



Enero 2025

Inviu Global Markets Outlook

20
25

Introducción	3
Escenario Macroeconómico	4
Factor político estadounidense	7
Geopolítica	8
Focos de debilidad económica	9
Cuentas públicas	10
Inflación	12
Renta Variable	14
¿Ampliación ordenada?	14
Small Caps	15
Tech stocks (IA)	16
Real Assets: Infraestructura	19
International Stocks	20
Renta Fija	23
Emerging Markets	25
Oro	27

Introducción

Perspectivas 2025: Optimismo moderado en un entorno volátil.

Las bases parecen estar cimentadas para otro año de excepcionalismo estadounidense no sólo por méritos propios, sino por falta de méritos externos sobre todo en China y Europa. La arrasadora victoria de Trump junto a las transformaciones propuestas pueden alimentar los animal spirits y profundizar, aunque quizás más moderados, los retornos positivos de los índices de acciones de EE.UU. para los próximos 12 meses. No obstante, encontramos muchos “if” como para dar un *bull-call* certero.

La combinación de factores políticos norteamericanos, que incluye una política migratoria restrictiva y una política arancelaria que puede traer efectos negativos sobre los precios y la actividad, tensiones geopolíticas recrudescidas, algunos puntos de debilidad económica dentro de la fenomenal foto macro, deterioradas cuentas públicas del Tesoro que mantienen atentos a los *bond-vigilants* pero que es necesario que el gasto sea sostenido, y una inflación resiliente que vuelve a poner en perspectiva un escenario de higher-for-longer nos hace plantear la importancia no sólo de la gestión activa en búsqueda de oportunidades, sino de la diversificación para cobertura de carteras.

2025 será un año interesante dado que nos encontramos ante un mercado con valuaciones altamente ajustadas en relación a su promedio de los últimos 10 años en prácticamente cualquiera sea la región o segmento que exploremos.

No sólo mantenemos un overweight relativo en acciones por sobre bonos, sino que también afirmamos un overweight en EE.UU. quien a pesar de su rendimiento excepcional en 2024 respecto al resto del mundo, 2025 tiene fundamentos para seguir recorriendo el camino.

Estrategia Barbell

Contemplar un aspecto defensivo en renta variable, pero también mantener una posición risk-on a pesar de las valuaciones aprovechando el sólido momentum de las ganancias, la ampliación de márgenes y el optimismo alrededor de la IA.

Premio por plazo

Puede que persistente la volatilidad de tasas y en un rango alto durante más tiempo. Pero incluso en este escenario, los rendimientos siguen siendo históricamente altos ofreciendo oportunidades de carry.

Diversificar

El perfil estratégico en un mundo multipolar con múltiples conflictos geopolíticos, la preferencia por activos ‘fuera del sistema’, y su ventaja en un entorno de altos déficits convierte al oro en una propuesta interesante.

Escenario Macroeconómico

Finalmente el 2024 mostró ser otro sólido año de crecimiento económico en la principal economía mundial y sobre todo muy por encima de lo estimado. Tanto el CBO (Congressional Budget Office) como la Reserva Federal pronosticaban un aumento del PBI de 1,5% y 1,4%, respectivamente para este año. No obstante, la realidad fue mucho más brillante con un crecimiento estimado interanual del 2,7% con un fuerte avance del consumo.

Por otro lado, la inflación y el empleo han sido nuevamente los principales focos macro. Para este año esperábamos una economía resiliente apoyada en la fortaleza del consumidor pero con una inflación que entendíamos no iba a caer linealmente al 2% objetivo, sino que iba a probar en este contexto su característica de 'sticky'. Nos basamos en una industria de servicios que avanzaba a pasos firmes y precios de shelter que marcharon a la baja pero no a la velocidad que se precisaba. Sin embargo, no anticipamos la debilidad de la industria de manufactura que permitió a los bienes ser el principal y constante componente de la desinflación del período junto a la energía.

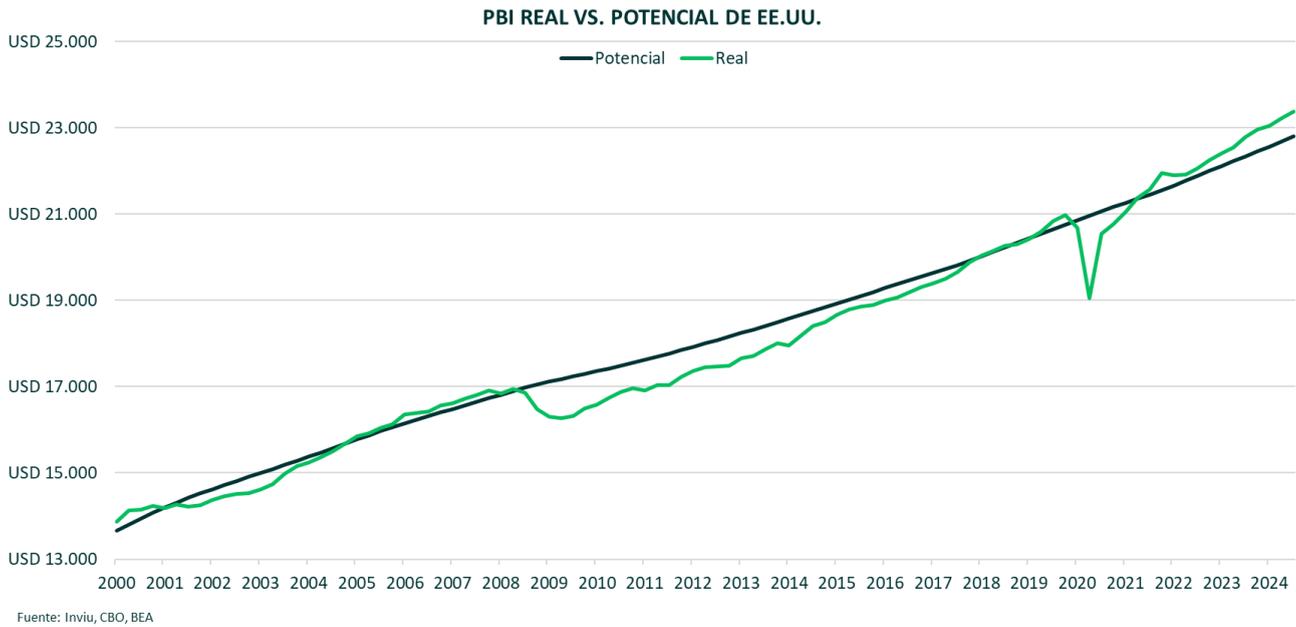
Además, el empleo demostró fortaleza manteniéndose en niveles cercanos al pleno empleo a pesar de los temores por el salto en la tasa de desempleo en la segunda mitad del año y por la permanente caída en las vacantes laborales.

De cara a lo que viene por delante, si los desarrollos macroeconómicos y monetarios comenzaban a tornarse cada vez más complejos de predecir, el factor político será un nuevo eje de incertidumbre que potencia esa característica. **Si de algo podemos estar seguros en 2025, es que nos espera un año de volatilidad. Pero creemos que hay cimientos para adoptar una postura pro-riesgo en un nuevo año de excepcionalismo estadounidense con los recaudos necesarios. La diversificación es nuestro principal aliado en un entorno incierto.**

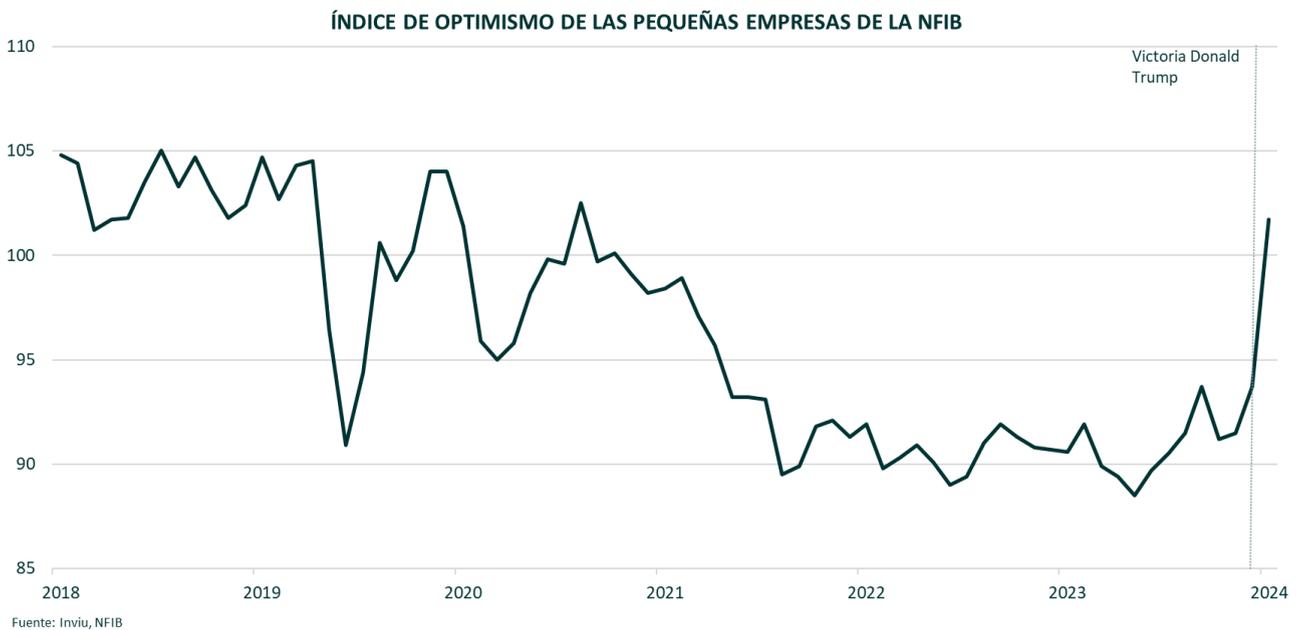
La victoria arrasadora para un segundo término electoral de Donald Trump deja entrever algo de lo que podemos esperar para los próximos 12 meses, aunque la magnitud y profundidad es la principal discusión.

En el nivel que cumpla sus dichos sobre las deportaciones masivas, recortes de impuestos y tarifas será cómo esperaríamos que impacte en las variables macro.

Por lo pronto, el consenso apunta que en los EE.UU. el crecimiento económico, que lleva más de 3 años avanzando por encima de su nivel potencial, vuelva a ser un brightspot con un estimado del 2-2,3% apoyado en las promesas de desregulación y recorte de impuestos que alimentarían los animal spirits junto a mayor moderación de precios que impulsaría una nueva etapa de recorte de tasas llevándola a la neutralidad.

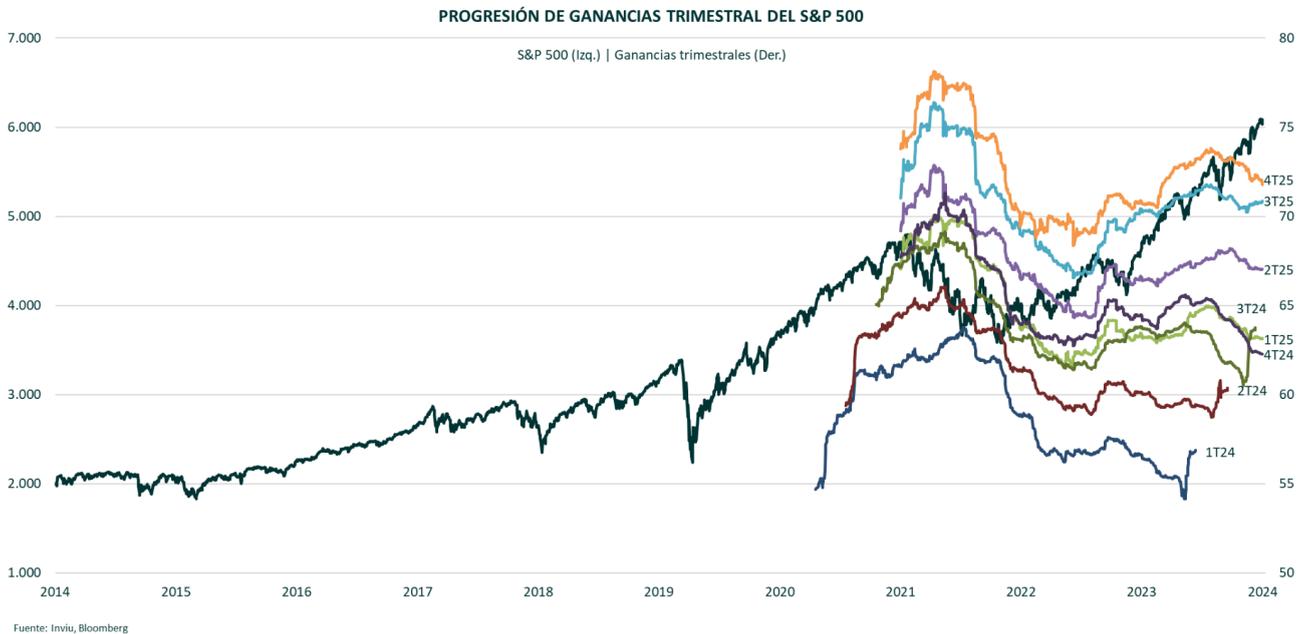


Desde la victoria de Trump, el humor ha cambiado en las pequeñas empresas volviendo a niveles no vistos desde mediados de 2021 ya que se puede esperar que sean beneficiarios directos del proceso de desregulación. También, las empresas que piensan realizar nuevas contrataciones tuvieron su máximo aumento en un año, junto con las que esperan mayores ventas y menores respuestas de que la inflación es su mayor problema.



Adicionalmente, el momentum del crecimiento de ganancias sigue estando firme luego de un gran 2024. Las estimaciones para los próximos 4 trimestres se mantienen al alza. Las bases están cimentadas en mayores avances sobre la productividad, un estimado de 100bps de recortes de tasas para el 2025, condiciones financieras más laxas, China aportando desinflación, datos mixtos de crecimiento e inflación en el mundo que dan fundamentos a más recortes de tasas globales, niveles históricamente bajos de desempleo que aportan a la fortaleza del mercado laboral, hojas de balance corporativos y de

las familias altamente saludables, el gran crecimiento de los activos financieros, inmobiliarios y de los salarios mantienen en vigor el consumo privado a pesar de las tasas altas, la política de reshoring plantearía reavivar una lastimada industria manufacturera mientras la de servicios sigue en buena forma.



Por último, lo que podría haber actuado como un viento de frente para los activos, podría comenzar a favorecerlos hacia mediados de este año cuando probablemente, luego de haber reducido su balance en USD 2.000 MM desde mediados de 2022, la Reserva Federal ponga fin al programa de ajuste cuantitativo (QT) que ha reducido su balance en 2 billones de dólares desde mediados de 2022 para no correr riesgos de desatar un evento de liquidez como en 2019.

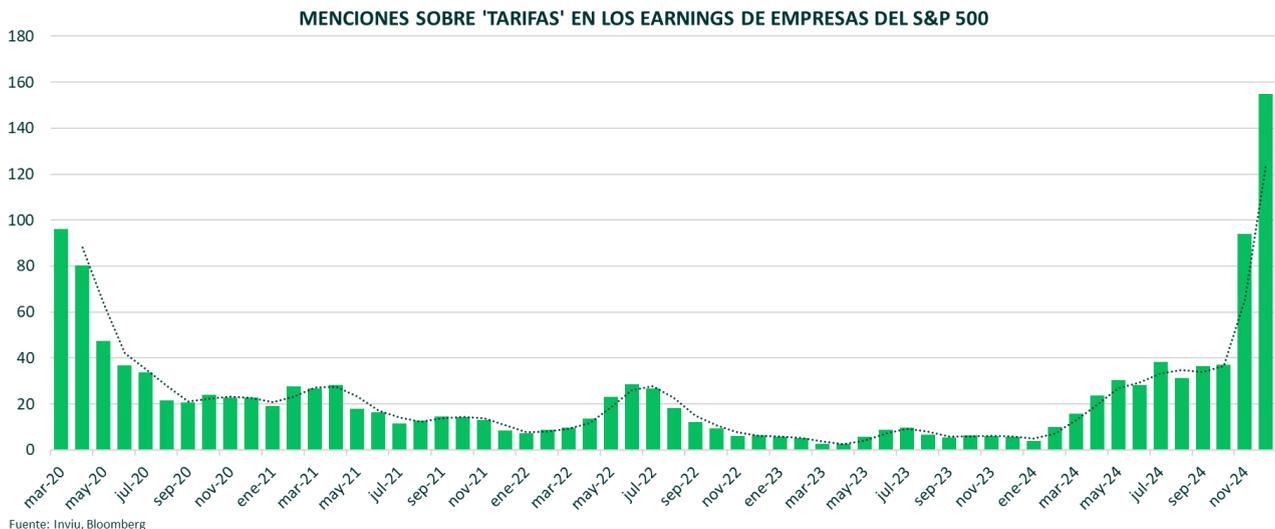
Si bien 2024 ha sido una muestra firme de que no sólo la liquidez importa en los mercados para que éstos suban (considerando que la liquidez, medida por la hoja de activos de la Fed menos el Reverse REPO y la cuenta del Tesoro en la Reserva Federal, se mantuvo invariable), no es un factor trivial a considerar. Más allá de la precisa relación entre liquidez y performance de los activos, la percepción de que la liquidez se incrementará podría ser suficiente para alimentar el apetito por el riesgo, lo que podría dar un viento de cola adicional a un mercado que ya está en auge.

Sin perjuicio de todo lo expuesto anteriormente, **las condiciones podrían no estar dadas para un bull call 100% asegurado**, sino al contrario, mantener una cartera equilibrada junto a un management activo podría ser fundamental. Esto se debe a que los activos ya han estado acoplándose en sus valuaciones al 'excepcionalismo estadounidense', en la medida que se estima que siga performando mejor que el resto del mundo. A pesar de ello, y haciendo hincapié a lo que mencionamos en un inicio, la mayor certidumbre que tenemos es la volatilidad ya que una multiplicidad de factores se alinean para, en caso de desatarse, enturbiar las perspectivas y tornar el escenario más turbulento.

Factor político estadounidense

- **Tarifas:** El principal foco de conflicto que impone la nueva administración será la política comercial. La aplicación de tarifas podría sentar las bases de una guerra comercial de la que es complejo poder definir quienes serán los ganadores y perdedores, y si llevaría a una reconfiguración de bloques comerciales junto a menor nivel o más costosas importaciones. Por cómo ha parecido usarlas de momento, Donald Trump ratifica que las tarifas son para su administración un arma de negociación con el resto de los bloques. No obstante, no pareciera que esta política vaya a ser recibida de manera pasiva por el resto de los países, como lo demostraron en recientes declaraciones las primeras víctimas: México y Canadá.

Puede leerse un cierto consenso con respecto al efecto negativo de las tarifas sobre los precios y la economía. Ahora, Trump ha prometido imponer aranceles del 25% a todas las importaciones de Canadá y México y un arancel adicional del 10% a todas las importaciones de China cuando asuma el cargo. Si se imponen de esta manera y permanentemente, Tax Foundation estima que estos aranceles generarían USD 1.200 MM en ingresos fiscales entre 2025 y 2034 de manera convencional. Pero, a largo plazo, proyectan que reducirían el PBI en un 0,4% y el empleo en 344.900 puestos de trabajo. Todo esto sin considerar los efectos de las represalias ni los daños adicionales que se derivarían de iniciar una guerra comercial global. Además, de acuerdo al equipo de Goldman Sachs, tendrá un impacto de entre 0,3 y 1,1 puntos porcentuales sobre el índice de precios dependiendo de la agresividad de los conflictos comerciales.

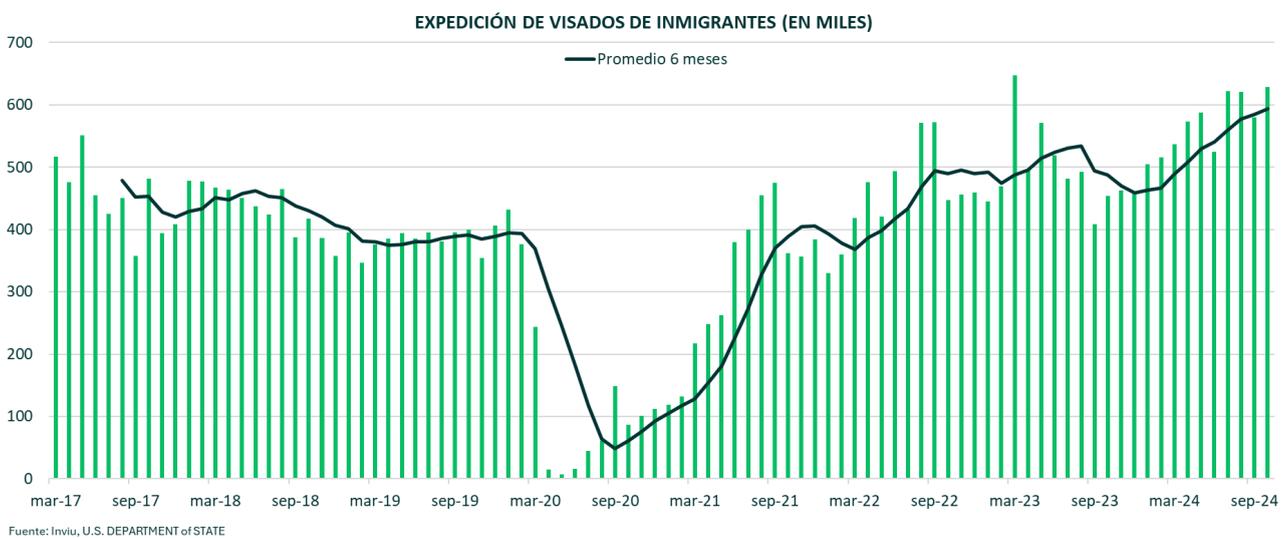


Más allá de la incertidumbre futura, actualmente notamos que puede estar pesando sobre las decisiones estratégicas empresariales, tanto de inversión como de contratación en un escenario donde los datos de precios y empleo mueven el mercado. Evidentemente esto representa una preocupación para las empresas toda vez que las menciones sobre **“tarifas”** capturadas de las transcripciones de los earnings se han incrementado con fuerza en los últimos dos meses.

- **Migraciones:** La fuerza laboral del país se recuperó con fuerza tras el shock de la pandemia, creciendo a una media anual del 1,6% en 2022-2023, y asentándose en una tasa del 62,5% luego del mínimo de 60,1% en el 2020.

La mayor parte de este crecimiento provino de trabajadores del extranjero, siendo el protagonista del alivio de un ajustado mercado laboral que ayudó a mermar la inflación por ganancias salariales contenidas, y a traccionar el crecimiento.

Sin embargo, en campaña Trump prometió reducir la inmigración y emprender una campaña masiva de deportación de 15 millones de inmigrantes indocumentados, considerando un número de más de 11 millones ingresados al país a fines de 2022 por Pew Research Center. Pero, si bien podemos esperar una política más agresiva para reducir los flujos de entrada mediante la limitación de las visas emitidas, *alcanzar la cifra prometida parece poco alcanzable por dificultades logísticas en principio, sobre todo teniendo en cuenta que en su anterior administración el número de deportaciones alcanzado fue de 3,5 millones en 4 años.*



De todos modos, el crecimiento de la fuerza laboral es uno de los principales determinantes del crecimiento potencial a largo plazo de la economía. Una caída de la inmigración y, en consecuencia, de la fuerza laboral, conduciría a un menor crecimiento. Además, el crecimiento de los salarios nominales también debería verse impulsado. Uno de los aliados de la desinflación podría pararse de la vereda de enfrente. En primer lugar, los inmigrantes suelen ganar salarios más bajos, por lo que con menos inmigrantes, el crecimiento salarial promedio debería ser mayor. En segundo lugar, una menor inmigración conduciría a condiciones laborales más restrictivas en general, lo que contribuiría a un mayor poder de negociación de los trabajadores.

Geopolítica

El perfil estratégico de Trump en materia de política exterior podría aumentar la volatilidad en un mercado que busca una mayor estabilidad geopolítica. Una guerra comercial enmarcaría uno de los peores escenarios posibles por lo que entendemos que los países tratarán de evitarlo. No obstante, la reconfiguración del comercio exterior con la conformación de nuevos bloques y el re-shoring son tendencias que podrán seguir primando en un mundo multipolar.

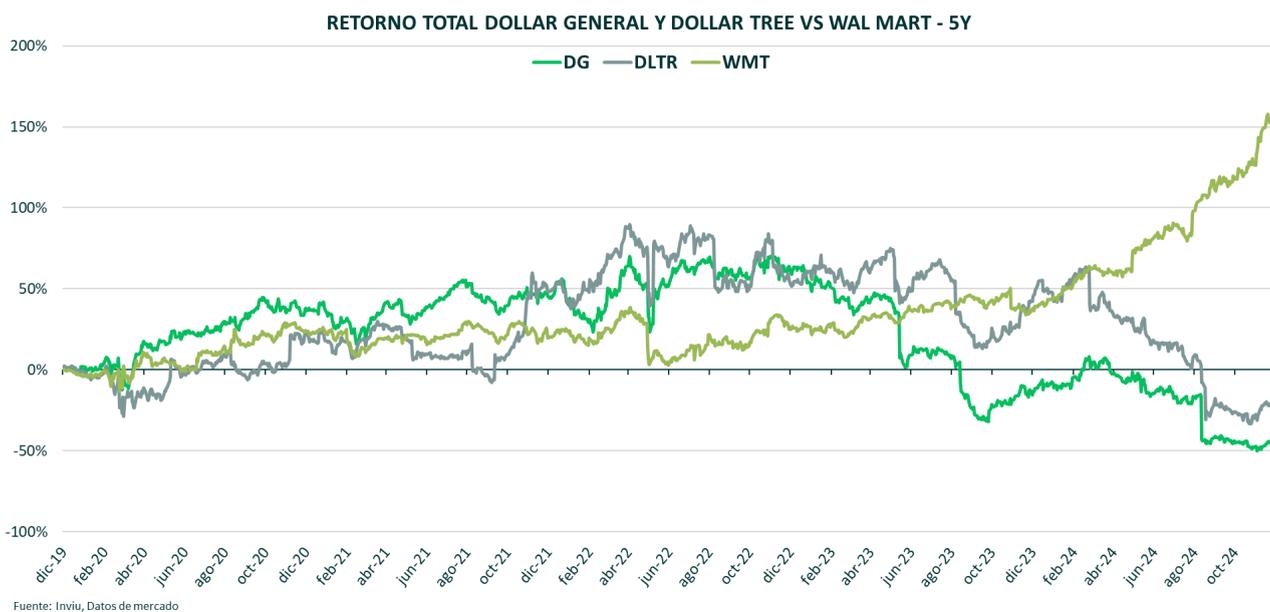
Inicialmente, estimamos una estrategia más confrontativa con China junto a mayor presión sobre Irán, con vistas a buscar acuerdos para preservar los intereses estadounidenses. Si bien se esperaba que

Trump pudiera poner fin a la guerra entre Rusia y Ucrania, recientes declaraciones enfatizan la posibilidad de que siga asistiendo con armamentos al último.

Asimismo, las tensiones entre *Taiwán-China*, *Rusia-Ucrania*, *Israel-Irán* y otros conflictos en medio oriente siguen más vivas que nunca. Desconocemos cómo estos factores podrán desarrollarse durante los meses que tenemos por delante, pero *la paz parece estar lejos de ser alcanzada*.

Focos de debilidad económica

Si bien las proyecciones apuntan a que nuevamente Estados Unidos sea el líder del crecimiento global, es importante destacar que existen focos de debilidad dentro de los magníficos datos a nivel agregado. Si bien los consumidores están en excelente forma ante salarios en crecimiento, ante la participación en un mercado de capitales que sigue batiendo máximos históricos, y el gran aumento del precio de los hogares que incrementa el house-equity (la diferencia entre el precio de la vivienda en mercado y la hipoteca remanente) dando espalda para un apalancamiento del consumo, no todos los segmentos pueden contar la misma historia.



Los consumidores de menores ingresos han dado muestras de mucha menor fortaleza. Las últimas encuestas evidencian que la salud financiera del público con ingresos anuales por debajo de los USD 50k han caído con dureza durante el 2024, y mismo escenario con menor magnitud para salarios entre USD 50-100k. También hicieron hincapié en esto los últimos balances trimestrales de los grandes bancos estadounidenses. Adicionalmente, se ve reflejado en la performance de los Dollar stores, tiendas que justamente apuntan a clientes de menores ingresos, versus Wal-Mart.

Una recesión no es nuestro escenario base para 2025 y de momento parece el menos probable. Pero algunos puntos débiles dentro de la foto macro y la importancia de la fortaleza de las expectativas, del gasto del Tesoro, y un mercado laboral resiliente, nos llevan a no desechar por completo un escenario que además es prácticamente inexistente en las valuaciones de los activos.

Cuentas públicas

El presupuesto federal será un punto de discusión clave para lo que viene. El déficit fiscal actual de EE.UU. es el más alto histórico para un período no recesivo, alcanzando el 7% del PBI. No obstante, no sólo es preocupante el estadio actual, sino el sendero tomado. Desde los niveles actuales, un exponencial incremento de intereses pagados para poder financiar dichos déficits junto a la promesa de políticas de desregulación y recorte de impuestos, sitúan los focos sobre la sanidad de las cuentas públicas en un contexto donde los inversores han castigado incluso a gobiernos de países desarrollados como Inglaterra y Francia por presentar presupuestos que profundizan la indisciplina fiscal.

Scott Bessent ha sido el elegido de Donald Trump para dirigir el Departamento del Tesoro. 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, pero también 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 en hasta qué punto los inversores podrían soportar nuevas emisiones de deuda, las últimas licitaciones han sido totalmente exitosas evidenciando que el apetito aún se encuentra activo a pesar de que los principales holders (China y Japón) han estado reduciendo o desacelerando sus posiciones.

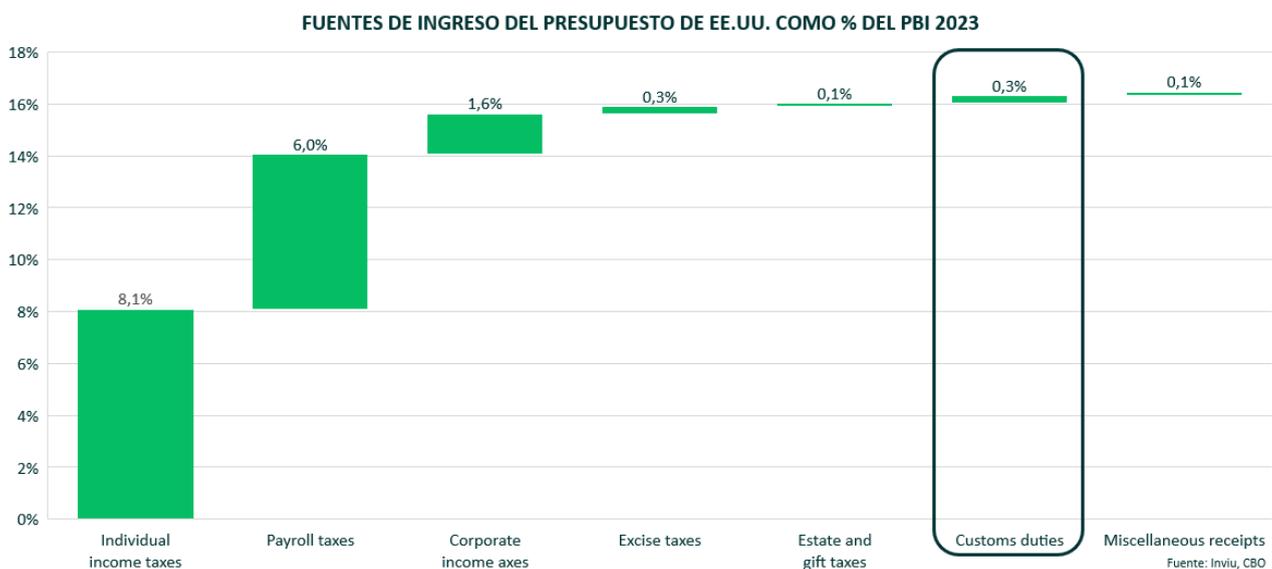
Su otro plan será la reducción de la deuda del país impulsando su plan llamado 3-3-3, inspirado en el ex primer ministro japonés Shinzo Abe, que incluyen:

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

Sin perjuicio de lo anterior, uno de los desafíos más grandes, insistimos, 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 este 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 incrementos de esta magnitud sin indigestión del mercado será un desafío, aunque la

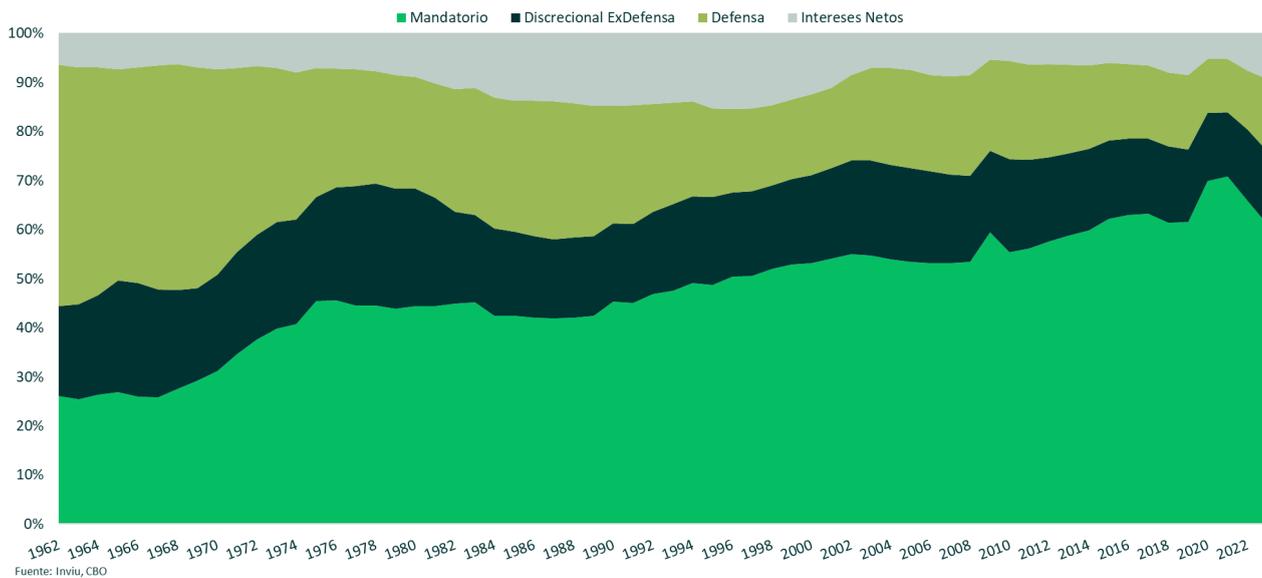
apuesta se encuentra en una fuerte confianza sobre el impulso de un crecimiento económico más fuerte que aumentará los ingresos y apuntalará la confianza del mercado.

En virtud de lo anterior, creemos que algunas dinámicas son lo suficientemente complejas como para solventar el problema original. Por ejemplo, las tarifas: 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, como porcentaje del PBI no es especialmente alta como para considerar que mayores aranceles puedan hacer un gran esfuerzo de la parte de ingresos.



Actualmente no hay demasiado “excedente” que recortar sin mayores sobresaltos, ya que la gran proporción de este gasto es **mandatorio** (*Seguridad Social, Medicare/Medicaid, alrededor del 60%*), luego el **gasto de defensa** en alrededor del 15% (*complejo recortar en un contexto de recrudescida geopolítica*), y los **pagos netos de intereses** que suman cerca del 10% y creciendo (*gastando USD 3 billion por día en intereses*). Ergo, los encargados de la eficiencia fiscal podrán trabajar sobre aproximadamente el 15% restante de gasto discrecional que se encuentra en una de sus proporciones respecto al PBI más bajas de su historia.

GASTOS DEL TESORO DE EE.UU. POR PRINCIPALES CATEGORÍAS COMO % DEL PBI

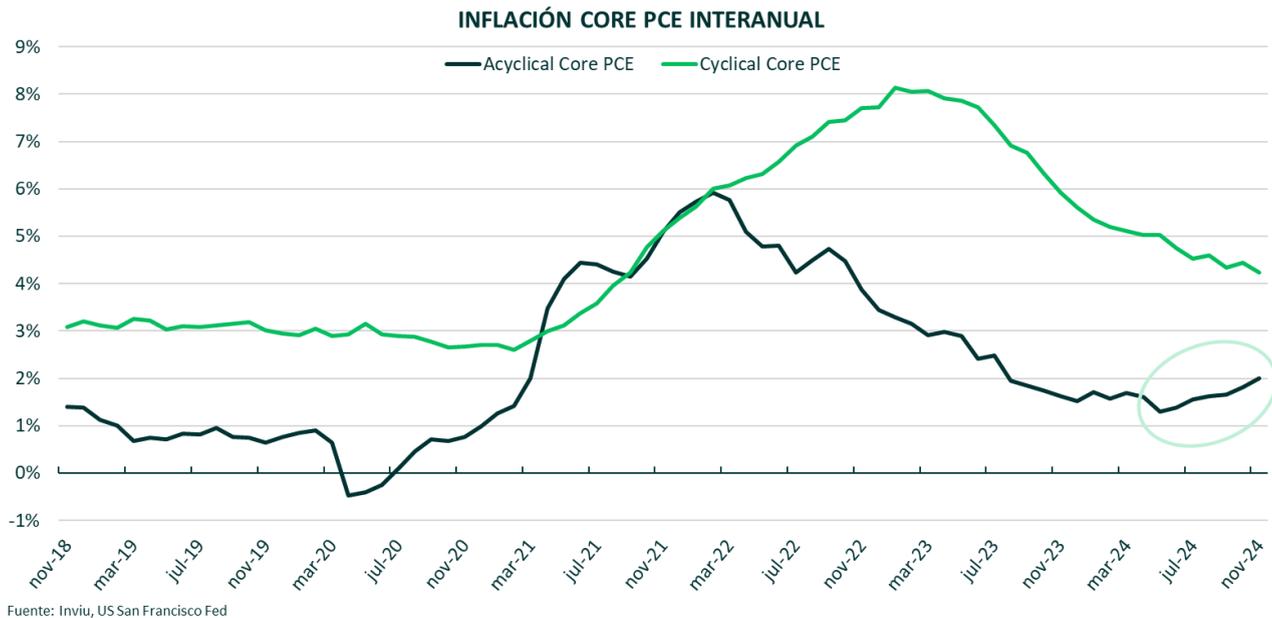


La dominancia fiscal ha sido uno de los principales responsables para sostener el gran avance de la economía norteamericana desde el consumo hasta la inflación de activos. Un recorte agresivo sobre éste fácilmente haría tambalear las bases para un nuevo excepcionalismo norteamericano, pero deberá administrarse con mucha cautela dada su dependencia de la deuda. La persistencia del gasto estatal será vital para un nuevo año de crecimiento.

Inflación

La dinámica de precios creemos que será el foco primario de incertidumbre para los próximos 12 meses en conjunto con una errática política monetaria de parte de la Reserva Federal. Desde el comienzo mencionamos cómo la volatilidad de tasas iba a ser sostenida debido a la extrema postura 'data dependiente' de la máxima autoridad monetaria. De este modo se evidenció cómo desde la reunión de septiembre hasta la última del año pasaron de inclinar la balanza hacia el mandato por la actividad hasta comenzar levemente a inclinarla otra vez hacia la inflación aunque ya habiendo recortado 100 puntos básicos durante el año culminado. A pesar de haber reducido las tasas en tal magnitud, el Treasury de 10 años escaló casi 90bps desde el FOMC de septiembre.

La inflación de servicios ha logrado desacelerar ayudada por la categoría de shelter aunque la velocidad de la misma sigue sin ser la esperada. No obstante, los datos intermensuales dejaron de mostrar progreso desde los buenos datos de mediados del 2024. Además, aquellas categorías que tanto habían aportado a la desinflación, de a poco dejan de ser aliadas: *El crecimiento intermensual de los bienes en noviembre ha sido el más grande desde mayo-23*. Asimismo, los componentes no cíclicos también aceleraron su sendero alcista.



Las dinámicas seguirán siendo complejas hacia adelante, y luego de períodos de alta inflación, la volatilidad de la misma se torna notable en su camino al objetivo. Para nosotros, la lucha contra la inflación no ha sido ganada aún y en un entorno de volatilidad de tasas, dominancia fiscal, tarifas, reshoring y fortaleza económica, nos lleva a esperar nuevamente un índice de precios al consumidor más cercano al 3% en el año que al 2% del objetivo (lógicamente sin considerar una fuerte perturbación de la cadena de suministro producto de un conflicto bélico). Asimismo, ante las mencionadas cuestiones, tendemos a creer que la tasa neutral de la economía se encuentra por encima de los niveles pre-pandemia y por arriba del último 2,9% proyectado por la Fed en un entorno de inflación estructuralmente alta.

En este contexto creemos que hay poco espacio para recortar agresivamente el próximo año y que la Reserva Federal tendrá la difícil tarea de nuevamente recalibrar las variables mientras además se enfrenta a un potencial riesgo de inmiscusión de la política en las decisiones o al menos una fuerte presión para reducir las tasas. Será crucial mantener las expectativas ancladas ya que la pérdida de confianza y/o debilidad de la independencia de la máxima autoridad monetaria complicaría aún más las variables de precio y actividad que intenta controlar.

Renta Variable

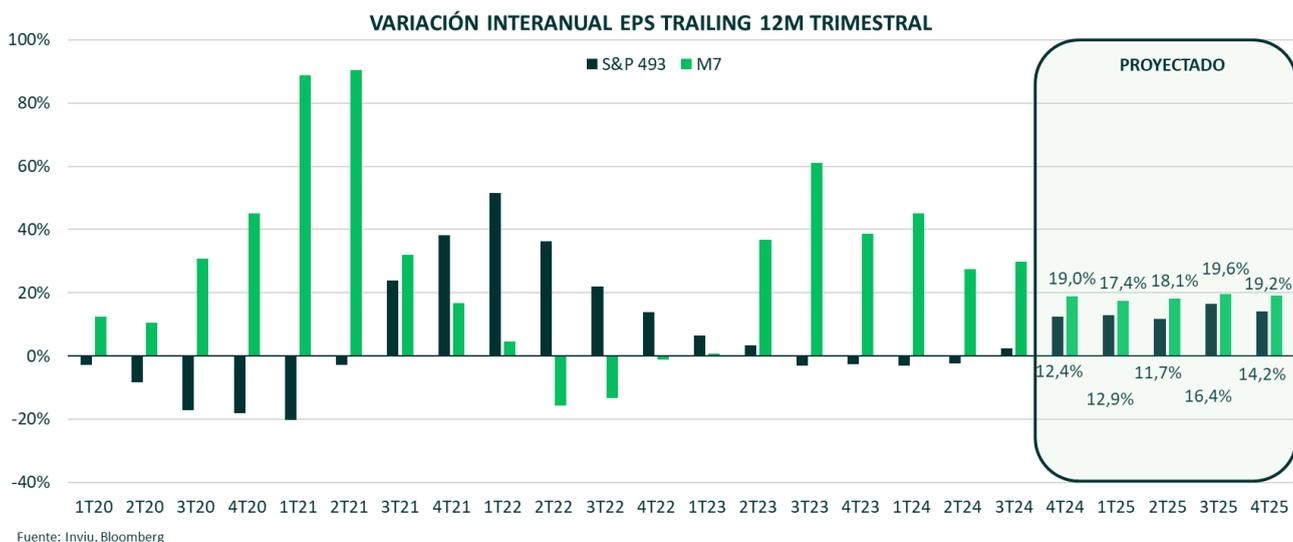
2025 será un año interesante para la gestión de carteras dado que nos encontramos ante un mercado con valuaciones altamente ajustadas en relación a su promedio de los últimos 10 años en prácticamente cualquiera sea la región que exploremos.

A pesar de esto, y por lo expuesto anteriormente, **no sólo mantenemos un overweight relativo en acciones por sobre bonos, sino que también afirmamos un overweight en EE.UU.** que, a pesar de su rendimiento excepcional en 2024 respecto al resto del mundo, en 2025 tiene fundamentos para seguir recorriendo el camino por méritos propios y falta de éstos a nivel externo.

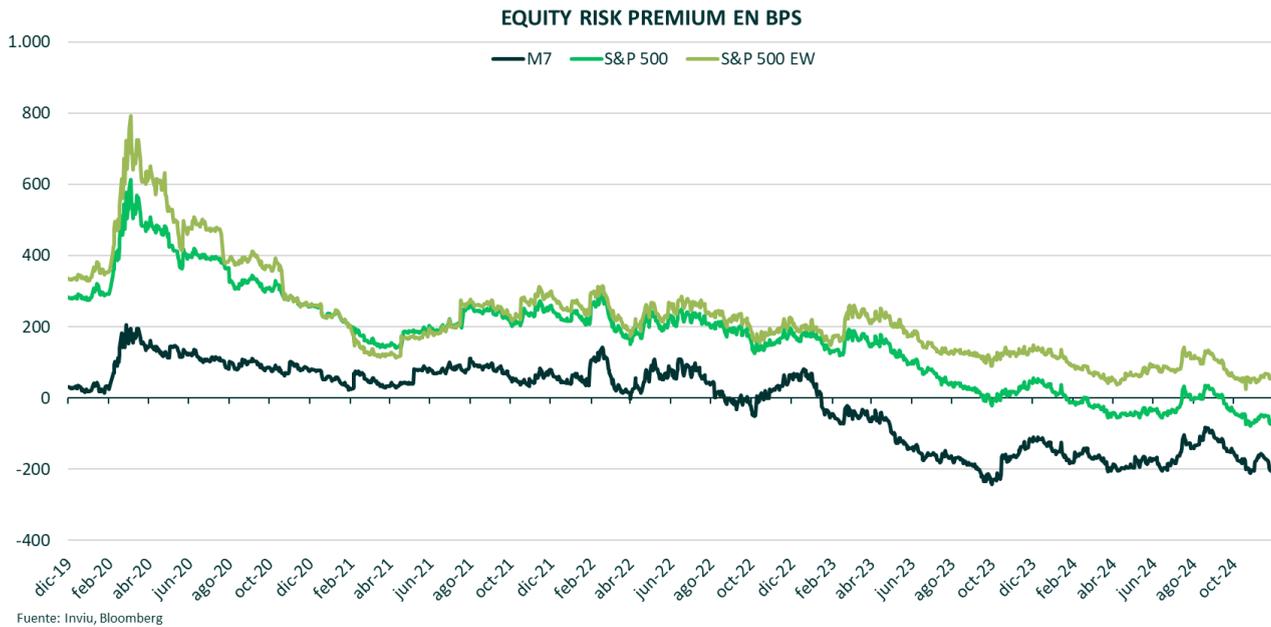
Valoramos una estrategia ‘barbell’ para los próximos 12 meses que contemple un aspecto defensivo dentro del espectro del asset class, pero también mantener una posición risk-on a pesar de las valuaciones debido a que a corto plazo entendemos que no conformaría un grave problema ante el sentimiento de optimismo en los inversores, niveles a monitorear pero no en territorio de burbuja, y un sólido crecimiento en los ingresos y en los márgenes.

¿Ampliación ordenada?

Si bien la materialización de la ampliación de las ganancias se ha demorado, durante el último trimestre reportado se ha dejado entrever un comienzo de esta dinámica ya que las restantes 493 acciones del S&P 500 publicaron su primer trimestre de ganancias positivo (TTM) luego de 1 año, y se estima que el gap con las Magnificent 7 (M7) siga tornándose más angosto para el corriente año a pesar de que la velocidad del crecimiento seguiría siendo más veloz para el caso de las M7.



No obstante, somos constructivos no sólo dado lo saludable de las hojas de balance, sino porque aún con un relativamente modesto incremento en las ganancias, la vara de las expectativas impuestas a saltar no es tan alta y, dentro del segmento large-cap del S&P, el índice ofrece aún un premio positivo por el riesgo.



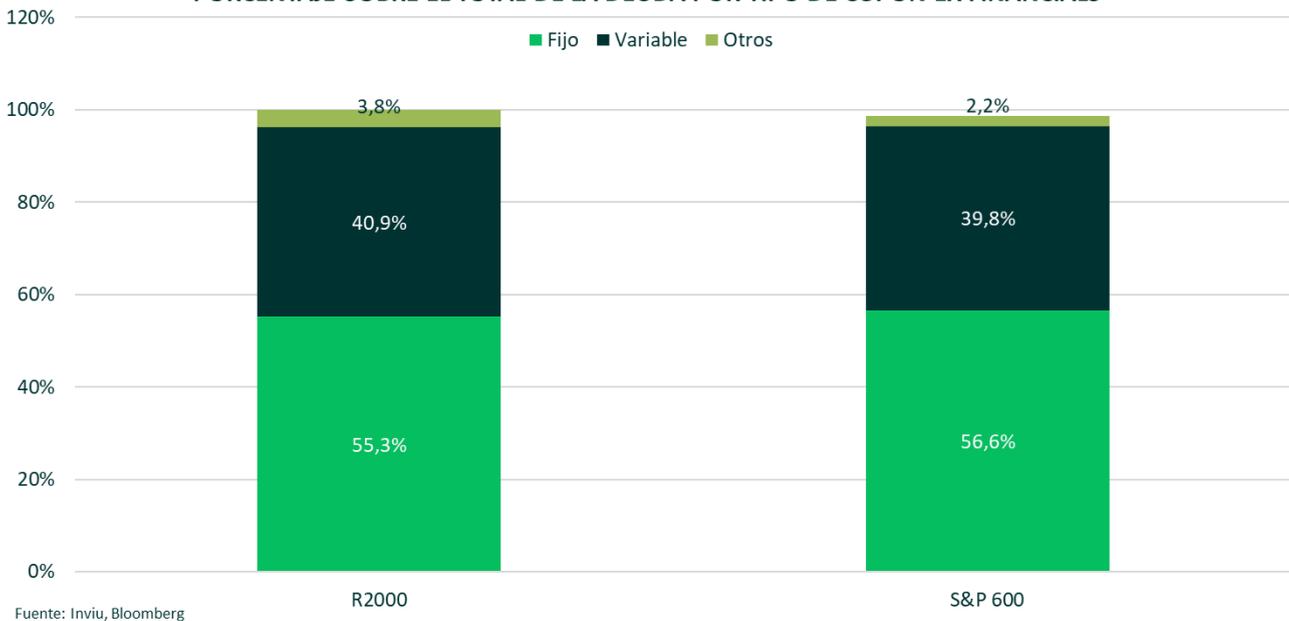
Por supuesto, el principal riesgo lo enmarca un continuo underperformance relativo para el equal-weight ante un sólido momentum para las ganancias estimadas para el caso de las 7 Magníficas que llevaría la concentración del índice más allá de los niveles actuales (que de por sí ya conforman un hito histórico). *Pero por otro lado, cabe pensar si la desconcentración del índice pueda venir de la mano de una caída generalizada con mayor fuerza en las principales acciones o si será un mercado alcista con predominancia del resto del S&P 500.*

A pesar de la ausencia de certezas, una economía robusta que siga en vigor durante el próximo año en conjunto con valuaciones que dan espacio a la expansión, nos lleva a seguir optimistas hacia un enfoque de igual ponderación.

Small Caps

El contexto de crecimiento y desregulación planteado para el año podría tener a las empresas de baja capitalización como un *ganador relevante*. Si para un segmento la fuerte suba de las tasas de interés ha sido un lastre, ha sido para las small caps lo cual tiene completo sentido toda vez que vemos cómo del total de su deuda (ex financieros) e incluyendo loans, prácticamente un 40% tiene un cupón variable.

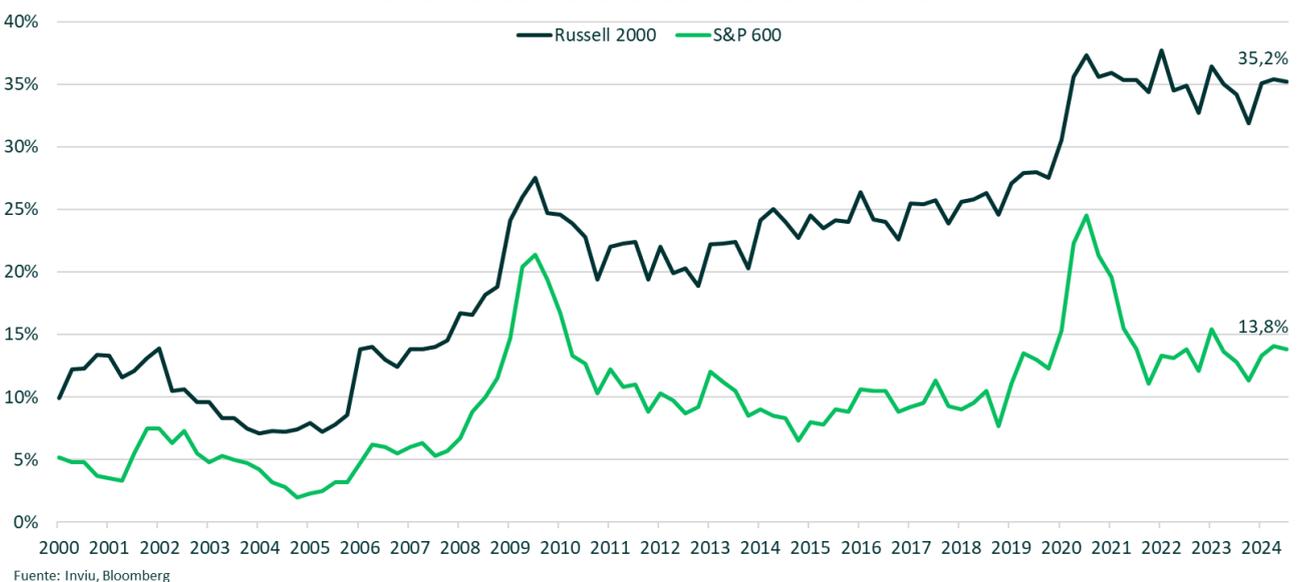
PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE LA DEUDA POR TIPO DE CUPÓN EX FINANCIALS



Ergo, en un contexto de *higher-for-longer* será crucial compensar este fenómeno para la recuperación de las valuaciones, y será necesario que venga por el lado de una recomposición de las ganancias, confirmación del crecimiento económico, la desregulación mencionada, los menores impuestos prometidos y un sentimiento sostenido del optimismo.

Ante esta situación, y como entendemos que el benchmark elegido sí importa, dados los desafíos por delante que aún persisten preferimos considerar para la inversión pasiva el S&P 600 por su composición y rebalanceo que termina resultando en una mucho menor cantidad de miembros con un EPS T12M negativo.

PORCENTAJE DE MIEMBROS CON EPS T12M NEGATIVO



Tech stocks (IA)

El protagonismo del equity growth referido a la IA creemos que aún tiene recorrido de cara al 2025. Sin perjuicio de lo anterior, debemos reconocer que las valuaciones actuales se encuentran muy estiradas. A pesar de esto, como dijimos, mientras los ingresos y el optimismo acompañen, podrían no implicar un problema serio. *Mientras tanto, los ingresos son tangibles y las valuaciones, en la mayoría de los casos, responden a ello.*

Pero, será importante la gestión activa no dejando de atender estas dinámicas ya que hay **segmentos de mercado que muestran señales de irracionalidad** (Fartcoin, memecoin del ecosistema crypto creado simplemente con fines paródicos, ha superado los USD 1.000 MM de capitalización de mercado) y el impacto más marcado sobre la productividad tarda años en materializarse de acuerdo a lo que hemos aprendido de desarrollos tecnológicos previos.

A lo largo del año previo hemos hecho énfasis que el desarrollo de la Inteligencia Artificial se encuentra aún en una fase de construcción inicial, caracterizada por un fuerte impulso derivado de significativas inversiones en infraestructura, especialmente en centros de datos. Se proyecta que la inversión de capital destinada a IA y aprendizaje automático superará los USD 40.000 MM, generando un efecto multiplicador en los ingresos del sector. Esta inversión permitirá que el mercado global de IA alcance un valor estimado de USD 900.000 MM para 2026, según proyecciones del BofA. Representa una convergencia óptima entre innovación tecnológica y necesidades estructurales, respaldada por factores como el envejecimiento demográfico y sus efectos en el mercado laboral, la creciente demanda de automatización de procesos y los avances en áreas críticas como la salud.

En este contexto, destacamos las siguientes oportunidades de valor a lo largo de la cadena de suministro de la IA:

- **Infraestructura digital y automatización de la IA:** Se proyecta que el gasto en infraestructura digital supere los 700.000 millones de dólares para 2030, representando aproximadamente el 2% del PBI de Estados Unidos. Una inversión de esta magnitud crea un papel estratégico en los mercados de capitales y, en nuestra opinión, constituye una oportunidad significativa.

Aunque las tecnologías emergentes son fundamentales para impulsar la evolución digital, su capacidad transformadora depende directamente de una infraestructura digital sólida. En este contexto, identificamos un alto potencial en áreas clave de infraestructura core, con un enfoque particular en los centros de datos a lo largo de todas sus etapas: computación avanzada, soluciones de almacenamiento (Cloud Providers), sistemas de refrigeración y bienes raíces especializados en centros de datos. Asimismo, destacamos las oportunidades que ofrecen las tecnologías orientadas a la automatización e integración, ya que contribuyen al aumento de la productividad. Por ello, las inversiones en empresas de software integrado en productos y servicios continúan siendo una fuente atractiva de oportunidades. Al igual que ocurrió con la revolución del comercio electrónico, quienes adoptan tempranamente la inteligencia artificial y la integran de forma efectiva en sus operaciones, productos y servicios tendrán la mayor probabilidad de obtener beneficios significativos y una ventaja competitiva.

- **Tecnología Aeroespacial y Ciberseguridad:** El aumento de tensiones geopolíticas ha llevado a los gobiernos a aumentar su gasto en defensa y seguridad nacional a nivel global, se estima que el gasto crezca a una tasa anualizada de 5% hasta alcanzar los 3,4 billones de dólares en 2030, un aumento cercano al 40%, con una proporción creciente destinada a inteligencia artificial (IA), ciberseguridad y tecnologías avanzadas de defensa.

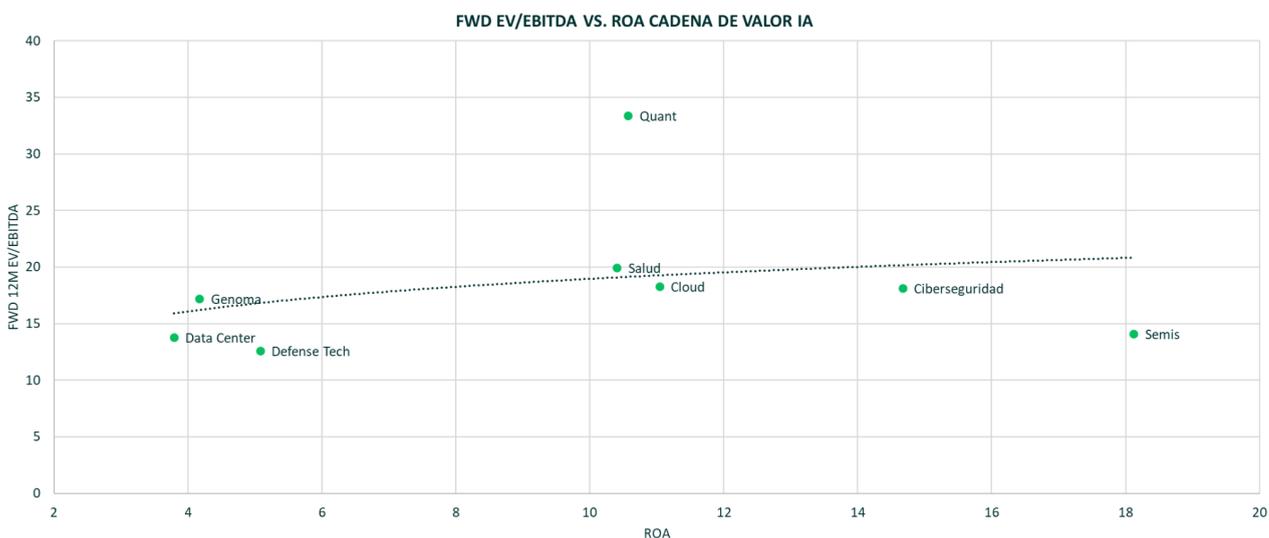
Los ejércitos de todo el mundo están sustituyendo progresivamente sus capacidades de combate tradicionales por sistemas no tripulados, con el objetivo de minimizar las bajas humanas y optimizar la eficacia operativa, especialmente en entornos urbanos. Todas estas tecnologías disruptivas requieren la implementación de Inteligencia Artificial para optimizar los procesos y lograr avances de forma más rápida y eficiente.

Además, el avance de la digitalización y la creciente interconectividad han dado lugar a nuevos desafíos, especialmente en el ámbito de la seguridad. Amenazas como el espionaje comercial y estatal son una constante en áreas críticas como la propiedad intelectual, el software y las infraestructuras físicas y digitales, donde no solo se busca información, sino también control e influencia. Según encuestas realizadas por Morgan Stanley en el ámbito empresarial, el principal obstáculo para la implementación de la inteligencia artificial en sus actividades radica en las limitadas garantías de seguridad que enfrentan actualmente las organizaciones.

En este contexto, seguimos viendo un gran potencial en las empresas especializadas en seguridad informática con espacio para seguir generando soluciones de valor.

- **Salud:** Entendemos que la creciente demanda de servicios llevaría al sector a acelerar su transformación mediante la innovación. Se prevé que un conjunto cada vez más amplio de tecnologías desempeñe un papel clave en la mejora de la atención al paciente. Entre estos, destacan la integración de dispositivos médicos inteligentes, sensores portátiles y robots quirúrgicos que incorporan hardware avanzado e inteligencia artificial para optimizar los resultados clínicos.

La incorporación de la inteligencia artificial en el desarrollo farmacéutico y la investigación científica promete transformaciones significativas. Se estima que para 2032, las herramientas de inteligencia artificial genómica destinadas al descubrimiento de fármacos podrían generar un gasto de 41 mil millones de dólares en software, además de reducir considerablemente el tiempo necesario para llevar un nuevo medicamento al mercado.



Real Assets: Infraestructura

El otro lado de la barra está compuesto por un sesgo más defensivo con horizonte en los próximos años para escapar de los ruidos del corto plazo. En la etapa incipiente del desarrollo de un cambio de paradigma tech en donde no sabemos cuáles serán las empresas innovadoras ganadoras y con la demora en el impacto final sobre la productividad, para que la tecnología disruptiva de la inteligencia artificial pueda desplegarse, *la energía fue, es y será la fuente que alimenta y hace posible el avance*. No obstante, asegurar la energía es también un obstáculo de la revolución, pero esta dinámica podrá ofrecer oportunidades de inversión en el futuro y mayormente alejadas de los ciclos de volatilidad políticos y económicos, que es lo que queremos asegurar.

Luego de un largo período de estancamiento desde principios de la década del 2000 producto de la eficiencia energética alcanzada, la demanda de electricidad se estima que pueda crecer a una tasa anualizada de 2,4% por año, lo que requerirá 3 billones de dólares anuales para 2030. La AIE proyecta que la participación de la electricidad en el consumo final de energía crecerá del 20% al 28% para 2050, pudiendo ser mayor si el mix energético en pos de reducir las emisiones cambia.

Para esto, los centros de datos serán uno de los impulsores fundamentales de la demanda energética dado el rápido avance de tecnologías como la IA, los dispositivos conectados, realidad virtual, automóviles self-driving, y el pasaje de empresas a utilización de la nube que consumen y producen una vasta cantidad de datos que precisan de almacenamiento, procesamiento y análisis. Las estimaciones apuntan a que dicho almacenamiento y procesamiento de datos a nivel mundial crezca a un CAGR de entre 19-27% hasta el 2030. Para esto, McKinsey proyecta que será necesario construir en seis años el doble de la capacidad de centros de datos puesta en funcionamiento desde el año 2000 para evitar un déficit de procesamiento de datos.

El envejecimiento de la población en los mercados desarrollados, la creciente urbanización en los mercados emergentes y la reestructuración de las cadenas de suministro globales también ponen el foco a las necesidades de infraestructura.

La cadena de valor de la electrificación incluye materias primas, generación, almacenamiento, transmisión, distribución y consumo (por ejemplo, centros de datos, transporte y refrigeración), y esta cadena de valor puede traer aparejadas las mejores oportunidades.

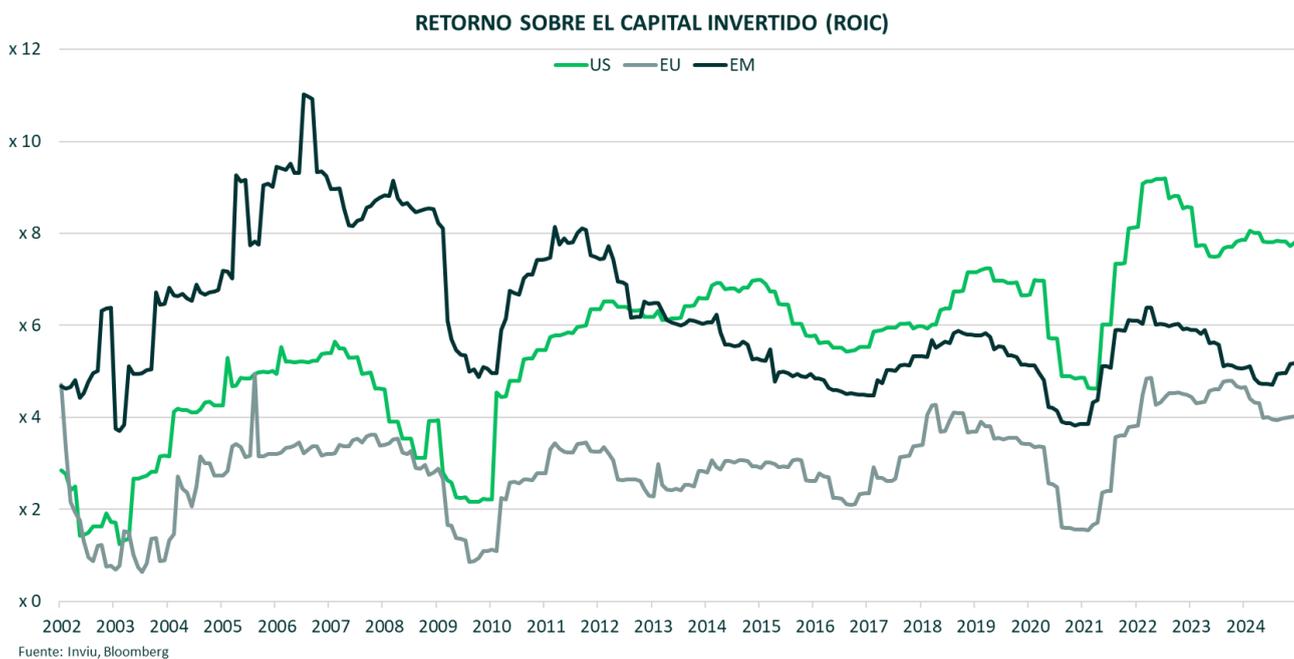
Otro aliado de la infraestructura será la profundización del reshoring. BofA Global Research estima que por cada USD 10.000 MM de ingresos de fabricación que se trasladan de regreso a los EE.UU., hay alrededor de USD 3.800 MM de gasto de capital.

La reconstrucción de la economía física en Estados Unidos incluida la mejora y reparación de la infraestructura junto a la expansión de la capacidad manufacturera. El apoyo bipartidista sobre este punto genera confianza que, mientras se mantenga el gasto, seguirán apoyando el desarrollo de estas cuestiones estratégicas. La Ley de Inversión en Infraestructura y Empleo (IIJA) aún tiene alrededor de USD 700.000 MM en fondos por asignar mientras se mantiene al búsqueda de la modernización de una infraestructura 'mediocre' (al menos hasta 2021 puntuada por ASCE, American Society of Civil Engineers)

Además, las inversiones en infraestructuras cuyos flujos de efectivo suelen estar vinculados a la inflación, pueden ayudar a proteger las carteras frente a una estructuralmente alta inflación a mediano plazo. También pueden ser menos sensibles a las tasas de interés en un contexto de higher-for-longer.

International Stocks

Atravesamos un período en el que la renta variable internacional conforma uno de los activos más ignorados por los inversores en términos históricos. La excelencia estadounidense en comparación con los modestos retornos del resto del mundo tiene sus fundamentos.



Estados Unidos ha liderado la revolución tecnológica de los últimos años, alberga las empresas más innovadoras, lleva construidos la mayor cantidad de centros de datos por amplia diferencia, y el retorno sobre el capital invertido ha mantenido su marcha alcista desde comienzos del siglo. La misma historia no puede ser contada por el resto de los países, sobre todo por Europa. El exceso de regulación, la baja innovación y la cercanía a las consecuencias de los conflictos geopolíticos han hecho de Europa una región relegada.

Se estima que el crecimiento económico de la **Eurozona** en 2025 sea moderado, mientras que las perspectivas económicas permanecen cautelosas debido a desafíos internos y también externos ante una retracción mayor del comercio entre Estados Unidos y China. Para Europa serán necesarias reformas estructurales en búsqueda de un nuevo liderazgo tecnológico. El norte, al menos en teoría, ha sido trazado a partir del paper publicado por Mario Draghi para perseguir la competitividad, pero debe acompañar la vocación política.

Por otro lado, está el caso de los **mercados emergentes** donde también podrían verse afectados por cuestiones políticas, un dólar persistentemente fuerte y complejidades económicas de China.

Adicionalmente a que creemos que la magnitud de los aranceles será menor a la estimada, también esperamos que la tendencia de multipolaridad del comercio siga profundizándose y llevando a los países a acercar las cadenas de oferta o realojarlas hacia países aliados. En este escenario, algunas economías podrían beneficiarse del nearshoring y el friendshoring que podrían surgir como resultado de los conflictos comerciales.

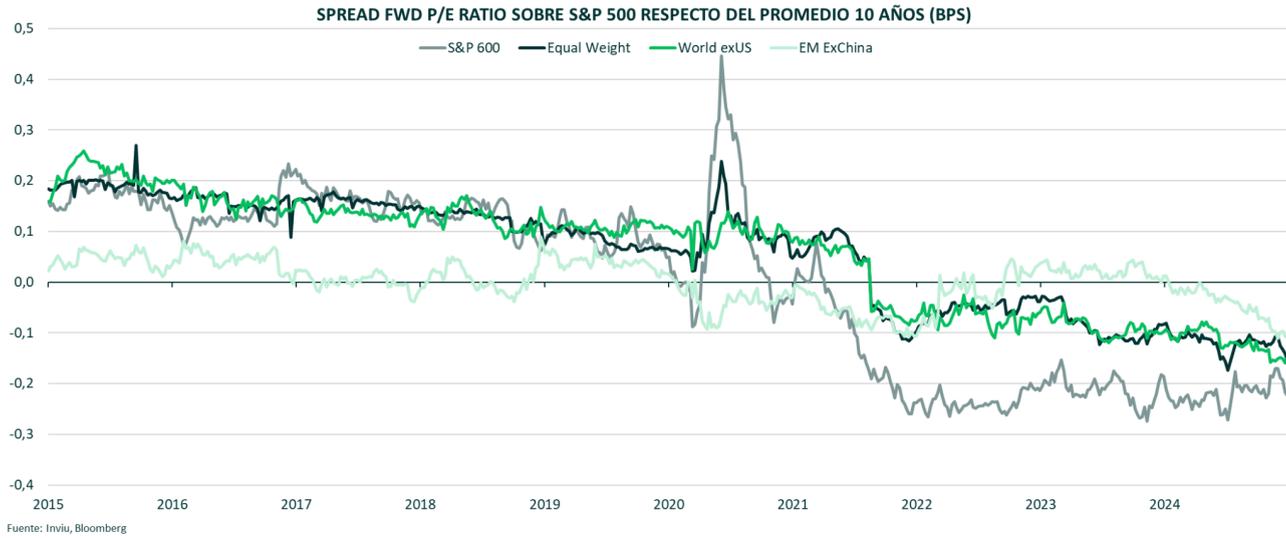
Consideramos que las dinámicas son más favorables fuera de China, principalmente debido al fortalecimiento de las cadenas de suministro hacia otros países emergentes, tal es el caso de Asia (ex Japón), donde el PBI asiático se proyecta para el 2025 en 4,4%, muy por encima del 2,6% esperado en promedio a nivel mundial.

Entre ellos, **India** destaca por una mayor dependencia de la demanda interna, una limitada exposición al mercado estadounidense y una considerable conexión con el comercio interregional y las inversiones transfronterizas. Estas características las posicionan favorablemente para enfrentar posibles riesgos arancelarios provenientes de Estados Unidos en los próximos meses. Entre sus fortalezas sobresalen una población predominantemente joven, el crecimiento de la clase media que favorece el consumo, un robusto flujo de inversión privada (tanto extranjera como nacional) y un marcado avance en el sector tecnológico. India podría emerger como uno de los mayores beneficiarios dentro de los mercados emergentes bajo la administración Trump, gracias a sus cadenas de suministro diversificadas.

En cuanto a las aún elevadas valoraciones de la renta variable India, que se mantienen pese a la corrección observada en el tercer trimestre, consideramos que deben analizarse en el contexto de resultados corporativos sólidos y respaldados por un entorno macroeconómico resiliente aunque debe notarse la pérdida de momentum en el crecimiento.

Por otro lado, en países como **Taiwán y Corea del Sur**, el auge del ciclo tecnológico continúa impulsando la renta variable, dado el papel fundamental del país en el desarrollo de infraestructura para inteligencia artificial. *El crecimiento estructural de productos relacionados con la IA y los semiconductores de alto rendimiento sigue siendo un viento de cola. Sin embargo, mantenemos cautela ante el contexto geopolítico o política interna (Corea del Sur), aunque creemos que la defensa estadounidense sobre el territorio taiwanés debería mantenerse dada su importancia estratégica.*

*Por otro lado, el nearshoring se perfila como un aliado clave para los **países latinoamericanos**, especialmente aquellos que desempeñan un papel estratégico como proveedores de productos básicos esenciales para el desarrollo de infraestructura y transición energética. Además, es positiva su lejanía respecto a los principales focos de conflictos geopolíticos globales.*



No obstante lo anterior, mantenemos una postura táctica neutral por los desafíos políticos internos y externos, pero una visión estratégica positiva de los mercados emergentes hacia el futuro con un punto de entrada atractivo dadas las valuaciones deprimidas.

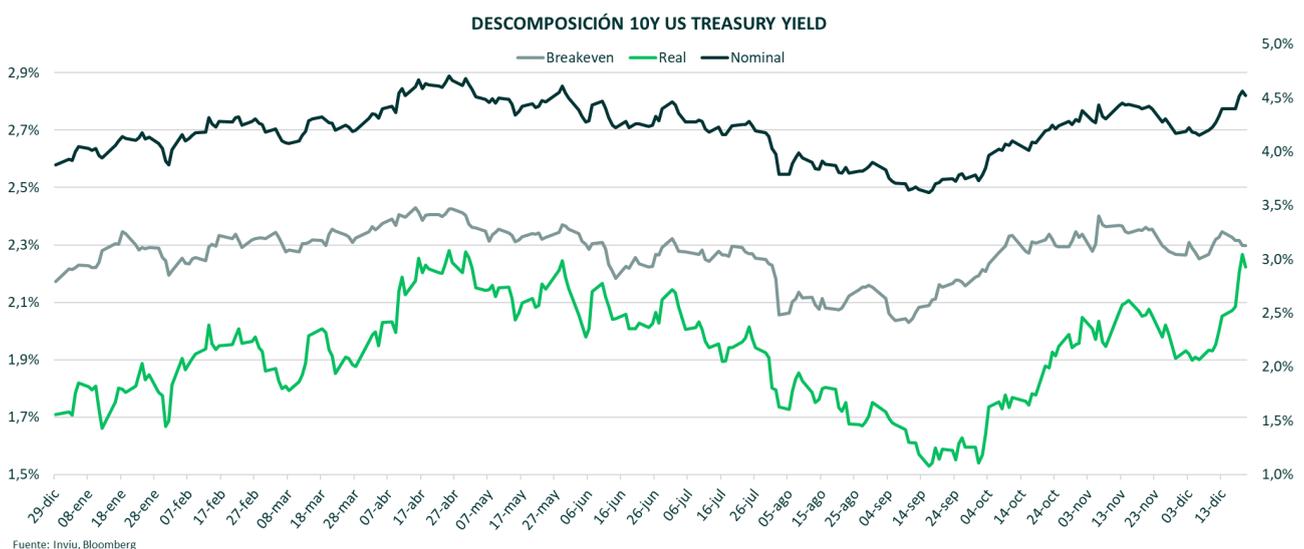
Renta Fija

En términos generales, el contexto mundial parece seguir siendo constructivo con las inversiones en renta fija mientras la mayoría de los bancos centrales le han dado la vuelta al ciclo y, apoyados por crecimientos económicos más lentos y una inflación en niveles tolerables, comenzaron a reducir sus tasas de política monetaria.

Por lo mencionado en el contexto macro creemos que 2025 puede ser un año en el que seamos testigos de una persistente volatilidad de tasas que las haga mantenerse relativamente elevadas a lo largo del año. Sin embargo, incluso en este escenario, los rendimientos actuales siguen siendo históricamente altos ofreciendo puntos de entrada atractivos junto a oportunidades de carry.

En este escenario, el premio por plazo puede convertirse en protagonista. Un sendero permanentemente bajista desde el 2008, e incluso el ingreso sostenido en terreno negativo, del **premio por plazo** debido a grandes períodos de demanda por títulos del Tesoro no sólo del exterior, sino de por parte de la Fed dadas las grandes sumas por QE, se han diluido. No obstante, hacia adelante podríamos seguir teniendo una presión persistente por este lado mientras siga la incertidumbre política y monetaria.

Como puede verse, gran parte del incremento en el rendimiento nominal del Treasury a 10 años es atribuible al crecimiento de las tasas reales que no sólo incorporan mayor crecimiento económico esperado, sino la mencionada incertidumbre de tasas hacia adelante provocando que los inversores exijan mayor retorno para invertir en el tramo largo en lugar de rollear a vencimiento T-Bills.



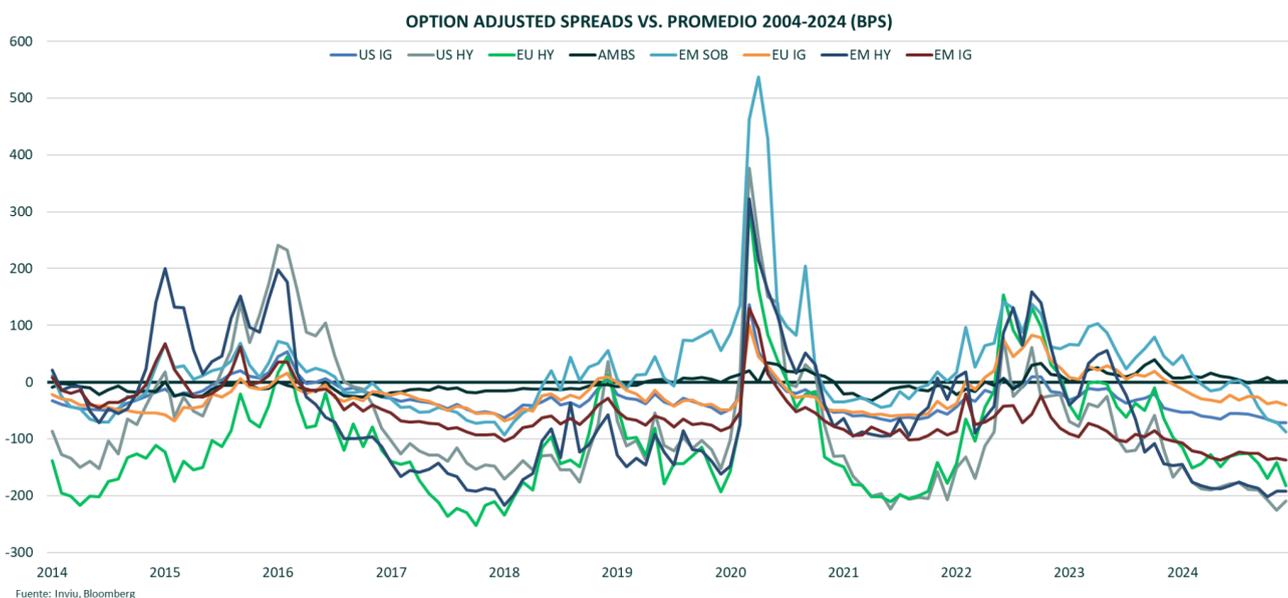
Sumado a lo anterior, los niveles de spreads que encontramos en los distintos segmentos de renta fija están en su gran mayoría por debajo de los promedios de los últimos años. Por un lado, creemos que esto refleja el buen estado de salud de las hojas de balance de las empresas con sólidas ganancias y relativa baja deuda en comparación a la propia deuda del Tesoro de los Estados Unidos que evidencia crecientes déficits y deuda gubernamental.

Por otro lado, el pricing deja poco espacio para sorpresas considerando lo rápido que cambian las expectativas de mercado apoyadas por una postura más bien reactiva de la Fed. Luego del fuerte selloff durante agosto y septiembre del año pasado, hoy las probabilidades de recesión puesta en precios son muy bajas. Adicionalmente, hay un poderoso anclaje en las expectativas de inflación dentro de los rendimientos que también podría generar mayor volatilidad en la medida que los datos no muestren mayor progreso.

La tracción de un acelerado crecimiento de la actividad junto con altos niveles de deuda podrían hacer que el rendimiento del Treasury a 10 años se mantenga en un rango entre 4,3%-4,8% para los próximos 12 meses, por lo que el carry podría ser nuevamente el mayor impulsor de las ganancias en la renta fija, siempre y cuando la economía *no entre en recesión el cual no conforma nuestro escenario base para el 2025*.

A pesar de no esperar mayor empinamiento de la curva de Treasuries para el año entrante, preferimos seguir tomando una posición en el tramo corto/medio en la medida que mantenemos un buen punto de entrada en yields, y a la vez limitada exposición a la volatilidad.

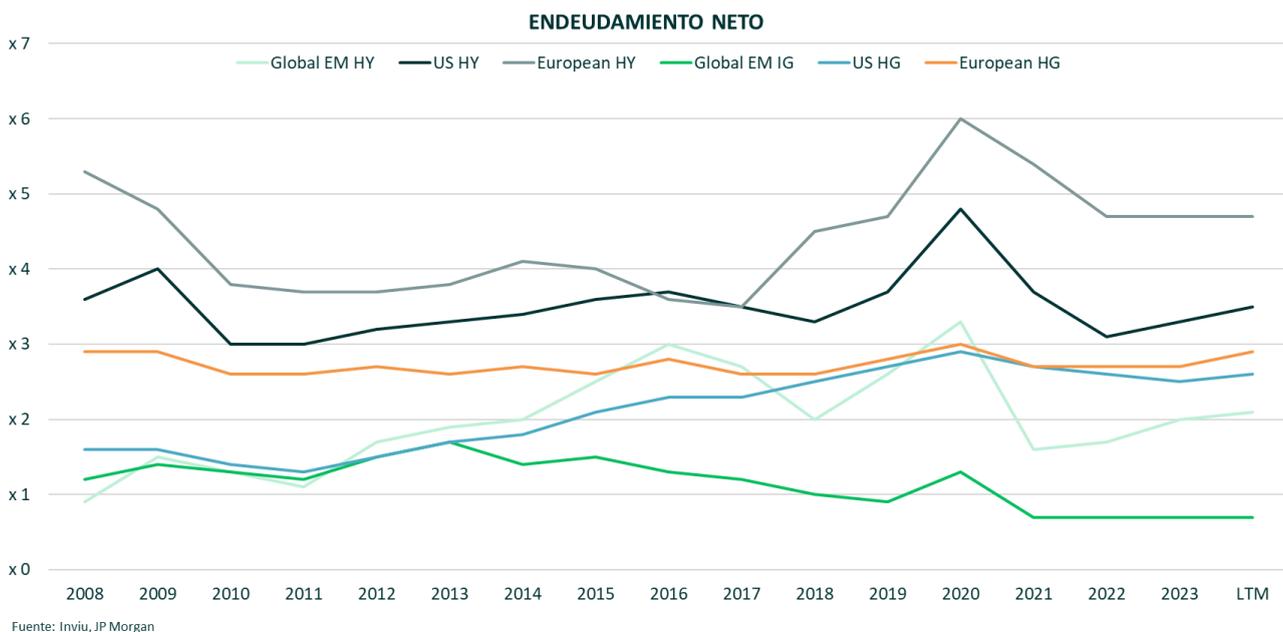
A pesar de los spreads, creemos que puede ser un año para afrontar riesgos y en ese contexto la **deuda high yield** sigue manteniendo su atractivo para perfiles más agresivos ante bajos vencimientos a la vista, crecientes ganancias corporativas y bajos defaults, aunque estos puntos serán de suma importancia que se sostengan para validar las valuaciones. Por otro lado, la deuda securitizada, **Agency MBS** en específico, representa una oportunidad en términos de spreads menos comprimidos (dada la reducción de la hoja de balance de la Fed que ha dejado vencer sin renovación una gran porción de estos activos) que el resto de los segmentos y un grado de calidad necesario para el contexto.



Emerging Markets

El caso de los mercados emergentes se llevará nuestra atención durante los próximos meses. Mantenemos una postura neutral ante los desafíos que seguirá imponiendo la debilidad china, la incertidumbre en torno a los aranceles por parte de Donald Trump y un constante fortalecimiento del dólar que seguirá afectando no sólo sobre la cotización de los commodities, sino también sobre las monedas locales y el peso de la deuda extranjera.

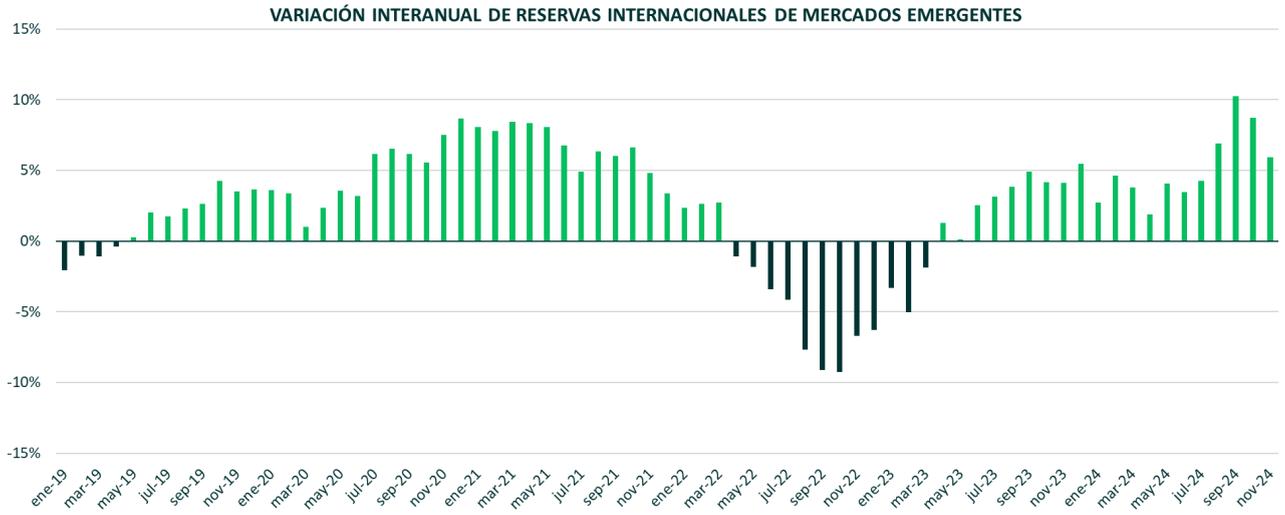
Todo esto ha derivado en una pérdida de entusiasmo sobre este segmento. Sin embargo, luego de complejos años a nivel de fundamentals, el momentum positivo sobre las recalificaciones de la deuda es considerable: por primera vez desde 2019, el tercer trimestre de 2024 mostró calificaciones netas positivas para crédito emergente. El optimismo también puede verse en el universo soberano donde las perspectivas positivas de las agencias de calificación superan a las negativas.



Además, los fundamentos corporativos parecen sólidos. Los desequilibrios soberanos son menores, lo que proporciona una mayor resiliencia del mercado y da a los responsables de las políticas más margen para responder a los riesgos externos. El apalancamiento corporativo sigue siendo manejable en 0,9x para los emisores con grado de inversión y 2,3x para los emisores de alto rendimiento. También, se proyecta que los defaults profundicen su sendero bajista. Se espera que el 90% de los emisores corporativos de mercados emergentes registren crecimiento en 2025, con un aumento proyectado de los ingresos del 4% y del EBITDA del 9%.

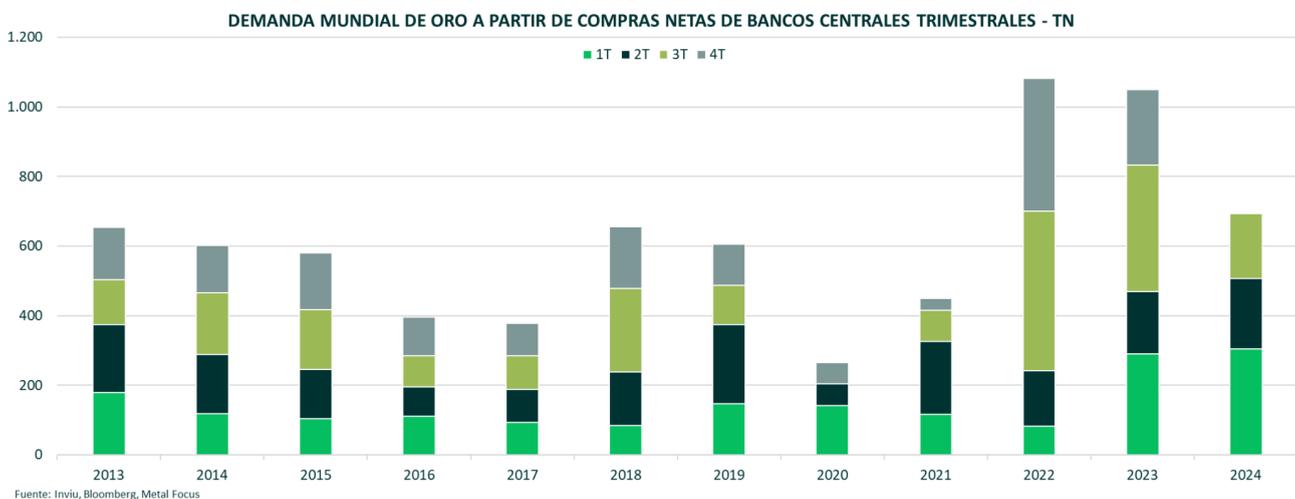
En resumen, creemos que los fundamentos internos en líneas generales son atractivos y los technicals se encuentran también en mejor posición que sus contrapartes estadounidenses. Sin embargo, recomendamos cautela ante los probables vientos de frente macro (India), riesgos políticos tanto internos

(Corea del Sur) como externos (Taiwán, México), y revisar los niveles de endeudamiento y reservas internacionales.



Oro

El oro ha tenido un gran 2024 y desde nuestro punto de vista sigue manteniendo las características que valoramos en un contexto como los mencionados. Históricamente la fortaleza del dólar y altas tasas de interés reales han sido un drag para el metal amarillo. *No obstante, el perfil estratégico en un mundo multipolar con múltiples conflictos geopolíticos, la ampliación de reservas internacionales más allá del dólar estadounidense en países emergentes (China, Turquía, India y Polonia, entre otros), la preferencia por activos ‘fuera del sistema’, su baja correlación con el mercado, y su ventaja en un entorno de altos déficits fiscales lo convierte en un diversificador más que interesante ante la incertidumbre.* Además, si la inflación lograra ser controlada, la caída en las tasas reales y del dólar darían un viento de cola adicional.



Los bancos centrales compraron alrededor de 900 toneladas métricas de oro en 2024, y estos volúmenes pueden mantenerse muy por encima del promedio de la década anterior de alrededor de 325 toneladas métricas al año. En las últimas encuestas de mediados del año finalizado hechas por World Gold Council a bancos centrales, el 80% apunta a incrementar sus reservas de oro. Entre las razones mencionadas para incrementar dichas posiciones, las más significativas fueron por su rol como reserva de valor a largo plazo, cobertura contra la inflación, performance en tiempos de crisis, sin riesgo de impago, y activo de alta liquidez.

Por último, si observamos desde comienzos de 2021, los flujos de minoristas en ETFs aún no han sido excepcionales como su precio, quedando levemente por encima de su nivel de enero del año posterior a la pandemia probablemente en parte por una mayor popularidad del Bitcoin en tiempos recientes.

ÍNDICE DE FLUJOS EN ETF DE ORO

Departamento de Research & Estrategia de Inviu

Nahuel Guevara

Portfolio Management Spec

Nataly Paez Brochero

Portfolio Management Spec

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 modificaran 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.