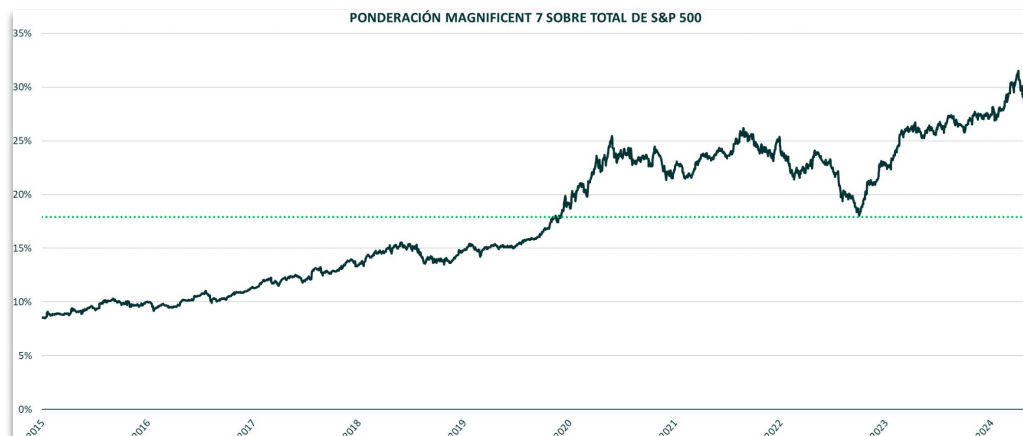


Mirando hacia afuera de EE.UU.

Mucho se ha hablado sobre la gran concentración de rendimientos del S&P500 en las “Siete Magníficas”, o la inclinación extrema que lleva teniendo el mercado global hacia los activos alocados en los Estados Unidos, de hecho, es un tema recurrente de debate en la comunidad inversora, pero... *¿Cuánto es demasiado?, ¿Es momento de pensar en diversificar las carteras para sacarle peso a la concentración del mercado y aprovechar contextos favorables a nivel global?*

Antes de dar respuesta a estas preguntas, es importante ver la magnitud de la situación actual. En la última década, la concentración del mercado de valores estadounidense, medida por la ponderación de las 10 principales acciones, se duplicó, pasando del 14% al 35.5% y tiene una relación precio beneficio a futuro de 30,9 veces, en comparación con 17,4 veces para el resto del índice. Esto refleja que un número reducido de acciones ha tenido un impacto muy importante en el rendimiento total del mercado. Por ejemplo, la apreciación de las 7 magnificas fue responsable de más de la mitad del aumento del 26.3% del S&P 500 en 2023. En lo que va de este año, han superado al mercado en conjunto, registrando un incremento aproximado del 30.74%, frente al 5% del resto de las compañías, gracias al papel destacado de la inteligencia artificial y al robusto crecimiento de sus ganancias.

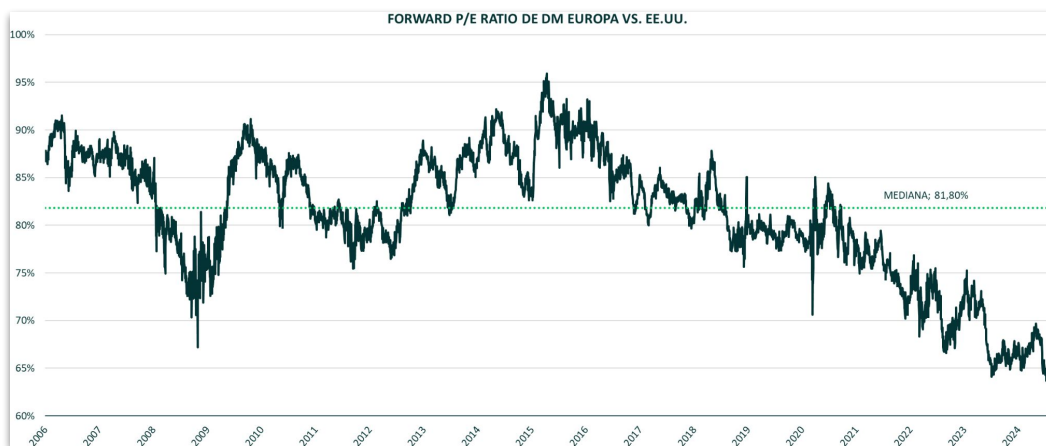
Ante este punto, es válido recortar una de las conclusiones que dejó la época de balances que está por terminar. El 95% de las empresas incluidas en el S&P500 presentó ganancias por encima de las expectativas y el 60% informó ingresos superiores a los esperados. Haciendo doble click en las tecnológicas, quedó muy claro el requerimiento del mercado de cuantificar las inversiones que se realizan en Inteligencia Artificial y cómo se demanda de forma casi obligatoria los resultados tangibles en esta área, *cualquier resultado por debajo de las expectativas castigó fuertemente las cotizaciones. Las expectativas elevadas y el posicionamiento concentrado crean un listón muy alto que los M7 deben superar, y más cuando los mercados tienden a sobrevalorar las implicaciones a corto plazo de las tecnologías transformadoras y subestimar las de largo plazo, lo que puede llevar a correcciones del mercado si la paciencia no es una virtud.*



A nivel mundial vemos un patrón similar, la concentración estadounidense en los índices bursátiles mundiales nunca ha sido tan extrema. El índice MSCI All Country World, que incluye acciones de mediana y gran capitalización en 23 economías desarrolladas y 24 economías emergentes y cubre alrededor del 85% del universo mundial de acciones invertibles, refleja la misma situación de concentración: **el 65% del índice está compuesto por empresas norteamericanas, manteniendo en su Top Holding 6 de las 7 magníficas (ex Tesla).**

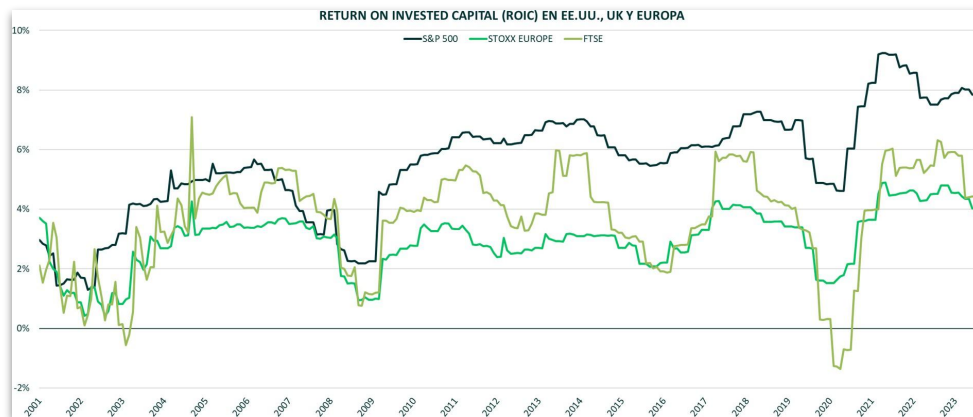


Las acciones estadounidenses tienen una relación precio-beneficio a futuro un 51% mayor que la del resto del mundo, en comparación con una prima mediana, durante los últimos 20 años, del 19%.



No obstante, queremos destacar que el sólido overperformance que ha tenido EE.UU. está bien fundado ya que ha liderado no sólo en capital invertido en los últimos años, sino también el retorno de esas inversiones (ROIC). De mantenerse esta tendencia, el país del norte puede seguir mostrando esa fortaleza relativa durante el largo plazo.



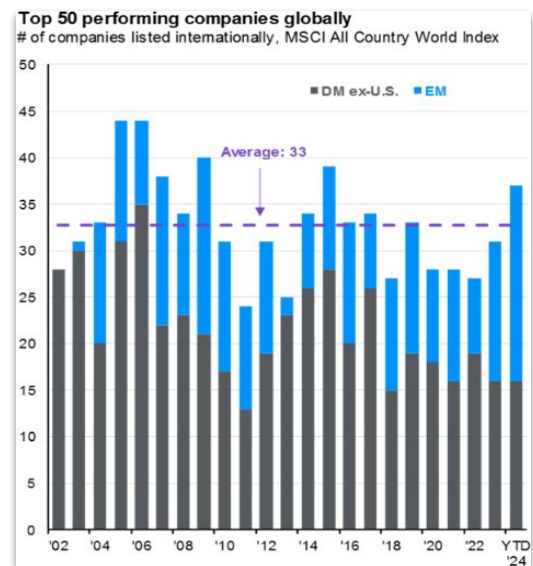


Reconocer que "los árboles no crecen hasta el cielo" nos invita a adoptar un enfoque de precaución. Si bien es tentador centrarse en los sólidos fundamentos de estas empresas y en el potencial de nuevas tecnologías como la inteligencia artificial que beneficia de manera desproporcionada a las grandes compañías, pensar que este impulso podría ser ilimitado en el tiempo podría llevar a un optimismo excesivo. Esto refuerza la importancia de considerar la diversificación como una estrategia prudente explorando áreas del mercado que han sido pasadas por alto pero que cuentan con buenos fundamentos, tanto dentro como fuera de la cadena de valor de la IA e incluso de EE.UU.

Mercados divergentes, carteras diversificadas

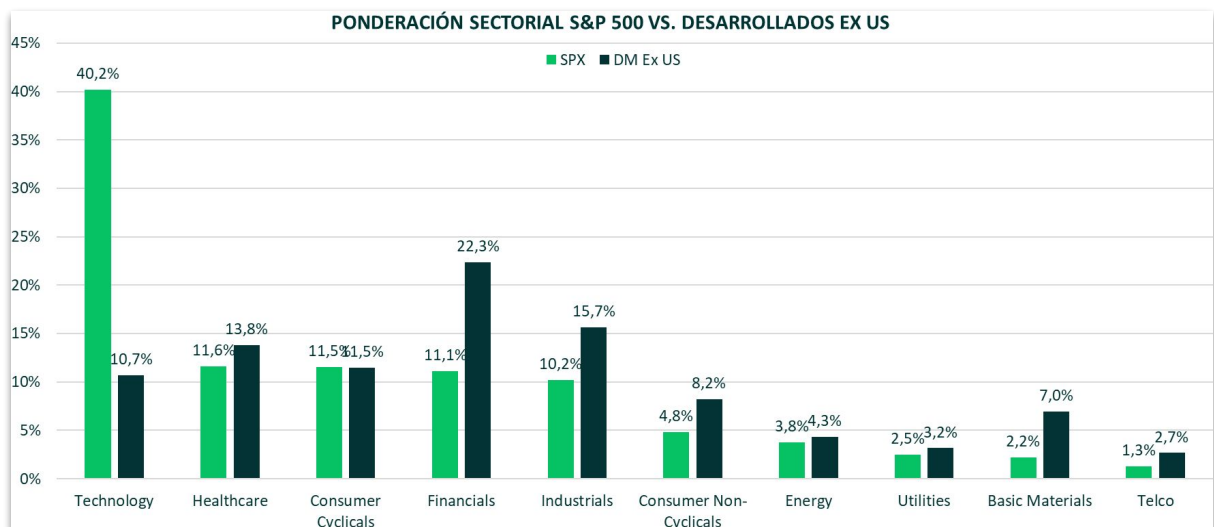
Estados Unidos probablemente mantendrá su posición dominante en los índices bursátiles mundiales mientras que la expectativa de un aterrizaje suave para su economía sigue ganando relevancia. Sin perjuicio de lo anterior, creemos importante ir por una diversificación que permita gestionar el gran riesgo de concentración del mercado actual y aprovechar los potenciales rendimientos a nivel global.

Las tendencias recientes muestran que la fase alcista ha seguido su curso, y el resto del mundo empieza a ponerse al día. Durante los últimos dos años, los mercados internacionales de acciones han mostrado un desempeño robusto, especialmente en Europa, Japón y los mercados emergentes. Los retornos han sido sólidos, impulsados por una combinación equilibrada de expansión de múltiplos, crecimiento de las ganancias y dividendos. **Más allá de la visión regional, el desempeño de las acciones individuales ha sido particularmente sólido, con el 74% de las 50 empresas con mejor desempeño cotizando en el extranjero.**



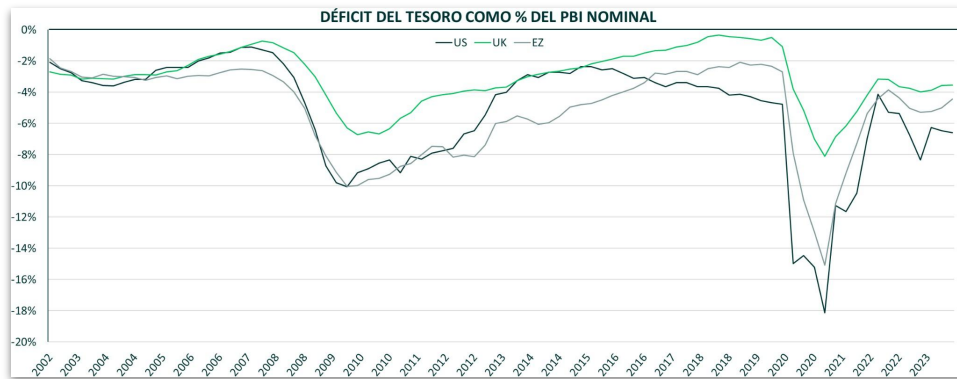
Es comprensible que los inversores estadounidenses hayan optado por mantenerse alejados de otros mercados, no solo debido al entusiasmo generado por algunas empresas locales ante sus fuertes crecimientos de ganancias con el boom de IA, sino también por los numerosos titulares negativos a nivel global. Entre ellos, destacan las noticias sobre “recesiones” (con Japón y el Reino Unido entrando en recesiones técnicas en la segunda mitad de 2023), las crecientes tensiones geopolíticas (con dos conflictos bélicos en Europa y Oriente Medio, y fricciones constantes con China), así como un calendario electoral internacional cargado de incertidumbre. A pesar de estos factores, creemos en la importancia de diversificar para aprovechar las oportunidades globales de retorno destacando como los *argumentos más relevantes*:

- Composición sectorial más diversificada:** Mientras que los mercados de valores estadounidenses están muy expuestos a la tecnología, los mercados internacionales tienen un mayor equilibrio de sectores y ofrecen una mayor diversificación. Las tecnológicas representan el 41% del S&P500, mientras que ningún sector del EFA (índice de países desarrollados ex US), representa más del 25%. La composición sectorial ha ido mejorando con el tiempo y ha aplicado una diversificación en sectores como el financiero, industrial, salud y consumo cíclico, donde se encuentran nombres de empresas con estados financieros sólidos y líderes en su sector.



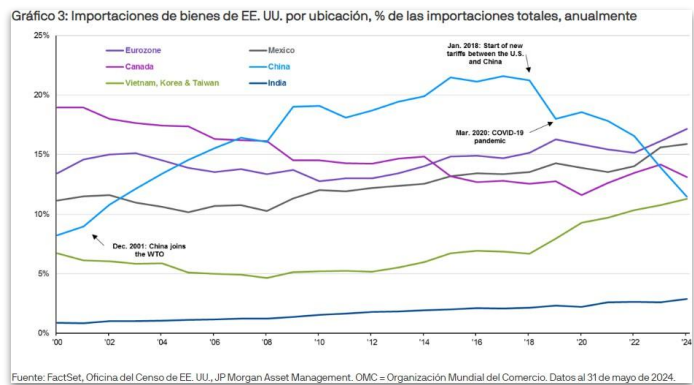
- Sentimiento económico y políticas corporativas beneficiosas:** El cambio en el sentimiento económico y la mejora en la actividad manufacturera deberían apoyar el crecimiento de las ganancias y el rendimiento futuro en Europa. En Japón, el impulso hacia la reforma de la gobernanza corporativa podría favorecer significativamente la expansión de los múltiplos, ofreciendo una oportunidad de recalificación. Esto se complementa con una inflación en niveles saludables, negativas pero relativamente mejores cuentas fiscales y una normalización controlada de las tasas de interés desde el lado de Europa.





- Europa lidera el camino con la flexibilización en Política monetaria:** En junio, el BCE redujo las tasas en 25 puntos básicos, y se esperan dos recortes adicionales para fin de año. La inflación en Europa ha disminuido notablemente en los últimos dos años, situándose ahora en el 2,6%, apenas 60 puntos básicos por debajo de la meta del banco central. Según las previsiones de los economistas, Europa mantendría una tasa de interés más baja que Reino Unido y Estados Unidos hasta 2026. En el primer trimestre de 2024, el PIB europeo creció un 0,3%, y nuevos recortes en las tasas podrían impulsar aún más la economía en los próximos dos años.

- Cambio en fuente de importaciones de bienes a EEUU:** Se anticipa una desaceleración en la actividad de consumo en Estados Unidos, lo que debería resaltar numerosas oportunidades atractivas en los mercados globales a medida que se reduzcan los diferenciales de crecimiento. En Europa, las sorpresas económicas han sido positivas, mientras que en

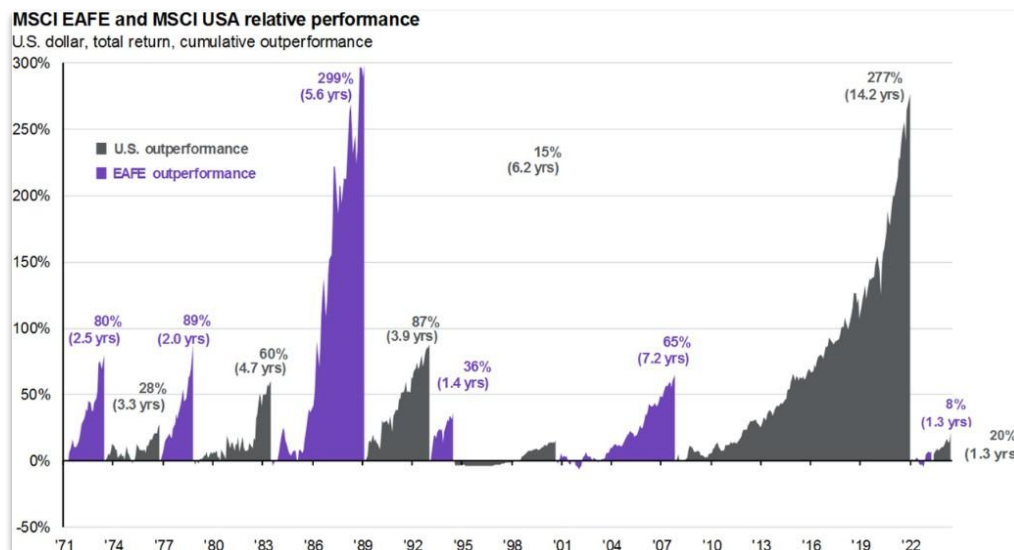


Asia, aunque la recuperación de China ha mostrado cierta inestabilidad, otras regiones deberían beneficiarse del impulso que sigue proporcionando la inteligencia artificial. Por otro lado, China, que anteriormente era la mayor fuente de importaciones de EE.UU., ha perdido relevancia, abriendo espacio para la zona Euro, México y Canadá.

- Ciclos de Rentabilidad en Renta Variable:** En los últimos 50 años, Estados Unidos y los mercados internacionales han tenido períodos alternos de rendimiento superior. Dicho de otra manera, el liderazgo del mercado se da en ciclos. Tras un prolongado periodo de dominio estadounidense, es prudente preguntarse si otros mercados podrían destacar en el



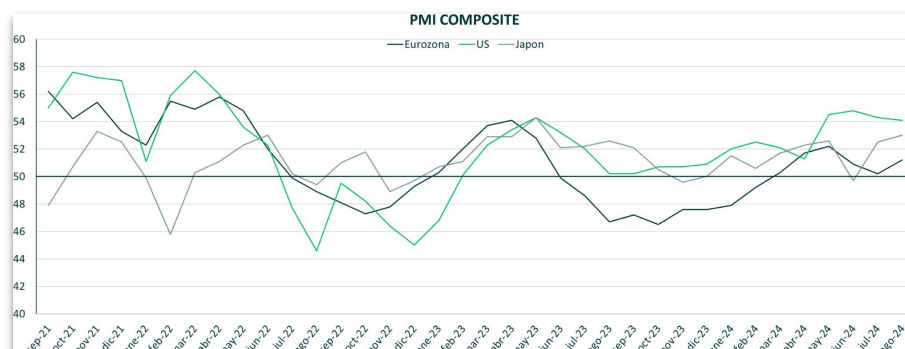
futuro cercano. De hecho, varios factores parecen estar dejando rastros para que los mercados internacionales tomen la delantera en la próxima década. Entre estos factores se incluyen valoraciones de acciones más atractivas, un dólar más débil y una combinación de tendencias de inversión tanto cíclicas como estructurales que podrían favorecer los retornos a largo plazo. Estos cambios de liderazgo de mercado suelen definirse cuando el rendimiento acumulado de uno alcanza un máximo que no vuelve a repetirse en los siguientes 12 meses.



Un nuevo capítulo para las empresas Europeas

Mantenemos una posición optimista en la renta variable europea aunque controlada en ponderaciones, ya que creemos que podemos ver una reversión en el humor del mercado para las empresas europeas. Las compañías han adoptado un enfoque más favorable hacia los accionistas, reflejado en el aumento de dividendos y la recompra de acciones. Además, la emisión neta de acciones en Europa ha sido negativa, lo cual representa otra ventaja para los inversores.

En materia económica, el consumo en la Eurozona está sano, reforzado por una inflación controlada y aumento de salarios, sumado a que se estima que para final de año es posible que hayamos visto más recortes en las tasas de interés por parte del BCE que de la Reserva Federal apoyado por el debilitamiento del USD.



En términos de ganancias a futuro, la zona del euro cotiza a 13,3 veces, frente a 21 veces las acciones estadounidenses. Más allá de los desafíos que pueda afrontar Europa hacia adelante, creemos que varios de esos ya pueden estar, al menos en gran parte, puestos en precios. Una región que

Call to action

Janus Henderson Euroland: El Fondo trata de llevar a cabo una estrategia de inversión gestionada de manera activa e invierte principalmente en valores de renta variable emitidos por sociedades de cualquier tamaño ubicadas en países que hayan adoptado el euro como su moneda nacional (es decir, países de la Unión Europea Monetaria), o que lleven a cabo una parte significativa de su actividad en dicho país. El fondo selecciona empresas líderes en su industria, con estados contables robustos y buenos Cash Flows. Quality Value (precios razonables, pero de calidad), long equity only y solo Zona Euro. **YTD: 10.48%** - **Top 3 Allocation: Francia 32% - Holanda 18% - Italia 13%**, **Top 5 Holdings: ASM International - RELX PLC - Total Energies SE - Prysmian Spa - Allianz SE**

JPM Europe Equity Plus: Su objetivo es generar un crecimiento de capital a largo plazo mediante la selección de empresas que operan en una amplia variedad de sectores y países dentro de Europa. El fondo busca identificar oportunidades tanto en empresas grandes como en medianas y pequeñas e identificar empresas con fuertes fundamentos, un potencial de crecimiento atractivo y que estén subvaloradas por el mercado, mientras evita o toma posiciones cortas en aquellas que considera sobrevaloradas o con perspectivas débiles. **YTD: 15.27%** **Top 3 Allocation: UK: 30%, Francia 17%, Suiza: 17%**. **Top 5 Holdings: JP Morgan Eur - Novo Nordisk - ASML Holding - Novartis AG - Shell PLC.**

Janus Henderson Pan European Fund: El Fondo busca obtener un rendimiento a partir de una combinación de crecimiento de capital e ingresos a largo plazo (cinco años o más). El Fondo invierte al menos dos tercios de sus activos en acciones (valores de renta variable) y valores vinculados a la renta variable de sociedades, de cualquier tamaño, en cualquier sector, de Europa (incluido el Reino Unido). Las sociedades tendrán su domicilio social o realizarán la mayor parte de sus actividades (directamente o a través de filiales) en esta región. Blend value/growth, long only, atractivos por múltiplos y con ideas sectoriales, Europe y UK. **YTD: 8.57%**. **Top 3 Allocation: Francia: 24%, UK 18%, Holanda: 15%**. **Top 5 Holdings: Novo Nordisk - ASML Holding - Shell PLC - AstraZeneca PLC - Scheiner Electric SE.**

Enfoque Value:

BlackRock Global Fund - European Value: El fondo invierte principalmente en acciones de empresas europeas que el equipo gestor considera infravaloradas en relación con su valor intrínseco. Este fondo adopta un enfoque de inversión basado en el "value investing" o inversión en valor, centrado en identificar compañías que cotizan a precios inferiores a su valor real debido a factores temporales o al sentimiento negativo del mercado, pero con gran potencial de revalorizarse. **YTD: 12.55%**. **Top 3 Allocation: UK: 32%, Francia 18%, Alemania: 12%**. **Top 5 Holdings: Novartis AG - Cie de Saint Gobain - BP PLC - Unicredit SpA - Unilever PLC**



Europe											
Blended											
ISIN (Retail)	Fund	Sesgo	Sharpe Ratio 3Y	Volatility 3Y	P/E Ratio	Max Drawdown	Nº Holdings	1Y %	Inv. Mínima	Beta	Alpha
LU1039938227	Janus Henderson Euroland	Eurozone Large-Cap Equity	0,35	15,46	13,7	-10,37	57	18,66	2.500	0,73	0,07
LU0336375786	JPM Europe Equity Plus	Europe Large-Cap Blend Equity	0,26	17,41	13,4	-8,08	370	28,31	35.000	0,83	0,10
LU1041547941	Janus Henderson Pan European	Europe Large-Cap Blend Equity	0,46	14,44	21,8	-8,92	67	13,08	2.500	0,71	0,09
Value											
LU0171281750	BCF European Value Fund Class A2 USD	Europe Large-Cap Value Equity	0,21	18,14	16,5	-9,04	79	21,82	5.000	0,92	0,05

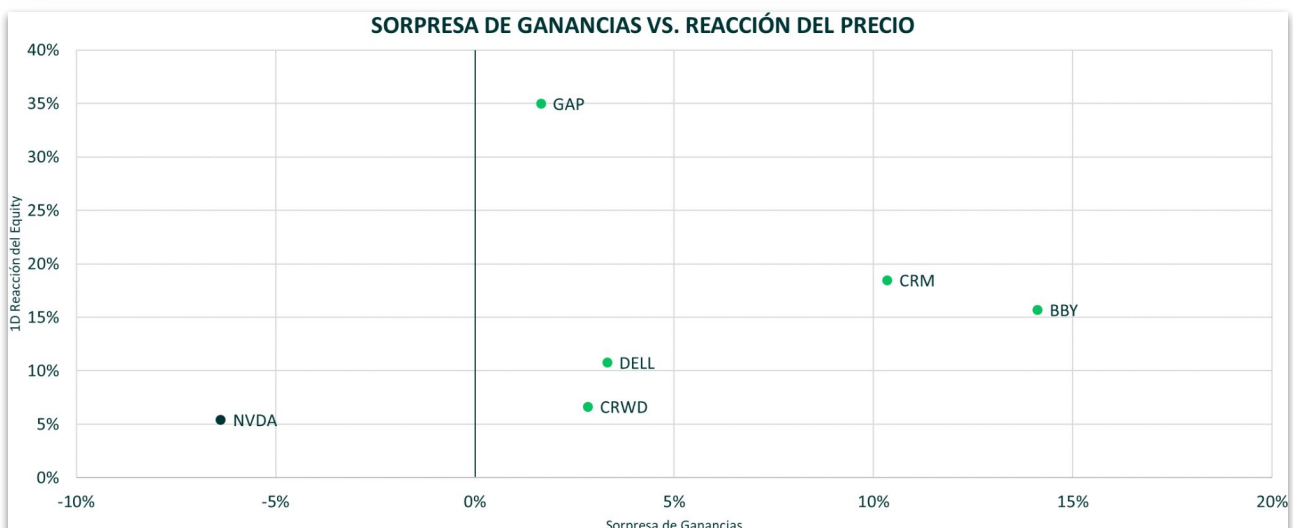


Resumen de resultados relevantes presentados esta semana

Empresa	Comentario	Variación después del Dato	% Sorpresa- EPS
NVIDIA (NVDA)	<p>El fabricante de chips reportó un beneficio neto de 16.599 millones de dólares, un aumento del 168% respecto al año anterior. Los ingresos alcanzaron los 30.040 millones de dólares, superando las expectativas de 28.860 millones y mostrando un crecimiento interanual del 122%. La mayor parte de estos ingresos provino de los centros de datos, con 26.272 millones, frente a los 2.880 millones de la división de videojuegos. La empresa elevó su previsión de ingresos para el trimestre actual a 32.500 millones de dólares, pero esta cifra quedó por debajo de las expectativas más optimistas de 34.000 millones, lo que llevó a una caída en el valor de sus acciones. El margen bruto, Nvidia informó un margen bruto ajustado: 75,7% superando levemente la estimación de 75,5%. Este dato es una medida común de rentabilidad en el negocio de chips y se esperaba superará las estimaciones en mayor medida.</p>	-6.38%	5.43%
Salesforce Inc (CRM)	<p>Salesforce reportó un aumento del 21% en sus ganancias ajustadas, alcanzando 2,56 dólares por acción, y un margen operativo del 33,7%, superior al 32% esperado. Los ingresos crecieron un 8%, llegando a 9,33 mil millones de dólares, aunque los analistas esperaban 2,35 dólares por acción y ventas de 9,2 mil millones. Las reservas de CRPO, una métrica clave, fueron de 26.500 millones de dólares, superando las expectativas de 26.300 millones. Para el trimestre que termina en octubre, Salesforce proyectó ingresos entre 9,31 y 9,36 mil millones, por debajo de las estimaciones de 9,42 mil millones. El fabricante de software dijo que la directora financiera, Amy Weaver, renunciará.</p>	-0.87%	8.80%
CrowdStrike Holding (CRWD)	<p>CrowdStrike reportó resultados trimestrales más sólidos de lo esperado, con ganancias ajustadas de 1,04 dólares por acción e ingresos de 963,9 millones de dólares, superando las estimaciones. Los ingresos crecieron un 32% interanual, y la compañía obtuvo un beneficio neto de 47 millones de dólares, frente a 8,47 millones en el mismo período del año anterior. Los ingresos recurrentes anuales fueron de 3,86 mil millones de dólares, ligeramente por encima de las expectativas. Sin embargo, la empresa redujo su proyección para todo el año debido a incentivos ofrecidos tras una interrupción del servicio el 19 de julio. Para el año fiscal 2025, CrowdStrike ha reducido su previsión a beneficios ajustados por acción de entre 3,61 y 3,65 dólares y unos ingresos de entre 3.890 y 3.900 millones de dólares, frente a las estimaciones anteriores de entre 3,93 y 4,03 dólares por acción y 3.980 a 4.010 millones de dólares en ingresos. La revisión excluye los costes de la interrupción del servicio.</p>	2.83%	6.67%



Dell Tech (DELL)	<p>Dell (\$DELL) superó las expectativas con resultados trimestrales sólidos, impulsados por un aumento del 80% en las ventas de servidores. Los ingresos alcanzaron 25.060 millones de dólares, superando la previsión de 24.530 millones, y las ganancias ajustadas por acción fueron de 1,89 dólares, por encima de los 1,71 dólares esperados. Los ingresos netos crecieron un 85% a 841 millones de dólares. La compañía también revisó al alza su previsión de ingresos anuales, situándose entre 95.500 y 98.500 millones de dólares, gracias a una fuerte demanda de servidores y una cartera de pedidos de 3.800 millones de dólares en servidores de IA aún por completar.</p>	3.31%	10.78%
Best Buy (BBY)	<p>Best Buy elevó su previsión de ganancias para el año fiscal tras superar las expectativas de ganancias e ingresos del último trimestre. Las ganancias por acción fueron de 1,34 dólares, frente a los 1,16 dólares esperados, y los ingresos alcanzaron 9.290 millones de dólares, superando la previsión de 9.240 millones. La compañía reportó un ingreso neto de 291 millones de dólares, o 1,34 dólares por acción, frente a 274 millones de dólares, o 1,25 dólares por acción, en el mismo período del año anterior. Aunque las ventas netas cayeron a 9.290 millones de dólares desde 9.580 millones el año pasado, las ventas comparables disminuyeron un 2,3%, mejorando respecto a la caída del 6,2% del año anterior.</p>	14.11%	15.72%
GAP (GAP)	<p>Gap reportó ganancias de 206 millones de dólares, o 54 centavos por acción, superando las expectativas de 40 centavos, y sus ingresos alcanzaron 3.720 millones de dólares, frente a los 3.630 millones previstos. Estos resultados casi duplicaron los ingresos netos del mismo período del año anterior. Las ventas crecieron un 5% interanual desde los 3.550 millones de dólares. Para el año completo, Gap ahora prevé que su margen bruto aumente en 2%, mejorando su pronóstico anterior de 1,5 puntos, y espera que el ingreso operativo crezca alrededor del 50%, superando su estimación previa de más del 40%.</p>	1.6%	35%



CALENDARIO ECONÓMICO – SEMANA DEL 02 AL 06 DE SEPTIEMBRE

Fecha	Evento
lunes 2 de septiembre	Feriado EE.UU. PMI Manufacturero Brasil / México / Zona Euro
martes 3 de septiembre	PBI 2T24 Brasil PMI Manufacturero ISM de EE.UU.
miércoles 4 de septiembre	PMI Servicios Brasil/ Zona Euro Pedidos de Bienes Duraderos EE.UU. Encuesta JOLTs de ofertas de empleo EE.UU. Reservas semanales de crudo del API Libro Beige de la FED
jueves 5 de septiembre	Ventas Minoristas Zona Euro Informe Challenger Recortes de Puestos de Trabajo EE.UU. Cambio del Empleo No Agrícola ADP Subsidios por Desempleo Costes Laborales Unitarios EE.UU. PMI Servicios ISM de EE.UU.
viernes 6 de septiembre	PBI 2T24 Zona Euro Nóminas de Empleo No Agrícola EE.UU.

REPORTES CORPORATIVOS – SEMANA DEL 02 AL 06 DE SEPTIEMBRE

Fecha	Evento
lunes 2 de septiembre	
martes 3 de septiembre	Zscaler (ZS) Gitlab (GTLB)
miércoles 4 de septiembre	Copart (CPRT) Hewlett Packard Ent. (HPE) Dollar Tree (DLTR) GameStop Corp (GME)
jueves 5 de septiembre	Broadcom (AVGO) Samsara (IOT) DocuSign (DOCU) Nio A ADR (NIO)
viernes 6 de septiembre	Kroger (KR)

Departamento de Research & Estrategia de Inviu

Nahuel Guevara

Portfolio Management Specialist

Nataly Páez

Portfolio Management Specialist

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.

