

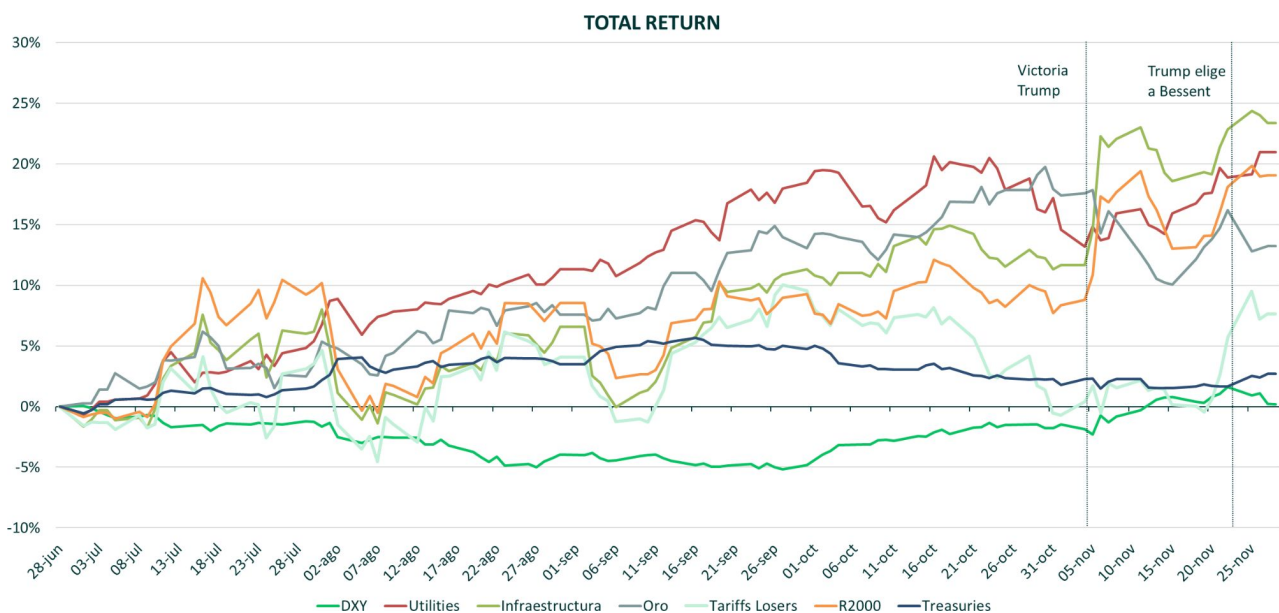
## ¿Optimismo sostenible?

Scott Bessent ha sido el elegido de Donald Trump para dirigir el Departamento del Tesoro. Como gerente de fondos de cobertura, primero en la firma de George Soros y luego en la suya propia (Key Square Capital), Bessent se especializó en macro-investment habiendo logrado generar miles de millones de dólares en ganancias apostando a favor y en contra de divisas, tasas de interés, acciones y otras clases de activos en todo el mundo.

En su primera entrevista después de su selección, Bessent destacó que su prioridad política será cumplir con las diversas promesas de recortes impositivos de Trump. Entre ellas, hacer permanentes los recortes de su primer mandato y eliminar los impuestos sobre las propinas, los beneficios de la seguridad social y el pago de horas extras.

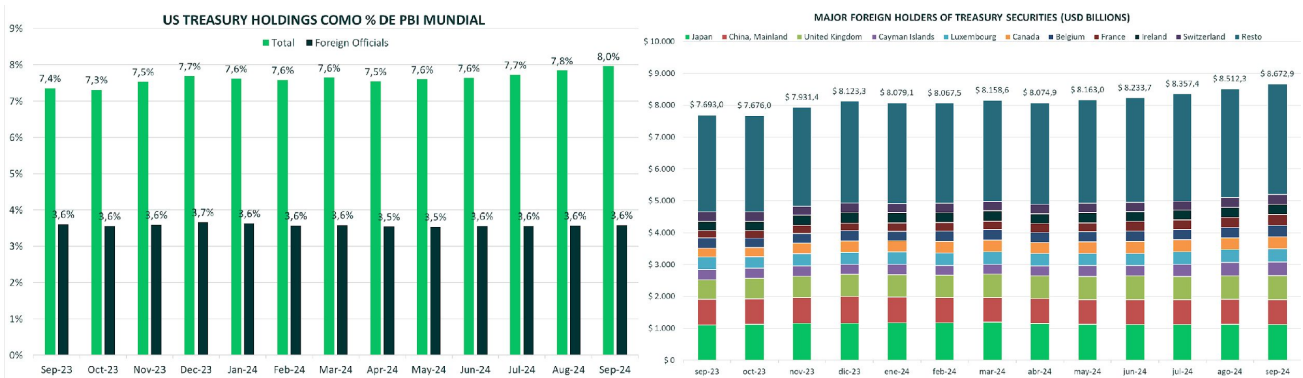
*La promulgación de aranceles y la reducción del gasto también serán un foco, dijo, al igual que "mantener el estatus del dólar como moneda de reserva mundial".* Bessent se convirtió en uno de los asesores más cercanos de Trump al agregar profundidad a sus propuestas económicas y defender sus planes de políticas comerciales más activistas.

La decisión del nuevo presidente de EE.UU. se produjo después de que Elon Musk criticara a Bessent como una "opción que no cambia nada" mientras presionaba por el director ejecutivo de Cantor Fitzgerald, Howard Lutnick, en su lugar (más tarde, Trump nominó a Lutnick para dirigir el Departamento de Comercio). Wall Street ha festejado sin dudas la designación.



Nosotros creemos que, más allá del nombre, **es un paso importante el estar reconociendo que hay un problema fiscal y debe ser cuidadosamente tratado**, a diferencia de momentos previos a las elecciones cuando ninguno de los dos esbozaba planes para el saneamiento de las cuentas públicas.

Bessent, si es confirmado como secretario del Tesoro, será el encargado de supervisar la venta de billones de dólares en bonos del gobierno estadounidense. Si bien todos los meses son un foco de seguimientos de **hasta qué punto los inversores podrían soportar nuevas emisiones de deuda, las últimas licitaciones han sido exitosas evidenciando que el apetito aún se encuentra activo**. No obstante, y a pesar de que los principales holders (China y Japón) han estado reduciendo o desacelerando sus posiciones mientras el resto de países han estado sumando, como porcentaje del PBI esto se ha mantenido en el caso de organismos públicos pero incrementado para los tenedores privados.



Lleva mucho tiempo preocupado por la pesada deuda de Estados Unidos y cree que la principal forma de reducirla es impulsando el crecimiento, lo que aumenta los ingresos fiscales. **Su principal apuesta estará basado en un plan llamado 3-3-3, inspirado en el ex primer ministro japonés Shinzo Abe, que revitalizó la economía japonesa en la década de 2010 con su política económica.**

Las "tres flechas" de Bessent incluyen:

- I. Reducir el déficit presupuestario al 3% del producto interno bruto para 2028;
- II. Estimular el crecimiento del PBI al 3% mediante la desregulación;
- III. Producir 3 MM de barriles adicionales de petróleo o su equivalente al día.

Para controlar el gasto público, Bessent ha abogado por la prórroga de la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos de 2017, pero con lo que se denominan incentivos para reducir su costo. Eso implicaría reducir el gasto o aumentar los ingresos en otros sectores para compensar el impacto. También propuso congelar el gasto discrecional no relacionado con la defensa y revisar los subsidios para vehículos eléctricos y otras partes de la Ley de Reducción de la Inflación.



A principios de este año, Bessent pensó en los aranceles como una herramienta de negociación, y dijo a los inversores en una carta que "el arma arancelaria siempre estará cargada y sobre la mesa, pero rara vez se disparará". Desde entonces ha defendido su uso con más fuerza, **especialmente como fuente de ingresos fiscales**. En un discurso pronunciado el mes pasado titulado "*Hacer que el sistema económico internacional vuelva a ser grandioso*", Bessent abogó por aumentar los aranceles por motivos de seguridad nacional y por inducir a otros países a reducir las barreras comerciales con Estados Unidos. Criticó la política comercial con China por enriquecer a Wall Street, debilitar el poder industrial interno y no conducir a reformas económicas chinas.

A su vez, pidió que los aranceles se asemejaran al programa de sanciones del Departamento del Tesoro como una herramienta para promover los intereses estadounidenses en el exterior. **Se mostró abierto a eliminar los aranceles de los países que emprendan reformas estructurales y expresó su apoyo a un bloque de comercio justo para los aliados con intereses de seguridad comunes y enfoques recíprocos en materia de aranceles.**

"El presidente Trump tiene razón en que el libre comercio real es deseable", dijo Bessent en comentarios preparados en ese momento. "Puede parecer contradictorio desde una perspectiva de libre mercado, pero también tiene razón en que para crear realmente un sistema comercial más libre y más amplio a largo plazo, necesitamos un enfoque más activista a nivel internacional".

Sin perjuicio de lo anterior, uno de los desafíos más grandes insistentes que seguirá siendo **el manejo seguro de los déficits federales que se pronostica que crecerán en casi 8 billones de dólares en una década debido a los planes de Trump de extender los recortes de impuestos que expiran el próximo año y agregar nuevas y generosas exenciones, incluido el fin de los impuestos sobre los ingresos del Seguro Social. Sin ingresos compensatorios, esta nueva deuda se sumaría a una trayectoria fiscal poco sostenible que ya se prevé que aumentará la deuda estadounidense en 22 billones de dólares hasta 2033. Gestionar aumentos de deuda de esta magnitud sin indigestión del mercado será un desafío, aunque la apuesta se encuentra en una fuerte confianza sobre el impulso de un crecimiento económico más fuerte que aumentará los ingresos y apuntalará la confianza del mercado.**

**Sobre esto ponemos nuestros puntos de preocupación sobre el plan:**

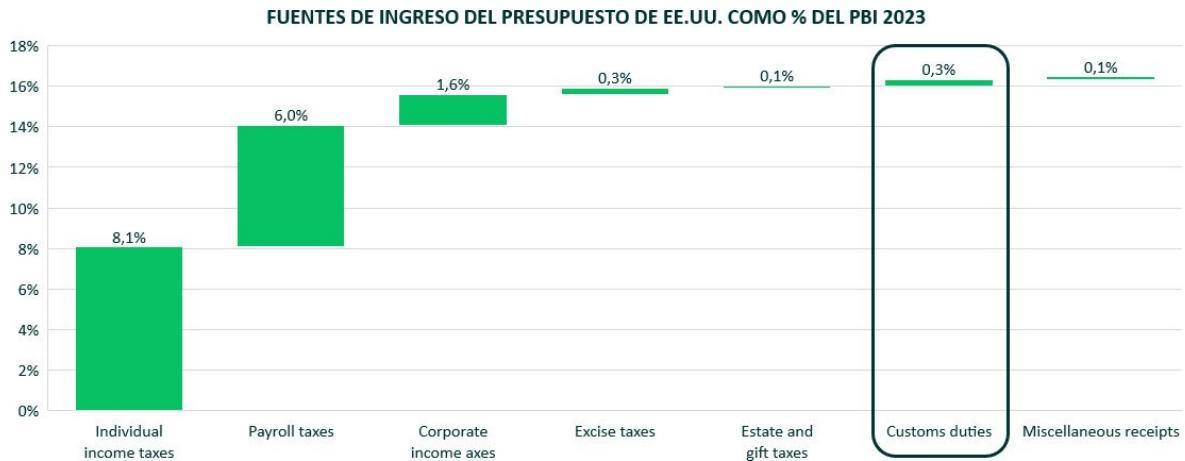
### **1. Porcentaje de tarifas sobre el revenue**

Si uno de los grandes puntos será la reducción del déficit a partir del crecimiento económico, esto debería ser no sólo a través de la desregulación, sino de la baja de impuestos. Esto último iría en detrimento del objetivo fiscal, por lo que las tarifas (siempre y cuando logren no desacelerar el crecimiento) deberían hacer un trabajo fino de aumento de la recaudación. *Sin embargo, las tarifas*

---



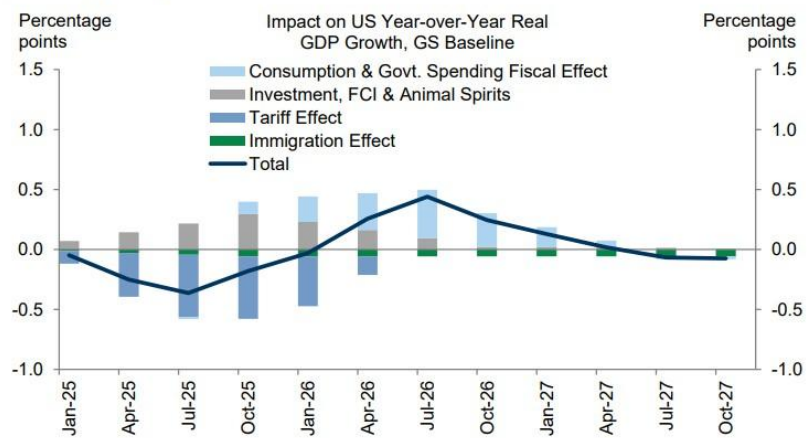
como porcentaje del PBI no es especialmente alta como para considerar que mayores tarifas puedan hacer el mayor esfuerzo de la parte de ingresos.



## 2. Incierto impacto final de la desregulación sobre una base de fuerte déficit

Si bien hemos especificado aquellos sectores donde mayor desregulación tendrían un efecto positivo más marcado, las definiciones sobre cuál sería la profundidad de esos cambios y, sobre todo, el impacto final sobre la economía en su conjunto son menos claros. Es posible que una renovada sensación de 'animal spirits' impulsen en buena parte mayor crecimiento privado, pero las expectativas de una

**Exhibit 2: We Expect a Small Hit to Growth in 2025 and a Moderate Boost to Growth in 2026 Under Our Baseline Policy Assumptions**



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

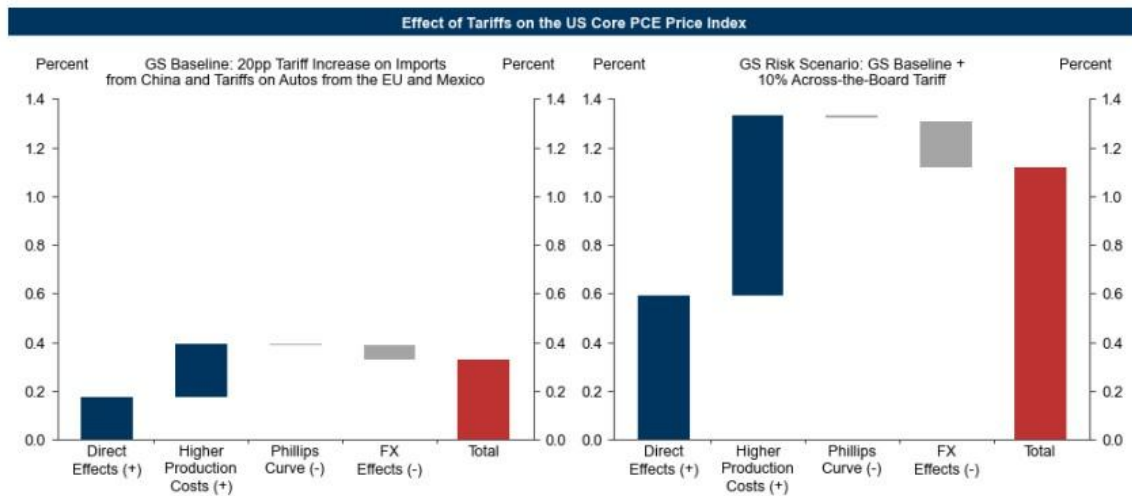
profundización de la guerra comercial pueda poner paños fríos sobre las inversiones. De allí, el equipo de Goldman Sachs estima un impacto negativo para el crecimiento de las tarifas en 2025, para luego estimar un moderado aporte positivo de las reformas fiscales en 2026.

## 3. Inflacionario

El progreso de la desinflación se ha desacelerado mientras que la aplicación de tarifas puede tener, de acuerdo también al equipo de Goldman Sachs, un impacto de entre 0,3 y 1,1 puntos porcentuales dependiendo de la agresividad de los conflictos comerciales.



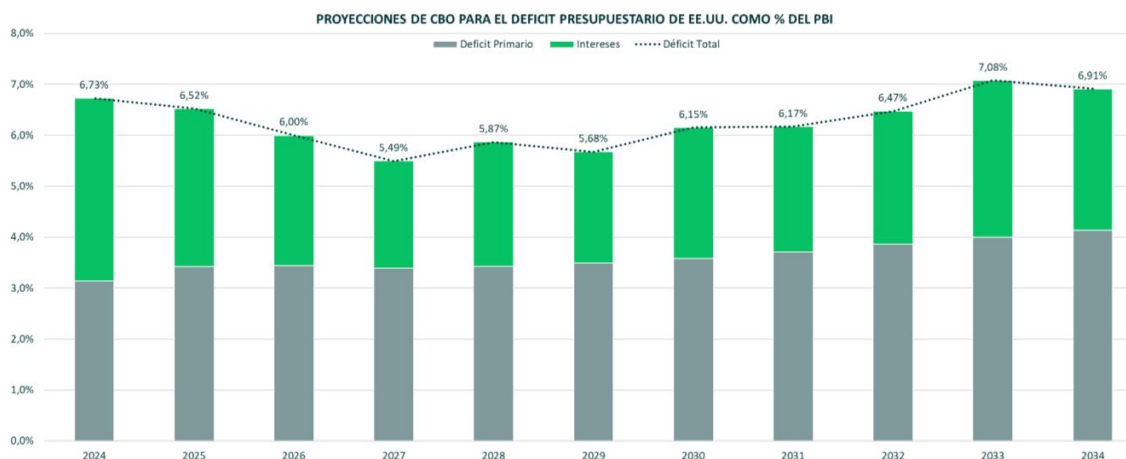
**Exhibit 7: We Expect a Modest 0.3-0.4pp Boost to US Core PCE Inflation Under Our Baseline Tariff Assumptions, With a Larger Impact Under a Broader 10% Across-the-Board Tariff**



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

#### 4. Inmischung en la política monetaria

El secretario del Tesoro es también el punto de contacto más cercano de la administración con la Reserva Federal. Bessent ha lanzado la idea de crear un presidente de la Reserva Federal "en la sombra". Esto implicaría nombrar lo antes posible a un posible sucesor de Powell en la Junta de la FED, quien luego emitirá su propia orientación política de modo que, como Bessent le dijo a Barron's el mes pasado, "a nadie le importará realmente lo que Jerome Powell tenga que decir" considerando además que el mandato de Powell como presidente de la Fed expira en mayo de 2026.

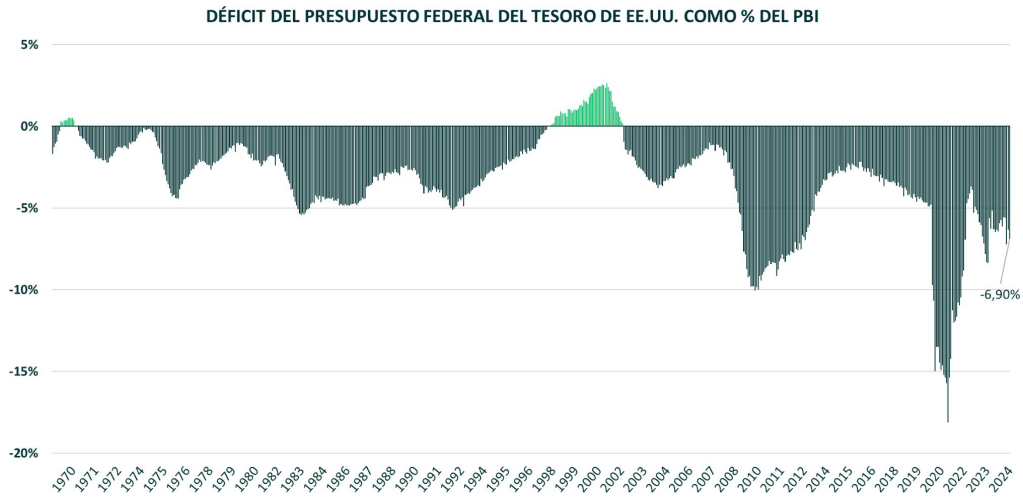


La necesidad de que las tasas emprendan un sendero bajista para lograr reducir el gasto de intereses es prácticamente imperativa, pero las políticas mencionadas arriba pueden actuar en detrimento de esos objetivos. Ergo, la posibilidad de una gran injerencia y pérdida de independencia de la máxima autoridad monetaria puede ser una complicación adicional.

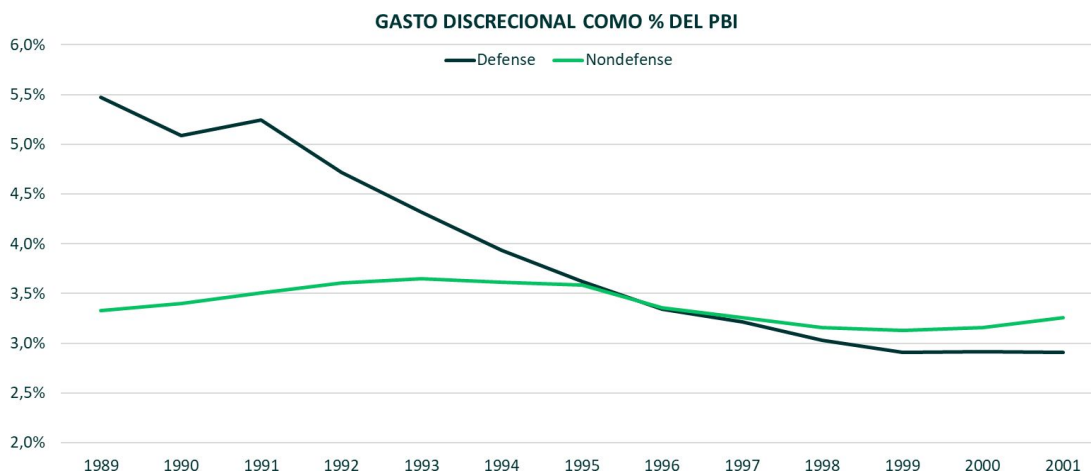


## 5. Reducción del déficit en un mundo de cruda geopolítica

Aunque no podamos encontrar en la historia un suceso donde tengamos los niveles de déficit actuales sin una economía en recesión, sí podemos ubicar la presidencia de Clinton como un punto a buscar en donde partimos de un gran desbalance presupuestario hasta llevarlo a históricos períodos de superávit.



Las razones varían desde un amplio crecimiento económico y de las acciones tecnológicas que impulsó un gran aumento en los ingresos del Tesoro o incluso por razones demográficas que explicaron una mayor participación laboral. Sin embargo, si analizamos el gasto discrecional en el período, vamos a poder notar que hay un gran responsable: el fin de la Guerra Fría, el período conocido como “Peace Dividend”. Esto dio espacio a una gran reducción del gasto en defensa desde 5,5/5% del PBI, hasta menos del 3% para finales del siglo pasado. Hoy por hoy resulta difícil pensar en una geopolítica que le dé espacio al Tesoro de EE.UU. para recortar con similar profundidad el presupuesto destinado a defensa.



## Call to Action

Como habrán podido notar, las precisiones no son tantas, y por el contrario, la incertidumbre en conjunto con la importancia de cada paso a tomar en adelante por parte del Tesoro convierten el entorno presente como uno difícil de predecir. La situación actual para llevar adelante las reformas no es tan benigna como en 2016:

- i. Los niveles de deuda y déficit del gobierno de EE. UU. son más altos
- ii. Las condiciones del mercado financiero son más flexibles, los PER son más altos; la inflación es alta en el segundo semestre, no en el primer semestre
- iii. La escasez de oferta en los mercados de trabajo y alquiler es mayor
- iv. Es probable que el petróleo de esquisto estadounidense barato esté menos disponible que hace 8 años debido al bajo CAPEX

Ante esto es que destacamos que, mientras el crecimiento siga siendo vigoroso, **mantendremos un overweight relativo de equity por sobre la renta fija**, y sobre esta última **preferimos adoptar posición con duration intermedia en la medida que la curva sigue su proceso de normalización con las complejidades que el proceso de desinflación establece**.

Dicho esto, y como los ganadores de las políticas son inciertos, destacamos nuestra preferencia en construir portafolios que escapen del ciclo político:

## Small & Mid Caps

### ETF

**[Invesco S&P SmallCap 600 UCITS ETF Acc \(USML\)](#)**: El ETF replica el índice S&P SmallCap 600, compuesto por unas 600 empresas de pequeña capitalización de Estados Unidos (al menos USD 750 MM pero inferior a USD 4.600 MM), seleccionadas con un componente de calidad por tamaño, liquidez y estabilidad financiera. Ofrece diversificación en sectores y acceso al crecimiento de las small caps, con mayor potencial de apreciación.

**[VanEck Morningstar US SMID Moat UCITS ETF \(SMOT.LN\)](#)**: El ETF invierte en una cartera diversificada de empresas de mediana y pequeña capitalización (SMID-cap) en EE.UU que poseen ventajas competitivas sostenibles, conocidas como moats . Estas ventajas, identificadas por el análisis de Morningstar, les permiten mantener su posición en el mercado y generar rendimientos atractivos a largo plazo.

### Mutual Funds

**[New Capital US Small Cap Growth Fund](#)**: El fondo de gestión activa para inversores de perfil agresivo, que trata de lograr una revalorización del capital invirtiendo en una cartera de valores de renta variable estadounidenses enfocada en acciones de pequeñas empresas (small caps), con un énfasis en aquellas con alto potencial de crecimiento. Este fondo busca invertir en empresas emergentes o en expansión, principalmente en sectores innovadores o de alto crecimiento, como tecnología, salud y consumo, entre otros.



**Neuberger Berman US Small Cap Fund:** El fondo invierte en empresas estadounidenses de baja y mediana capitalización que se consideran infravaloradas. Busca compañías con potencial de retornos superiores, barreras de entrada altas, capacidad de financiamiento propio y perspectivas de crecimiento a largo plazo. La estrategia del fondo se caracteriza por un bajo turnover ratio, ya que realiza compras a largo plazo, con un análisis detallado y un seguimiento constante de las empresas, muchas de las cuales han permanecido en el portafolio durante más de 10 años, estableciendo relaciones sólidas y un compromiso con su crecimiento a largo plazo.

**JH US Small-Mid Cap Value Fund:** Fondo de gestión activa que busca superar la rentabilidad del Russell 2.500 Value Index e invierte en acciones de empresas estadounidenses de pequeña y mediana capitalización (small y mid caps) que se consideran subvaloradas en relación con su valor intrínseco. Su enfoque se basa en encontrar empresas que estén cotizando por debajo de su valor real, con el potencial de crecimiento y apreciación de capital. El gestor del fondo podrá utilizar derivados para reducir el riesgo, gestionar el fondo de forma más eficiente o generar capital o ingresos adicionales.

## Utilitie

### ETF

**El SPDR S&P US Utilities Select Sector UCITS (Acc):** El ETF invierte en empresas del sector de servicios públicos en Estados Unidos, replicando el índice S&P 500 Utilities Sector. Este ETF se enfoca en compañías estables que operan en sectores esenciales como electricidad, gas y agua, ofreciendo ingresos recurrentes.

## Infraestructura:

### ETF

**U.S. Infrastructure Development UCITS ETF (PAVE.LN):** El ETF invierte en empresas estadounidenses involucradas en el desarrollo y mantenimiento de infraestructuras clave, incluyendo transporte, energía, telecomunicaciones, y construcción. El fondo se enfoca en compañías que se benefician de los gastos en infraestructura en Estados Unidos, tales como empresas de construcción, materiales de construcción, ingeniería, y suministros de infraestructura energética. Su objetivo es proporcionar exposición al sector de infraestructura estadounidense, que se beneficia de la inversión pública y privada en proyectos de desarrollo, modernización y expansión de la infraestructura.

**iShares S&P 500 Industrials Sector UCITS ETF (IUIS):** El fondo invierte en acciones de empresas del sector industrial que forman parte del índice S&P 500. Este ETF se enfoca en una variedad de subsectores industriales, que incluyen: Manufactura, transporte, Construcción e Infraestructura, defensa y servicios industriales

## Mutual

## Funds

**Morgan Stanley Investment Funds Global Infrastructure:** Fondo de gestión activa que invierte en una cartera diversificada de empresas que se dedican al desarrollo, propiedad y operación de activos de infraestructura a nivel global pero con una ponderación a Estados Unidos del 52%. Sus principales holdings incluyen empresas de infraestructura eléctrica, Pipelines, ingeniería & construcción y REIT`s.





## Resultados relevantes de esta semana - 25 al 29 de Noviembre

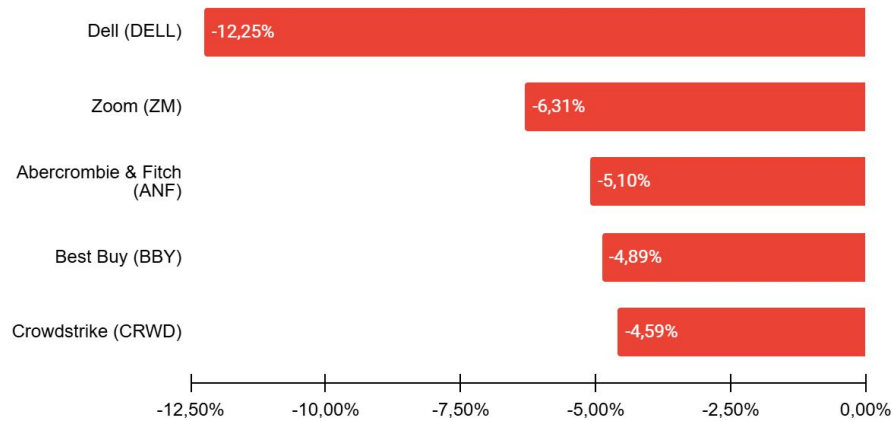
Empresa	Comentario	Variación % Después Sorpresa - del Dato EPS	
Dell (DELL)	<p>La compañía reportó ganancias ajustadas por acción de \$2,15, superando los \$2,06 previstos, aunque los ingresos fueron de \$24.400 MM, ligeramente por debajo de los \$24.670 MM esperados. Los ingresos netos crecieron un 12%, alcanzando \$1.120 MM (\$1,58 por acción) frente a los \$1.000 MM (\$1,36 por acción) del mismo período del año anterior, mientras que los ingresos totales aumentaron un 10% respecto a los \$22.250 millones del año anterior. Dell proyectó ingresos de \$24.000 a \$25.000 MM para el cuarto trimestre, por debajo de los \$25.570 MM previstos, y ganancias ajustadas por acción de \$2,50 frente a los \$2,65 esperados.</p>	<b>-12,25%</b>	<b>4,93%</b>
Zoom (ZM)	<p>Zoom superó las expectativas de los analistas en el trimestre de octubre, reportando ganancias ajustadas de \$1,38 por acción frente a los \$1,31 previstos e ingresos de \$1.180 millones, por encima de los \$1.160 MM estimados. Los ingresos crecieron un 4% interanual, aunque continúan en cifras de un solo dígito desde el fin del auge pandémico. La utilidad neta aumentó a \$207,1 millones (66 centavos por acción) desde \$141,2 MM (45 centavos por acción) del mismo trimestre anterior. Zoom añadió 800 clientes empresariales, alcanzando un total de 192.400. Para el cuarto trimestre fiscal, la compañía proyecta ganancias ajustadas por acción entre \$1,29 y \$1,30 e ingresos de entre \$1.175 y \$1.180 millones, en línea con las expectativas de los analistas.</p>	<b>-6,31%</b>	<b>5,59%</b>
Abercrombie & Fitch (ANF)	<p>Abercrombie &amp; Fitch superó las expectativas del mercado en su último trimestre, reportando ganancias por acción de \$2,50 frente a los \$2,39 previstos e ingresos de \$1.210 MM, por encima de los \$1.190 MM esperados. La utilidad neta ascendió a \$131,98 MM, un aumento significativo frente a los \$96,2 MM del año anterior, mientras que las ventas crecieron un 14% interanual, pasando de \$1.060 millones a \$1.210 MM. De cara al trimestre navideño, la compañía proyecta un aumento de ventas entre el 5% y el 7%, superando la estimación de 4,8% de los analistas, y elevó su previsión anual de crecimiento de ventas a un rango de 14%- 15%, por encima del 12%-13% anunciado previamente. A pesar de superar las previsiones, las acciones cayeron, ya que su sólido desempeño reciente dificulta sorprender a Wall Street, y los ingresos apenas superaron las expectativas.</p>	<b>-5,10%</b>	<b>5,66%</b>
Best Buy (BBY)	<p>Best Buy reportó resultados trimestrales por debajo de las expectativas de Wall Street, con ganancias ajustadas de \$1,26 por acción frente a los \$1,29 previstos e ingresos de \$9.450 millones, por debajo de los \$9.630 millones proyectados. Aunque los ingresos netos aumentaron a \$273 millones desde \$263 millones del año anterior, las ventas netas disminuyeron respecto al trimestre anterior. La empresa ajustó a la baja sus previsiones anuales, esperando ingresos entre \$41.100 y \$41.500 millones (antes \$41.300-\$41.900 millones) y una caída en ventas comparables de entre 2,5% y 3,5%, más profunda que la proyección inicial de una caída del 1,5% al 3%.</p>	<b>-4,89%</b>	<b>-2,63%</b>



Empresa	Comentario	Variación % Después Sorpresa - del Dato EPS
<b>CrowdStrike (CRWD)</b>	<p>CrowdStrike superó expectativas en el tercer trimestre con ingresos de \$1.010 MM (+29% interanual) y ganancias por acción de \$0,93, superando las estimaciones de \$982 MM y \$0,81, respectivamente. Los ingresos anuales recurrentes (ARR) crecieron un 27%, alcanzando \$4.020 millones, aunque afectados por retrasos en contratos debido a una interrupción en sus operaciones comerciales. Para el próximo trimestre, proyecta un EPS de \$0,84-\$0,86 e ingresos de \$1.03-\$1.04 mil millones, en línea con las previsiones, pero la orientación débil impactó negativamente las acciones en operaciones extendidas.</p>	<p><b>-4,59%</b>      <b>14,39%</b></p>

### VARIACIÓN EN EL PRECIO POST DATO

Semana 25/11 al 29/11



## Calendario económico del 2 al 6 de Diciembre

Fecha	Evento
<b>lunes 2 de diciembre</b>	PMI manufacturero del ISM (Nov)
<b>martes 3 de diciembre</b>	PBI de Brasil (Trimestral) (3T) Encuesta JOLTS de ofertas de empleo (Oct) Reservas semanales de crudo del API
<b>miércoles 4 de diciembre</b>	Pedidos de bienes duraderos EE.UU. (Oct) Cambio del empleo no agrícola ADP (Nov) PMI no manufacturero del ISM (Nov) Inventarios de petróleo crudo de la AIE Declaraciones Powell, presidente de la Fed Libro Beige de la Fed
<b>jueves 5 de diciembre</b>	Informe Challenger sobre recortes de puestos de trabajo (Nov) Ventas minoristas en la zona euro (Mensual) (Oct) Renovaciones de los subsidios por desempleo Balanza comercial de EE.UU. (Oct)
<b>viernes 6 de diciembre</b>	PBI en la zona euro (Trimestral) (3T) Ingresos medios por hora de EE.UU. (Mensual) (Nov)

## Presentación de Resultados Semanal del 02 al 06 de Diciembre

Fecha	Empresa
<b>lunes 2 de diciembre</b>	Zscaler (ZA)
<b>martes 3 de diciembre</b>	ScotiaBank (BNS) Salesforce (CRM) Marvell (MRV)
<b>miércoles 4 de diciembre</b>	Dollar Tree (DLTR) Charge Point (CHPT)
<b>jueves 5 de diciembre</b>	Dollar General (DG) TD Bank (TD) Lululemon (LULU) ULTA Beauty (ULTA) DocuSign (DOCU)



## 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.

