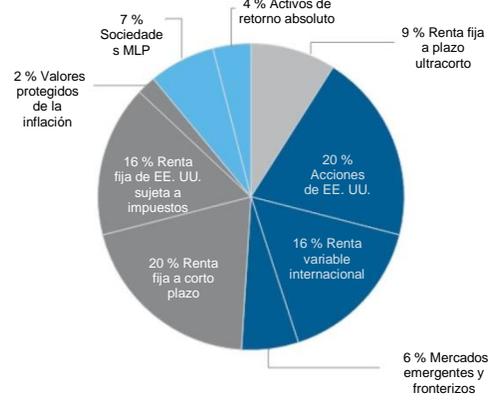
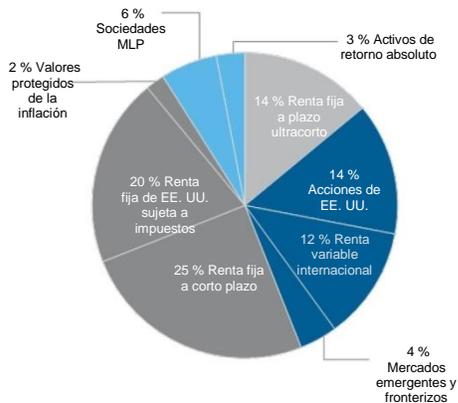


Fuente: Moody's, Morgan Stanley Wealth Management al 8 de marzo de 2018

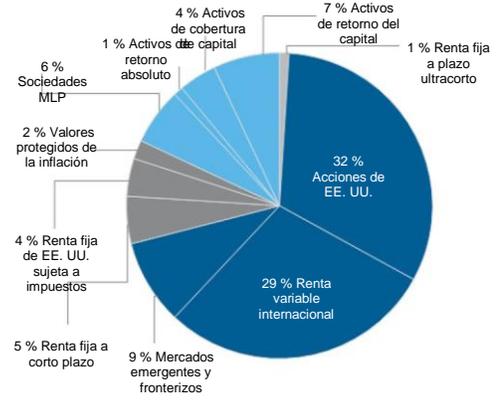
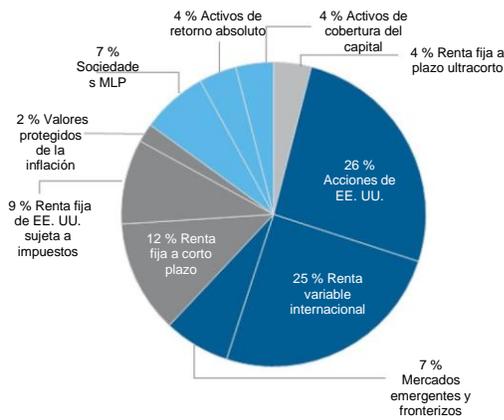
# Asignación táctica de activos del Comité de Inversiones Globales

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

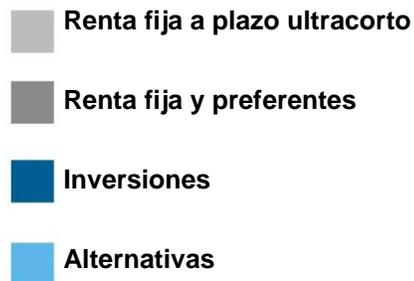
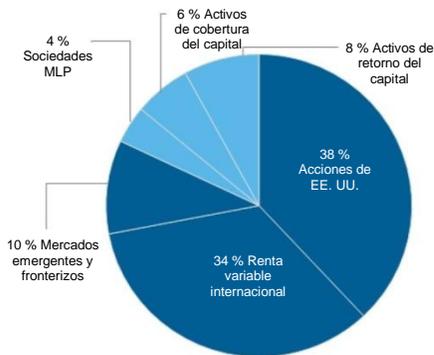
## Conservación del patrimonio Ingresos



## Crecimiento equilibrado Crecimiento del mercado



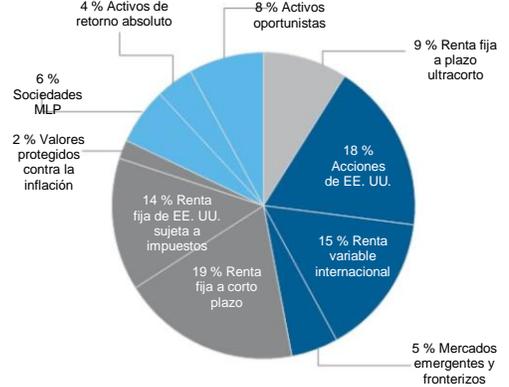
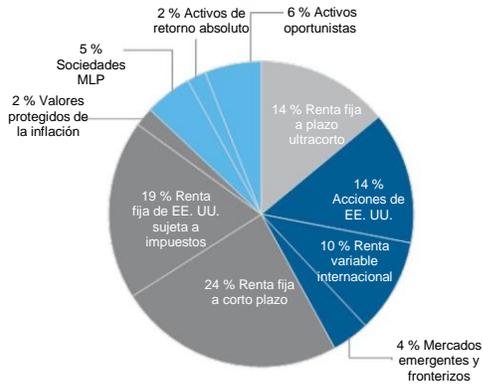
## Crecimiento oportunista Clave



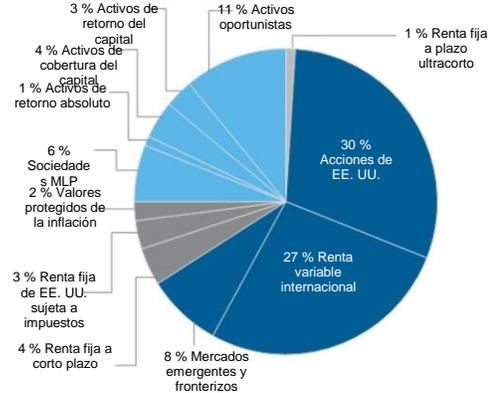
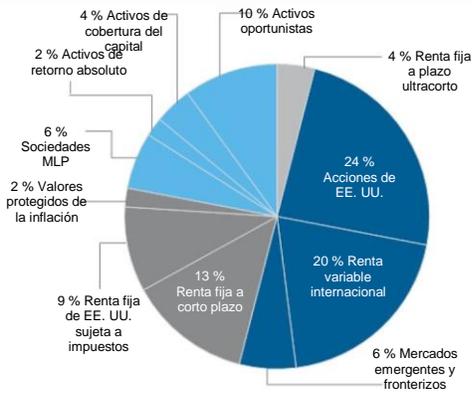
Fuente: Comité de Inversiones Globales de Morgan Stanley Wealth Management al 30 de abril de 2018

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

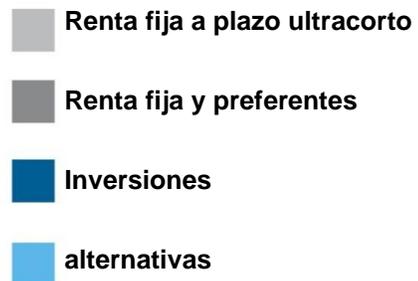
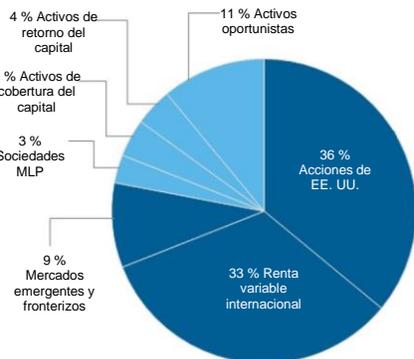
**Conservación del patrimonio** **Ingresos**



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



**Crecimiento oportunista** **Clave**



Fuente: Comité de Inversiones Globales de Morgan Stanley Wealth Management al 30 de abril 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 encuentra 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 2700 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 ha tenido el mejor desempeño 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 ME 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 la diversificación no justifican mantener muchas posiciones, puede que ninguna.
Valores protegidos de la inflación	Sobreponderación	Si bien los temores deflacionarios se volvieron extremos en 2015 y a comienzos de 2016, estos títulos todavía ofrecen un valor relativo en el contexto de nuestra pronosticada aceleración del crecimiento mundial y nuestra expectativa de que la tasa de cambio interanual de los precios del petróleo y el dólar estadounidense vuelvan a acercarse al 0 %. Ese punto de vista se desarrolló en 2016 y 2017 pero todavía no ha terminado.
Alto rendimiento	Subponderación	El alto rendimiento ha tenido un desempeño excepcionalmente bueno desde principios de 2016 con la estabilización del precio del petróleo y la retracción de los actores más débiles. Recientemente llevamos a cero las posiciones de alto rendimiento que todavía manteníamos, mientras nos preparamos para el deterioro 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 los precios del petróleo recuperándose y con un ambiente normativo más favorable, las MLP deberían proporcionar un rendimiento confiable y atractivo en relación al rendimiento alto. 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: Comité de Inversiones Globales de Morgan Stanley Wealth Management al 30 de abril de 2018

**\*Para obtener más información acerca de los riesgos de las Sociedades Master Limited Partnerships (MLP) y la Duración, consulte la sección Consideraciones de riesgos, que comienza en la página 15 de este informe.**

## Definiciones de índices

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

## Consideraciones 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, tal y como se analizaran en el memorando de oferta, y tomar una decisión que se base en sus circunstancias particulares. La inversión debería ser coherente con sus objetivos de inversión y tolerancia al riesgo.

Las inversiones alternativas con frecuencia son especulativas e incluyen un alto grado de riesgo. Los inversionistas podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Las inversiones alternativas solo son adecuadas para inversionistas a largo plazo que estén dispuestos a renunciar a la liquidez y poner el capital en riesgo por un 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 agente 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 u operaciones reales. Pueden existir grandes diferencias entre los resultados del desempeño hipotético y del desempeño real alcanzado mediante la asignación de un activo en particular.

A pesar de las limitaciones del 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

## ON THE MARKETS

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.

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, así como el riesgo de fluctuaciones en sus monedas. Estos riesgos se acrecientan en países con mercados emergentes, ya que estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables, y mercados y economías menos afianzados.

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

**Invertir en materias primas** conlleva riesgos significativos. Los precios de los productos básicos pueden verse afectados por una variedad de factores, en cualquier momento, incluyendo, pero no limitándose a, (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 el interés y tipos de cambio, (v) actividades de negociación en artículos básicos y contratos relacionados, (vi) peste, cambio tecnológico y condiciones climáticas, y (vii) volatilidad del precio de un producto básico. Además, los mercados de materias primas pueden sufrir distorsiones temporales u otras disrupciones debido a diversos factores, entre ellos, la falta de liquidez, la participación de especuladores y la intervención del gobierno.

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

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

---

ON THE MARKETS

---

determinada se reinviertan a una tasa de interés más baja.

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

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

**Los pagos de cupones de los valores del Tesoro con protección contra 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 en particular. El inversionista todavía tiene la responsabilidad de pagar impuestos sobre la renta aunque no haya recibido los pagos. El precio citado es por acción de 25 o 1000 USD, a menos que se le indique lo contrario. El rendimiento actual se calcula al multiplicar el cupón por el valor nominal, dividido por el precio de mercado.

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

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

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

El capital se devuelve en forma mensual por la duración de un **valor con respaldo hipotecario (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").

## ON THE MARKETS

**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 las pérdidas en mercados financieros en descenso.

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

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

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

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

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

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

**Las calificaciones crediticias** pueden cambiar.

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

## ON THE MARKETS

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 obsoleto desde entonces. No tenemos ninguna obligación de informarle cuando los datos del presente cambien. No hacemos ninguna manifestación o garantía con respecto a la exactitud o integridad de este material. Morgan Stanley Wealth Management no tiene ninguna obligación de proporcionar información actualizada sobre los valores/instrumentos mencionados en este material.

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

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

**Ni Morgan Stanley Smith Barney LLC ("Morgan Stanley"), sus afiliadas, ni los asesores financieros de Morgan Stanley proporcionan asesoramiento en materia fiscal ni legal. Cada cliente debe consultar siempre 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 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.

---

ON THE MARKETS

---

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.