

## Comité de inversiones: Hay valor en el resto del mundo

No hemos cambiado sustancialmente la visión del mercado con respecto a la última reunión. Seguimos con una actitud cautelosa y sin disensos sustanciales dentro del comité. Creemos que el mercado anticipa demasiado temprano una exitosa gestión anti-inflacionaria de la Fed y por consiguiente prevé un rápido fin del actual ciclo de suba de tasas. Los ajustes en los portafolios con respecto a nuestro último reporte son marginales. La reapertura de la economía China y la debilidad del dólar nos motivaron a reducir levemente la posición en cash, y a incrementar la asignación de deuda emergente y de commodities, principalmente energéticos.

En su última reunión del año, la Fed decidió una suba de 50 puntos básicos (pb) en la tasa de referencia y mostró una actitud más agresiva y mayor determinación para bajar la inflación, a pesar de que los últimos reportes mostraron una desaceleración de los precios. La Fed espera que las tasas terminen el año en 5,1%, unos 50-75 pb por encima de los niveles actuales y no contempla corte alguno de tasas. Sus proyecciones económicas también fueron más pesimistas, estimando un crecimiento magro de la economía en 0,5% (contra el 1,2% esperado el trimestre anterior) y un nivel de desempleo del 4,6% ligeramente superior a las estimaciones anteriores, pero bastante superior al 3,5% actual.

Sin embargo, el mercado tiene una visión mucho más optimista, estimando que las tasas subirán 50pb como máximo en el primer trimestre y que bajarán por lo menos en la misma magnitud a lo largo del segundo semestre del año. Esa perspectiva está muy influenciada por las últimas tres lecturas de inflación en USA, que mostraron bajas significativas, y por la percepción de que podría haber una ligera recesión hacia mediados de 2023.

Nuestra visión es más cercana a la de la Fed, dado que la inflación núcleo – sobre todo la de servicios, que parece bastante arraigada – podría demorar más de lo esperado en bajar, especialmente debido a la inusual fortaleza del mercado laboral, que presenta el desempleo más bajo en 52 años. Por otro lado, la debilidad del dólar seguramente va a presionar a los precios importados a la suba y el resurgir de la economía china podría darles un nuevo impulso a los precios de commodities, en especial el petróleo. De modo que las tasas de interés podrían no bajar lo rápido que el mercado espera, deteriorando las ganancias empresariales y por consiguiente debilitando el mercado accionario.

### Seguimos manteniendo una postura defensiva

	--	-	Neutral	+	++	Comentario
Cash Letras Tesoro USA 6m						Seguimos overweight en cash, aunque redujimos la posición para aumentar ponderaciones en mercados emergentes y commodities
Bonos						Seguimos cautelosos en renta fija. Más positivos en deuda emergente por tasas de intereses subiendo más despacio y un dólar más débil.
Bonos Tesoro						TIPs de largo plazo tienen tasas reales positivas del 1,5%
Corporativos IG						Deuda hasta 5 años da rendimientos atractivos y protección contra la recesión
High Yield						Vulnerable a la recesión. Aumentaríamos cuando spread supere 700
Mercados Emergentes						Tomaríamos posiciones más agresivas con el spread superando 500
Acciones						Hay más valor en las bolsas fuera de los Estados Unidos.
USA						Small caps y sector energético continúan siendo atractivos.
Europa						A pesar de la reciente suba, Europa está barato por valuaciones y por moneda
Japon						Valuaciones y moneda baratos, beneficiario de recuperación China 2023-24
Mercados Emergentes						Favorecemos Asia Emergente
Commodities Ind/Agr/Energ						La reapertura de la economía China, la suspensión de ventas de reservas estratégicas en USA, y la debilidad de dólar juegan a favor del petróleo
Metales preciosos Oro						A pesar de las tasas de interés reales positivas, se beneficia de la debilidad del dólar y brinda protección contra crisis sistémicas
Otros Productos estructurados						Sigue siendo un ambiente que favorece los productos estructurados. Buscaríamos productos con cobertura a la baja mínima del 20%

Fuente: Comité Inversiones – Latin Securities

Seguimos manteniendo una fuerte posición en cash, aunque un poco menor que en el trimestre anterior, ya que una parte fue dirigida a aumentar las posiciones en renta fija y commodities. Con las tasas en Estados Unidos ya por encima del 4%, el cash vuelve a tener rendimientos atractivos después de muchos años y creemos que van a seguir subiendo. Preferimos letras del tesoro americano a 6 meses de plazo, que podrían ocupar entre 5% y 15% según los portafolios. El cash reduce la volatilidad de las carteras y nos da la opción de comprar activos más riesgosos una vez que estos alcancen una valuación más atractiva. El escenario macroeconómico es ideal para portafolios conservadores, que pueden bloquear tasas atractivas mayores al 5% a 2-3 años, lo que, si se da el escenario de inflación contenida, puede resultar en tasas reales del 2% o más.

Continuamos con una posición neutral, expectante, en el mercado de renta fija. No tiene mucho sentido tomar riesgo de duración con una curva de rendimientos tan invertida como la actual salvo en la curva de bonos ajustados por inflación (TIPs), que ofrecen tasas de interés reales atractivas en el entorno de 1,5%. Los rendimientos de los bonos nominales se encuentran en niveles más atractivos que hace unos meses, aunque todavía no está claro que la inflación pueda bajar fácilmente al 2% objetivo de la Fed. Faltan algunos aumentos de tasas y varios meses de lucha contra la inflación. Por lo tanto, mantenemos una posición underweight en bonos nominales largos y un overweight en bonos de 10 años ajustados por inflación (TIPs).

Mantenemos una posición overweight en deuda corporativa de grado de inversión, prefiriendo los bonos con duraciones medias, de hasta 5 años, que ofrecen buena protección ante una recesión. En high yield, seguimos esperando tomar posiciones a spreads mayores que los actuales, probablemente cuando ya haya una recesión en marcha, por lo que mantenemos una posición underweight. Creemos que spreads contra bonos del tesoro cercanos a 700 puntos básicos, unos 250 puntos por encima de los niveles actuales representan un buen punto de entrada como lo fue en crisis anteriores.

En deuda corporativa y soberana de mercados emergentes aumentamos la ponderación de neutral a ligeramente overweight. Los mercados emergentes en general han tenido menos problemas con la inflación, ya que han sido mucho más prudentes desde el punto de vista fiscal. Por lo tanto, los bancos centrales han tenido posturas mucho menos duras que los de Europa y Norteamérica y están mucho más avanzados en los procesos de subas de tasas. Seguimos pensando en tomar posiciones más agresivas si el spread contra los bonos del tesoro superase los 500 puntos (contra los 380 actuales).

Preferimos mantener una posición underweight en renta variable, con una visión negativa en Estados Unidos y más positiva en el resto del mundo. Nos sigue preocupando la posibilidad de una fuerte caída en las estimaciones de ganancias, que han comenzado a caer incipientemente en los últimos meses, pero que se han mantenido resilientes en los últimos tiempos. Sin embargo, la historia muestra que con una economía desacelerándose las ganancias corporativas deberían comenzar a caer. Creemos que la actual temporada de ganancias será importante, ya que va a incluir las perspectivas por parte del senior management, que podría ser el catalizador para una caída más acelerada en las estimaciones. En el mercado americano comenzaríamos a aumentar levemente cuando el P/E basado en estimaciones de ganancias a 12 meses llegue a niveles de 17x, lo que asumiendo una caída de estimaciones de ganancias del 10% podría significar niveles equivalentes a 3.400-3.500 del S&P500.

En Europa, a pesar de la fuerte recuperación de los últimos meses, mantenemos una posición neutral. La región ya está en recesión, y la inflación no solo ha comenzado a bajar lentamente, sino que parece estar mucho menos arraigada en la economía que en USA. Por lo tanto, es probable que la inflación de servicios no desarrolle la misma inercia que en América. Las valuaciones continúan mucho más bajas que en USA, lo que brinda un mayor rendimiento potencial y mayor resiliencia en caso de que los mercados vuelvan a debilitarse. Seguimos teniendo una mirada positiva acerca de Japón y los mercados emergentes, particularmente en Asia, ambos cotizando a valuaciones atractivas y con perspectivas de beneficiarse de la reciente reapertura de la economía China después de largos confinamientos y de un dólar más débil. Los países asiáticos, por otro lado, tienen proporción mucho menor de deuda en moneda dura y tipos de cambio desvinculados al dólar, lo que ayuda a mantener una estabilidad macroeconómica. Tanto en Europa, Japón, y en los mercados emergentes preferimos posiciones sin cobertura de moneda.

En commodities pasamos de una posición levemente underweight a una posición neutral, con un sesgo hacia los commodities energéticos y neutral en materiales básicos e industriales. También tenemos una posición neutral en metales preciosos, que, si bien pierden algo de atractivo frente a las tasas reales positivas, compensan con cierto nivel de protección contra la inflación, así como por el hecho de proveer una importante cobertura contra eventos macroeconómicos disruptivos, como durante la crisis del 2008.

Por último, en cuanto a productos estructurados, si bien la baja de volatilidad ha reducido los retornos potenciales, seguimos positivos en aquellos vehículos que ofrezcan una protección al capital por encima del 20%, que creemos suficiente para mitigar el riesgo de caídas en los mercados.

## Información Importante

### Información importante para el inversor

El presente informe ha sido elaborado por Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, sociedad de intermediación registrada en el Banco Central del Uruguay (BCU) con el número de identificación 7618. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa está domiciliada en Dr. Gabriel Otero 6502, Montevideo, Uruguay (Tel: +26052281)

1. Este informe se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye ni debe interpretarse como una oferta de compra o venta o una solicitud de oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en cualquier estrategia comercial particular en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe se considera fiable a la fecha de su emisión y se ha obtenido de fuentes públicas consideradas fiables. Ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni ninguna de sus subsidiarias y afiliadas hacen ninguna representación o garantía, expresa o implícita, en cuanto a la integridad, fiabilidad o exactitud de dicha información, ni este informe pretende ser una declaración completa o un resumen de los valores, mercados o desarrollos a los que se hace referencia aquí. Las opiniones, estimaciones y proyecciones aquí expresadas constituyen el juicio actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha en que fue emitido y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Los precios y la disponibilidad de los instrumentos financieros son meramente indicativos y están sujetos a cambios sin previo aviso. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa no tiene ninguna obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informa al lector en consecuencia, excepto cuando finalice la cobertura de las empresas tratadas en el informe.

2. El analista responsable de la elaboración de este informe declara que las opiniones expresadas en el mismo reflejan fiel y exclusivamente sus puntos de vista y opiniones personales sobre todas y cada una de las empresas o valores objeto del mismo y han sido elaboradas de forma independiente y autónoma. Debido a que las opiniones personales de los analistas pueden diferir entre sí, Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, puede haber emitido o puede emitir informes que sean inconsistentes con, y/o llegar a conclusiones diferentes de la información aquí presentada.

3. Los analistas de renta variable y su personal en Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa son compensados sobre la base de un sistema de salarios y bonos. En la determinación de las bonificaciones se tienen en cuenta varios factores, entre los que se incluyen la calidad y el rendimiento del producto de investigación, el éxito del analista en la calificación de valores frente a un índice del sector y la eficacia del apoyo a la negociación y a las fuerzas de ventas minoristas e institucionales. Otros factores pueden ser, entre otros, los siguientes: las calificaciones generales de partes internas (distintas de la banca de inversión) o externas y la productividad general y los ingresos generados en los valores cubiertos. No obstante, el analista responsable del contenido de este informe declara que ninguna parte de su remuneración ha estado, está o estará directa o indirectamente relacionada con ninguna recomendación u opinión específica contenida en el mismo, ni vinculada a la fijación de precios de ninguno de los valores tratados en él. El analista declara que no mantiene ninguna relación con ninguna persona afiliada a las empresas o al gobierno y que no recibe ninguna compensación por los servicios prestados ni tiene ninguna relación comercial con la empresa ni con ninguna persona o entidad que represente los intereses de la empresa. El analista y cualquier miembro de su familia no tienen, directa o indirectamente, más del 5% de su patrimonio personal en valores emitidos por las empresas o el gobierno analizados en este informe en su cartera de inversión personal, ni está involucrado personalmente en la adquisición, venta o negociación de dichos valores en el mercado. Ni el analista ni ningún miembro de su familia es funcionario, director o miembro del consejo asesor de las empresas analizadas en este informe.

4. Ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, ni sus empleados, son propietarios usufructuarios del 1% o más de cualquier clase de títulos de capital ordinario de las empresas analizadas en este informe. Además, ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni sus afiliados: (a) han administrado o co-administrado una oferta pública de valores para las empresas en los últimos 12 meses; (b) han recibido compensación por servicios de banca de inversión de las empresas en los últimos 12 meses; o (c) esperan recibir o tienen la intención de buscar compensación por servicios de banca de inversión de las empresas en los próximos 3 meses.

5. Factores de riesgo generales: A continuación se presentan algunos factores de riesgo generales que pertenecen a los negocios de las empresas sujetas y a los precios objetivos proyectados y las recomendaciones incluidas en Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa: (1) Los fundamentos de la industria con respecto a la demanda de los clientes o los precios de los productos/servicios podrían cambiar e impactar negativamente en los ingresos y ganancias esperados; (2) Los temas relacionados con los principales competidores o las cuotas de mercado o las expectativas de nuevos productos podrían cambiar la actitud de los inversores hacia el sector o esta acción; (3) Los acontecimientos imprevistos relacionados con la gestión, la situación financiera o las políticas o prácticas contables podrían alterar la valoración prevista; (4) Los factores externos y reglamentarios que afectan a la economía argentina, los tipos de interés, el tipo de cambio o los principales segmentos de la economía podrían alterar la confianza de los inversores y las perspectivas de inversión; o (5) las cuestiones que podrían afectar a los mercados en los que operan las empresas cubiertas. Las inversiones internacionales implican riesgos adicionales como la fluctuación de la moneda, las diferentes normas de contabilidad financiera y la posible inestabilidad política y económica.

6. Los instrumentos financieros analizados en este informe pueden no ser adecuados para todos los inversores. Este informe no tiene en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera o las necesidades particulares de ningún inversor concreto. Los inversores deben obtener un asesoramiento financiero independiente basado en sus propias circunstancias particulares antes de tomar una decisión de inversión sobre la base de la información contenida en este informe. Si un instrumento financiero está denominado en una moneda distinta a la del inversor, una variación de los tipos de cambio puede afectar negativamente al precio o valor del instrumento financiero, o a los ingresos derivados del mismo, y el lector de este informe asume cualquier riesgo de cambio. Los ingresos de los instrumentos financieros pueden variar y su precio o valor, directa o indirectamente, puede subir o bajar. Los resultados pasados no son necesariamente indicativos de los resultados futuros, y no se hace ninguna representación o garantía expresa o implícita en este documento con respecto a los resultados futuros. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa no acepta responsabilidad alguna por cualquier reclamación, coste, pérdida o gasto, directo o indirecto, derivado del uso de este informe o de su contenido.

7. Este informe se proporciona a los clientes de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa únicamente para su uso personal y no comercial. Salvo autorización expresa de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, usted no puede copiar, reproducir, transmitir, vender, exhibir, distribuir, publicar, emitir, circular, modificar, difundir o explotar comercialmente la información contenida en este informe, en forma impresa, electrónica o de cualquier otra manera, sin el previo consentimiento expreso y por escrito de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa. Asimismo, usted se compromete a no utilizar la información proporcionada en este informe para ningún fin ilícito.

Este informe y su contenido son propiedad de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa y están protegidos por las leyes de derechos de autor, secretos comerciales u otras leyes de propiedad intelectual aplicables.

La información adicional relativa a los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a petición

