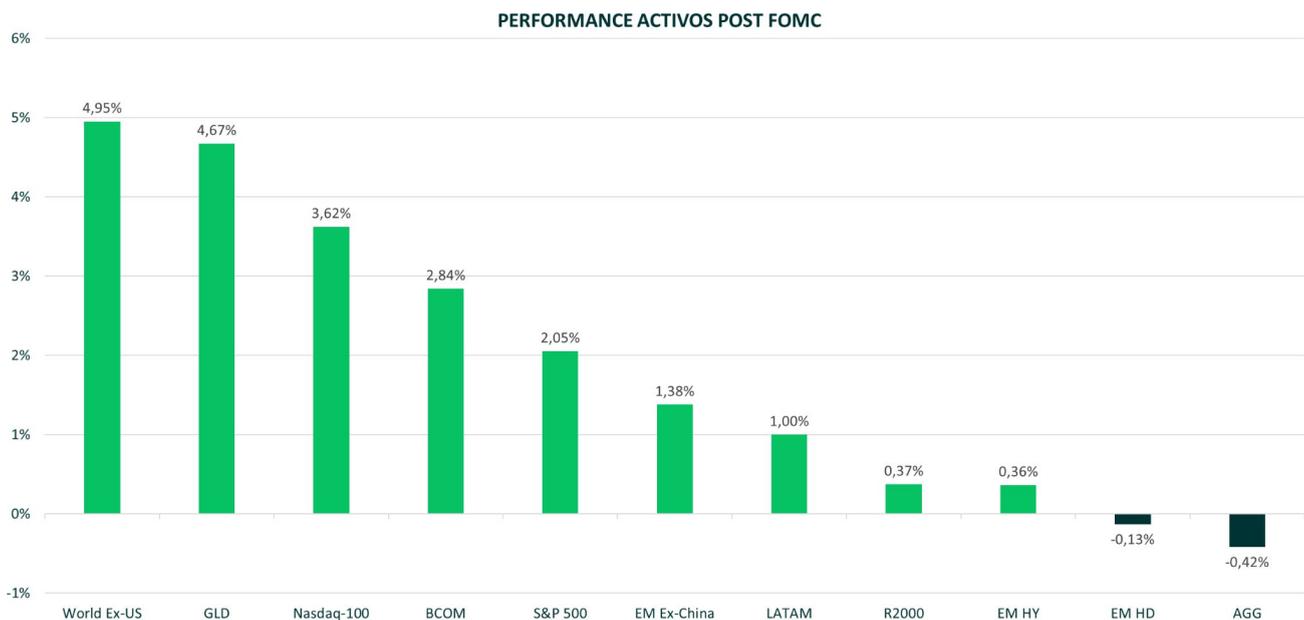


## Activos para relajación monetaria y soft landing

Finalmente la reunión de septiembre ha sido elegida por los policy-maker como la que dio paso al ciclo de flexibilización monetaria. Debemos reconocer que el pivot no fue algo inesperado, sin embargo, la particularidad de este FOMC fue la **dualidad en las expectativas**. Por primera vez desde que la Fed comenzó el hiking de tasas, el mercado se disputaba la posibilidad de un recorte de 25 o de 50bps, siendo este último escenario ligeramente más probable.

Así fue, la Reserva Federal estrenó el ciclo de relajación con un *'jumbo cut'* de 50bps seteando actualmente la tasa en el rango de 4,75-5% luego de más de un año de mantenerla sin cambios. La principal incógnita luego del suceso era poder evaluar cómo iba a recibir el mercado la decisión ya que una interpretación de que los policy-maker podrían estar viendo una caída de la actividad preocupante podría causar un efecto negativo sobre los activos de riesgo. No obstante, la reacción del mercado fue buena ya que **la Reserva Federal logró convencer que con el movimiento agresivo justamente buscaba demostrar que 'no se encontraba detrás de la curva' e intentar asegurar un soft landing hacia adelante.**

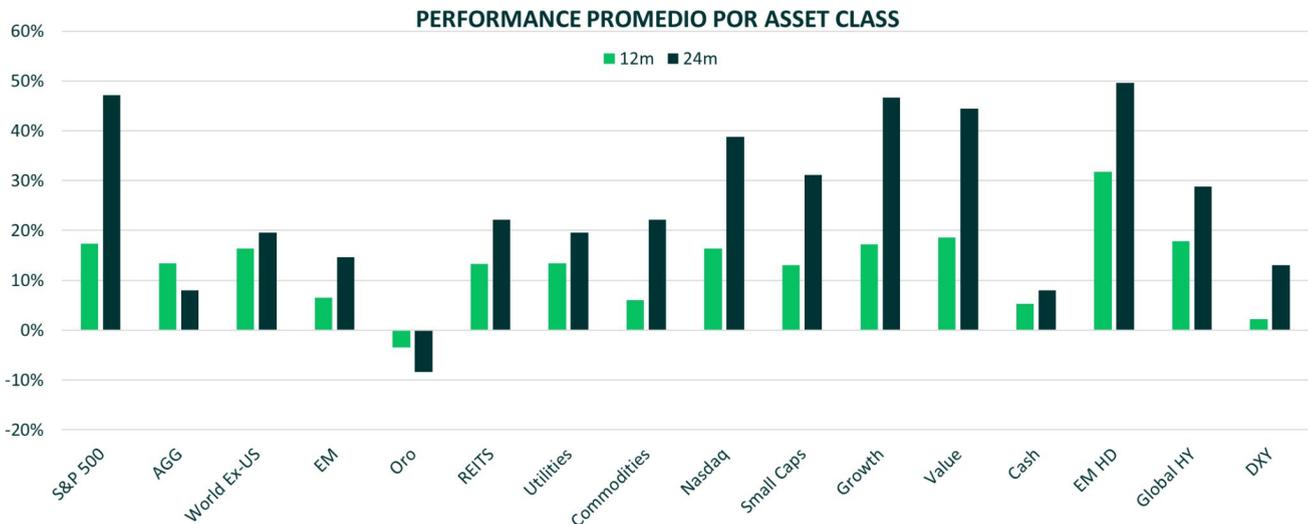


Ergo, y como ya hemos estudiado qué tiene la historia para contarnos en sucesos pasados de recesión económica o estanflación, hoy nos propusimos ver las experiencias desde los años '70 a la fecha en las que el **comienzo de un ciclo de relajación monetaria, culminó en un aterrizaje suave para la economía** y entender qué podría depararnos si la máxima autoridad monetaria logra su complejo cometido.

Para ello, **revisamos la performance promedio luego de 12 y 24 meses para distintas clases de activos a partir de los períodos que comienzan con el ciclo de recortes del 18/9/1984 (excepto para Utilities, EM, cash, deuda EM HD y deuda Global HY para los que no contábamos con datos**



para entonces) y el 6/7/1995, donde ambas experiencias culminaron sin golpear severamente la actividad.

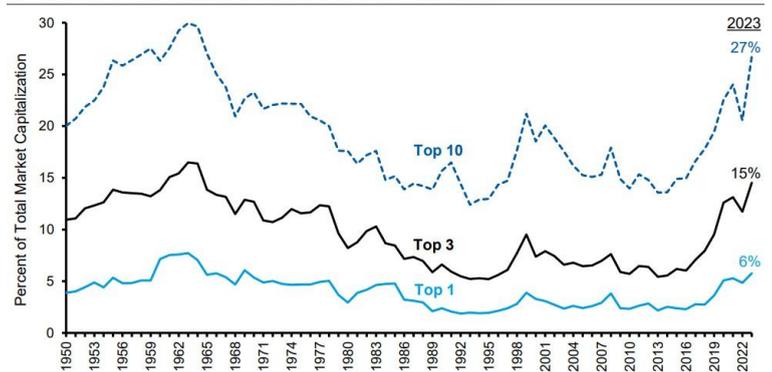


La tendencia es clara, en un escenario donde la reducción de tasas contribuye a una expansión posterior de la actividad económica, **las acciones son las grandes ganadoras aunque con una no despreciable contribución de la renta fija sobre todo en las de mayor beta como son el segmento high yield o de mercados emergentes en moneda dura.**

Sin perjuicio de lo anterior, a pesar de que creemos importante revisar experiencias anteriores para cuando la historia no se repita, pero sí rime, también hay algunas cuestiones importantes que queremos destacar de este ciclo actual y sus diferencias con lo que nos hemos encontrado en los períodos bajo comparación.

1) **Concentración de mercado:** un desarrollo que no es menor justamente se encuentra en el nivel actual de concentración sobre un puñado de empresas dentro del índice. Si bien creemos en la solidez futura que puede tener el equity hacia adelante en un contexto de baja de tasas y aceleración de la actividad en un mundo orientándose hacia el

Exhibit 1: Stock Market Concentration in the U.S., 1950-2023



Source: FactSet; Compustat; U.S. Securities and Exchange Commission, Annual Reports, see [www.sec.gov/reports](http://www.sec.gov/reports); Counterpoint Global.

desarrollo de la IA, sí entendemos que una desaceleración en el crecimiento (que no puede ser infinito en una incipiente etapa de desarrollo) para las principales empresas, jugaría a favor no sólo del resto de las empresas del índice, sino también en la búsqueda de un play valuatorio hacia afuera de los EE.UU.



2) **Crash petrolero:** La fuerte caída del petróleo en la última mitad de los 80' explicó en gran parte la moderada suba en los commodities para el promedio de los 12 meses posteriores. El conflicto redujo el potencial upside que suelen tener las materias primas en su conjunto en un contexto de debilitamiento del USD. De 1982 a 1985, la OPEP redujo la producción de petróleo varias veces para estabilizar los precios, pero estos intentos fracasaron porque muchos miembros producían por encima de sus cuotas. Arabia Saudita fue uno de los pocos países que implementaron recortes de producción, y pronto los países no pertenecientes a la OPEP superaron al grupo en niveles de producción de petróleo. En 1986, Arabia Saudita abandonó los intentos de estabilizar el mercado mediante la reducción de su producción. En un cambio radical, abrió el grifo y aumentó la producción de 2 a 5 millones de barriles diarios, lo que provocó que los precios del crudo cayeran a casi 10 dólares por barril en la primera mitad del año.

3) **Valuación value vs. growth:** Si bien podemos ver como las acciones growth y value han rendido relativamente similar, el contexto actual presenta una valuación relativa muy favorable para los segundos. Si consideramos los períodos bajo análisis, la valuación relativa se encontraba alrededor de sus promedios o por encima, mientras que actualmente se ubica tocando niveles por debajo de dos desviaciones estándar del promedio histórico desde 1978.

**Exhibit 26: Value vs. Growth valuations remain well below the historic average**

Relative forward P/E of Russell 1000 Value vs. Growth indices, 1978-July 2024



Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

4) **Valuación small vs. large:** Algo completamente similar ocurre con las acciones de baja capitalización. En un escenario por delante donde queden despejados los temores de recesión y las tasas caigan, alejando las complejidades que éstas provocan en un segmento donde la mayoría de su deuda es a tasa variable, a pesar de lo que nos dice la historia, el entorno actual es mucho más promisorio para las small-caps.

**US small caps vs large caps P/E relative**

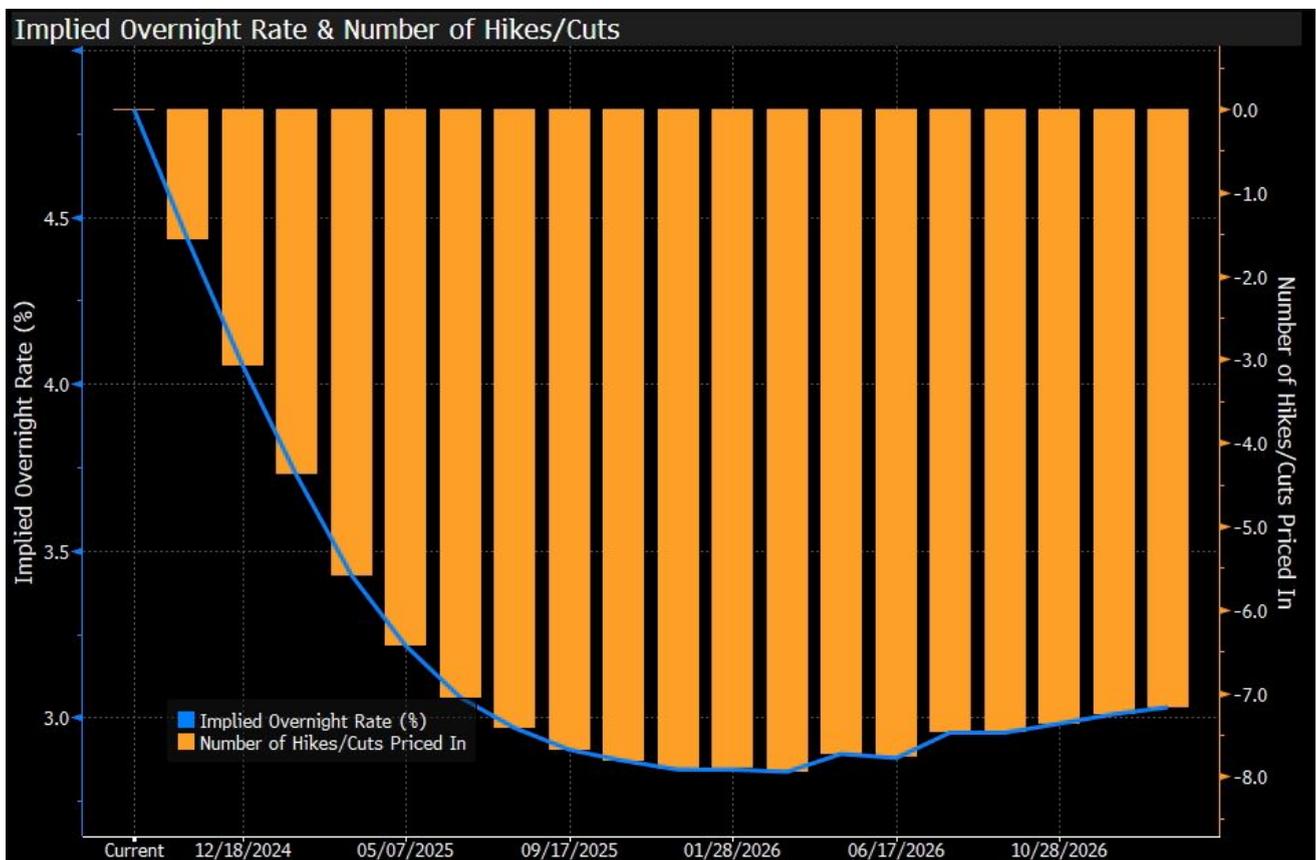


Source: Datastream



5) **Debilitamiento del USD:** Durante los '90 y a pesar de la reducción de tasas, ésta no ha llegado a ser tan profunda con una caída durante el periodo de 125bps. Dicha cuestión no logró reducir las presiones de deuda y algunas economías emergentes vieron desatarse una gran crisis (México, Rusia) que culminó fortaleciendo la moneda estadounidense. Hoy, por el contrario, el escenario de expectativas de menor inflación futuras, menor actividad, altos déficits e incertidumbre electoral son todos fundamentos que pueden llegar a fomentar mayor debilidad el próximo año en el dólar estadounidense.

Las condiciones económicas eran diferentes en 1995, con un desempleo más alto en relación con la actualidad y un consumidor menos resistente. Además, las expectativas de recortes de tasas son muy diferentes hoy: *se espera que haya recortes de alrededor de 200 puntos básicos en el próximo año, lo que probablemente brindaría un impulso mucho más poderoso a los activos de riesgo en los próximos meses, más parecida a la experiencia de los 80'.*

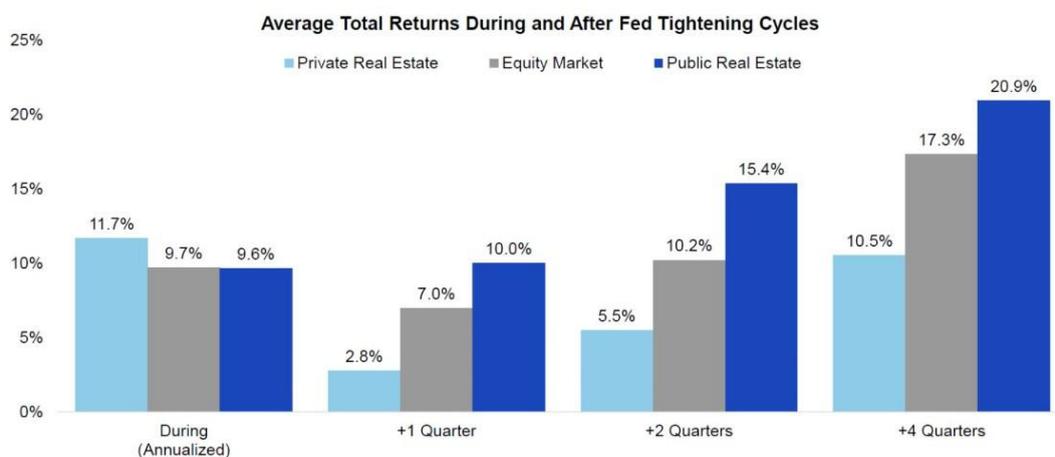


Dicho esto, debemos reconocer que cada política monetaria y entorno económico es diferente y, por lo tanto, cada entorno de mercado es diferente. **No debería sorprender si seguimos viendo mayor volatilidad de mercado hacia adelante sobre todo mientras más nos acercamos a la definición de la carrera por la presidencia en los EE.UU en noviembre, pero también en respuesta a datos económicos débiles, ya que las "malas noticias" ya no son "buenas noticias", sino simplemente "malas noticias".**



En un escenario donde el futuro es promisorio y el final de la película es el buscado por la Reserva Federal, es probable que los mercados descuenten una reaceleración económica a fines de 2024 o principios de 2025, lo que anticiparía un sólido desempeño de los activos de riesgo; más específicamente un overperformance relativo en los activos cíclicos y de pequeña capitalización, junto a mayor debilidad del dólar estadounidense, que podría brindar un viento de cola a las acciones internacionales, y menores tasas futuras que permitan seguir destapando el rendimiento aplacado de los últimos años para los REITs.

## Nareit: REITs Outperform At End of Rate Raising Cycles



## Resumen de resultados relevantes presentados esta semana

Empresa	Comentario	Variación % Después Sorpresa - del Dato EPS	
<b>Micron (MU)</b>	<p>Micron Technology (\$MU) reportó sólidos resultados en su cuarto trimestre fiscal, impulsados por la fuerte demanda en el sector de inteligencia artificial. Los ingresos alcanzaron los \$7.750 millones, un 93% más que el año anterior, superando las previsiones del mercado. Las ganancias ajustadas fueron de \$1,18 por acción, también superiores a lo esperado. La empresa generó un flujo de caja operativo de \$3.410 millones, destacando una fuerte mejora frente a periodos anteriores. Para el próximo trimestre, anticipa ingresos de entre \$8.500 y \$8.900 millones y ganancias ajustadas de \$1,66 a \$1,82 por acción. El repunte en su negocio de chips de memoria ha sido impulsado por la creciente inversión en inteligencia artificial, con Micron suministrando chips a Nvidia.</p>	<b>14.73%</b>	<b>5.73%</b>
<b>Costco (COST)</b>	<p>La empresa reportó ganancias de \$5,29 por acción, superando las estimaciones de \$5,08, mientras que los ingresos crecieron un 1% hasta \$79,69 mil millones, por debajo de los \$79,91 mil millones esperados. Las cuotas de afiliación subieron a \$1.510 millones, también por debajo de los \$1.550 millones proyectados. Las ventas comparables globales crecieron un 5,4%, ligeramente por debajo del 5,7% previsto, aunque las ventas totales, excluyendo combustible, aumentaron un 6,9%. En EE. UU., las ventas en tiendas comparables subieron un 6,3% y las internacionales un 9,3%. El comercio electrónico creció un 19,5%. Además, la compañía implementó un ajuste en las cuotas de membresía, afectando a unos 52 millones de miembros, esta modificación empezó a implementarse a partir del 1/9, por lo que los resultados serán visibles en el próximo trimestre.</p>	<b>-1.88%</b>	<b>4.40%</b>
<b>Accenture (ACN)</b>	<p>Accenture reportó ventas de \$16,41 mil millones en el cuarto trimestre fiscal 2024, un aumento del 3% interanual y superando ligeramente las estimaciones de \$16,39 mil millones. El EPS ajustado fue de \$2,79, por encima de los \$2,77 esperados. Las reservas totalizaron \$20,1 mil millones, con \$8,6 mil millones en consultoría y \$11,6 mil millones en servicios gestionados. Generó \$3,39 mil millones en flujo de caja operativo y \$3,18 mil millones en flujo de caja libre. La empresa aumentó su dividendo un 15% a \$1,48 por acción y aprobó \$4.000 millones adicionales para recompra de acciones. Para el próximo trimestre, espera ingresos entre \$16,85 y \$17,45 mil millones.</p>	<b>5.57%</b>	<b>0.07%</b>



## CALENDARIO ECONÓMICO – SEMANA DEL AL 30/09 AL 04/10

Fecha	Evento
lunes 30 de septiembre	PBI Trimestral Gran Bretaña
	Declaraciones de Powell Presidente de la FED
	IPC Alemania
	IPC Zona Euro
martes 01 de octubre	PMI Manufacturero EEUU
	Encuesta JOLTS ofertas de Empleo EEUU
	Reunión de la OPEP
miércoles 02 de octubre	Cambio de empleo no agrícola ADP EEUU
	Inventarios de crudo de la AIE
	PMI Sector servicios Japón
	PMI de servicios España
jueves 03 de octubre	PMI Compuesto de S&P global Zona Euro
	Nuevas y Renovaciones peticiones subsidio por desempleo EEUU
	Hoja de Balances de la FED. EEUU
	PMI Compuesto de S&P global EEUU
viernes 04 de octubre	Nominas no Agrícolas EE.UU
	Tasa de desempleo EEUU

## REPORTES CORPORATIVOS – SEMANA DEL AL 30/09 AL 04/10

Fecha	Empresa
lunes 30 de septiembre	Carnival Corp (CCL)
martes 01 de octubre	Nike (NKE)



## 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.

