

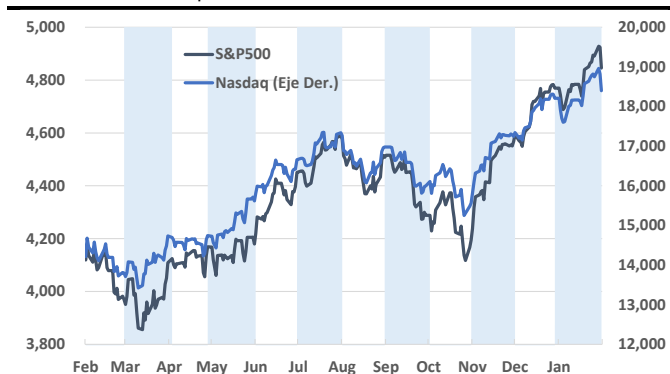
ENERO 2024

Al ritmo de la Fed

Los mercados de acciones tuvieron un gran comienzo de año. El S&P500 subió 1,7% en enero, superando el máximo histórico de enero 2022. Esto respondió en gran medida a la confianza que mostró la Fed, tras su reunión de diciembre, en sus planes de bajar las tasas en 2024. En aquel momento, hizo hincapié en el descenso de la inflación de los últimos meses, la moderación de la actividad económica, y en un mercado laboral que si bien continuaba sostenido, ya no tenía la exuberancia de meses anteriores. Sin embargo, en la última reunión le puso paños fríos a las expectativas de ver los primeros cortes de tasas en marzo, borrando la mitad de la ganancia del mes.

Acciones americanas suben por tercer mes consecutivo

S&P500 vs Nasdaq



Fuente: Bloomberg

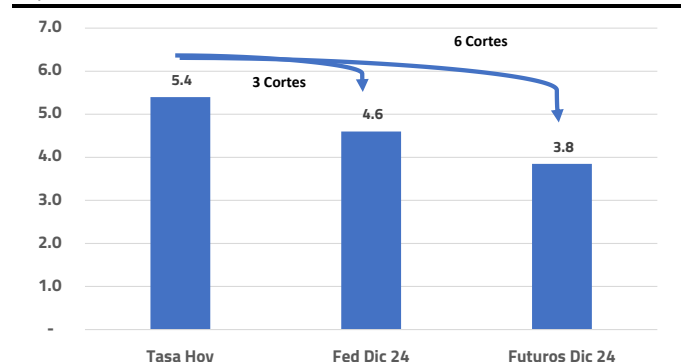
En los meses siguientes, la Fed deberá manejar las tasas de tal manera de no mantenerlas altas por demasiado tiempo provocando una recesión, ni bajarlas demasiado rápido alentando un rebote inflacionario. Por lo pronto, su presidente descartó una baja de tasas de interés en marzo, dado que no tiene la suficiente confianza de que la inflación haya sido derrotada de manera definitiva. De hecho, el mercado laboral continúa

en buena forma y la actividad económica sigue firme.

El mercado está demasiado dependiente del accionar de la Fed, mostrando una gran volatilidad en los periodos posteriores a las reuniones. Esto se debe a los cambios de tono de reunión a reunión y divergencias de opinión con el mercado acerca de sus próximos pasos. Mientras que la Fed continúa pensando en bajar las tasas durante el año, esa decisión está condicionada a que inflación continúe descendiendo de manera convincente o a que haya un deterioro en el mercado laboral. Por lo pronto, no cortará las tasas en marzo, y probablemente tampoco en mayo.

Gran discrepancia entre la Fed y el mercado

Expectativas de tasas Fed en diciembre 2024 vs. actuales



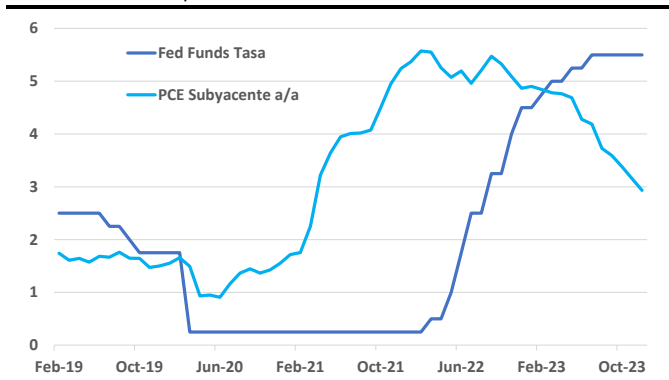
Fuente: Bloomberg

Además, sus proyecciones económicas publicadas en diciembre mostraron que esperan solo tres cortes de 25 puntos básicos en 2024. En cambio, el mercado piensa que ya debería haber cortado las tasas dado el significativo descenso de la inflación en los últimos meses. De hecho, aun después de la reciente reunión, el mercado de futuros indica que la tasa de referencia sufrirá 5-6 cortes.

El mercado razona que las tasas de interés de referencia al 5,25-5,50% ya están bien por encima tanto del 3,4% al que crecieron los precios al consumidor en diciembre, como del 2,9% reportado para el PCE subyacente, la medida de inflación favorita de la Fed. Esto implica que si bien la tasa de corto plazo real (descontada la inflación) está por encima del 2%, un nivel que algunos consideran justo o bajo por la gran cantidad de deuda que tiene que emitir Estados Unidos en los próximos años, es un nivel históricamente alto. Más aun, algunos analistas del mercado han señalado que la inflación del PCE subyacente anualizado de los últimos 3 y 6 meses ya se encuentra por debajo del objetivo de del 2%. Ante estos cuestionamientos, la Fed argumenta que para tener más confianza, necesita ver esos niveles de inflación en las comparaciones interanuales.

Las tasas ya están en terreno restrictivo

Inflación PCE subyacente vs. tasas Fed



Fuente: Bloomberg

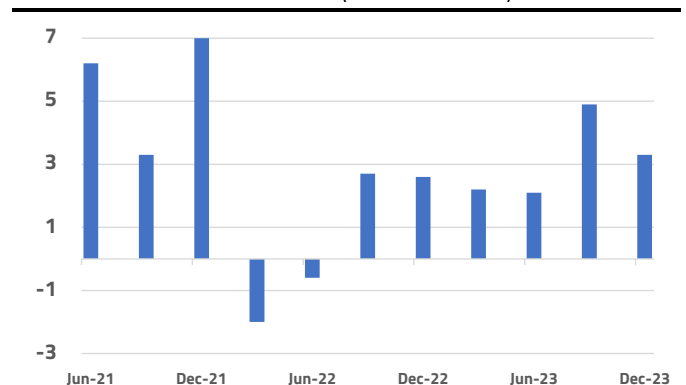
También a favor de la postura del mercado, hay factores que deberían contribuir a una caída de la inflación en los próximos meses. Entre ellos están la estabilidad en los precios de los bienes, el moderado crecimiento de los precios de los servicios, y sobre todo la muy anticipada baja del componente de viviendas en los índices por cuestiones metodológicas.

Si esta visión del mercado fuese la correcta, sería un gran momento para comprar bonos, ya que tasas alrededor del 4% (2 puntos porcentuales por encima de la inflación) para bonos del tesoro a 10 años lucen atractivas.

A primera vista, la Fed parecería estar pecando de conservadora. Sin embargo, su accionar prudente está basado tanto en razones económicas como políticas. El primer factor es el crecimiento económico. El consenso de los analistas espera que la economía americana crezca solo 1,5% en 2024, por debajo del 2,5% de 2023. Sin embargo, el crecimiento en los trimestres recientes ha sido robusto, con 4,9% t/t anualizado en el 3T y 3,1% t/t anualizado en el 4T. Además, la estimación de crecimiento para el primer trimestre del Atlanta Now, índice que pronostica el crecimiento económico en tiempo real, acaba de subir a 4,2% desde 3,1%. Por otro lado, algunos de los índices de gerentes de compras han pasado a terreno expansivo después de varios meses de mostrar contracción. Estos datos podrían haber colaborado al reciente repunte en las acciones y un rebote transitorio de las tasas.

Fuerte crecimiento de la economía americana

Crecimiento PBI Estados Unidos (% t/t anualizado)



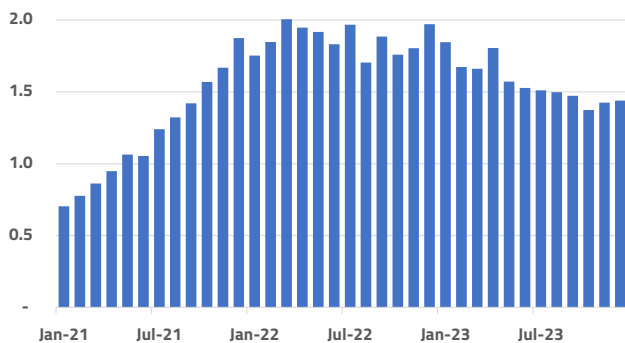
Fuente: Bloomberg

Por otro lado, el mercado laboral pujante es uno de los principales impedimentos que tiene la Fed

para avanzar en un proceso de baja de tasas. Si bien la creación de empleos ha venido disminuyendo, el desempleo sigue por debajo del 4%, mientras que la demanda de trabajo sigue en niveles muy altos, con 1,5 ofertas de trabajo por cada persona desempleada. Además, si bien los salarios están creciendo a un ritmo menor que hace unos meses, continúan haciéndolo al 4-5% por año, muy por encima de la inflación.

Mercado laboral sigue robusto

Ofertas de trabajo / personas desempleadas



Fuente: Bloomberg

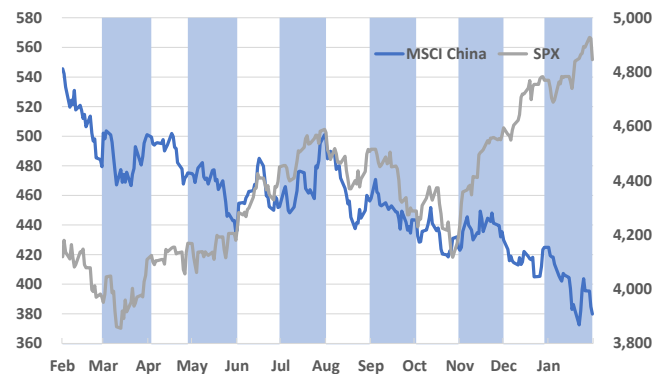
Por último, el prudente accionar de la Fed estaría intentando mostrar independencia de las fuerzas políticas en un año electoral. Cualquier baja de tasas sin el suficiente fundamento podría ser utilizado por un candidato presidencial opositor para culpar a la Fed de estar jugando a favor del candidato del presidente de turno.

La decisión de la Fed de mantener las tasas sin cambios no es un hecho aislado. Durante enero, los bancos centrales de Canadá e Inglaterra mantuvieron las tasas en los niveles previos, también mencionando la necesidad de una mayor confianza en el proceso desinflacionario. El Banco Central Europeo tomó la misma decisión, pero su discurso fue diferente. Su argumento fue que la debilidad económica lo llevaría a implementar recortes de tasas antes de lo esperado. La debilidad económica fue reflejada

en una desaceleración de la inflación a 2,8% a/a y en un nulo crecimiento económico en el último trimestre del año.

Las acciones de China continúan en caída libre

MSCI China vs S&P500



Fuente: Bloomberg

La pobre performance económica europea está relacionada con la floja economía de China. Esta, sufre la falta de confianza por parte de los consumidores locales e inversores extranjeros acerca de su capacidad de encontrar una pronta salida a la crisis inmobiliaria. La inflación fue negativa por tercer mes consecutivo en diciembre, algo que no ocurría desde 2009. A pesar de los fuertes datos de crecimiento reportados, el mercado se mantiene escéptico ante la recuperación y está insatisfecho con las medidas tomadas por el gobierno. Las acciones cayeron cerca de 10% en el mes y la disparidad de rendimientos en los últimos 12 meses con respecto al mercado japonés y el americano se encuentra en niveles históricamente altos. Sin embargo, hasta que no exista un catalizador positivo que señale el final de la crisis inmobiliaria, será difícil ver el ansiado rebote.

Acciones Americanas	1M	YTD
DJIA	1.3%	1.3%
Nasdaq Composite	1.0%	1.0%
S&P 500	1.7%	1.7%
Russell 2000	-3.9%	-3.9%
Russell 1000 Value	0.1%	0.1%
Russell 1000 Growth	2.5%	2.5%
Russell 1000	1.4%	1.4%

Enero fue un buen mes para las acciones americanas. Las acciones 'growth' y tecnológicas, impulsadas por una creciente probabilidad de recortes de tasa, tuvieron mejores rendimientos que las 'value'. Las acciones 'small cap' continuaron por detrás de las 'large cap', al tener una menor ponderación en los índices del sector tecnológico.

Mercados Desarrollados (USD)	1M	YTD
MSCI ACWI	0.6%	0.6%
MSCI ACWI ex-US	-1.0%	-1.0%
MSCI World	1.2%	1.2%
MSCI World ex-US	0.4%	0.4%
Japan: Nikkei 225	4.1%	4.1%
Stoxx Europe 600	-0.2%	-0.2%
Germany: DAX	-1.1%	-1.1%

Las acciones de mercados desarrollados arrancaron el año débilmente, con Estados Unidos liderando. El dólar fuerte tuvo un efecto negativo en los retornos medidos en dólares.

Mercados Emergentes (USD)	1M	YTD
MSCI EM	-4.6%	-4.6%
China: Shanghai Comp.	-7.2%	-7.2%
Hong Kong: Hang Seng	-9.2%	-9.2%
India: S&P BSE Sensex	-0.4%	-0.4%
Brazil: Bovespa	-6.7%	-6.7%
MSCI: México	-1.4%	-1.4%
Argentina: Merval	2.9%	2.9%
Chile: Santiago IPSA	-8.6%	-8.6%

Los mercados emergentes decepcionaron, principalmente influenciados por la fortaleza del dólar. El MSCI Emerging Markets fue arrastrado por el pobre rendimiento de las bolsas chinas, que representan 25% del índice.

Bonos Tesoro USA	1M	YTD
US Treasury 2 Yr	(4)	(4)
US Treasury 5 Yr	(1)	(1)
US Treasury 10 Yr	3	3
US Treasury 30 Yr	14	14

Los rendimientos de los bonos del tesoro americano cayeron levemente en enero en los tramos más cortos de la curva, ante la publicación de buenos datos económicos.

Índices Renta Fija (USD)	1M	YTD
US HY	0.1%	0.1%
US IG	-0.7%	-0.7%
US GLOBAL	-0.7%	-0.7%
GLOBAL HY	0.0%	0.0%
GLOBAL IG	-2.0%	-2.0%
EM HY	-0.3%	-0.3%
EM IG	-1.2%	-1.2%
EM Global	-0.9%	-0.9%

La suba de tasas de largo plazo en enero influyó negativamente los retornos de la renta fija. Los índices de bonos de peor calidad crediticia, que tienen duraciones menores y mayor carry, continuaron la tendencia de 2023, con mejores retornos que los de buena calidad.

Monedas	1M	YTD
DXY	2.2%	2.2%
Euro	-2.0%	-2.0%
Yen	-4.0%	-4.0%
Libra	-0.3%	-0.3%
Yuan	-1.0%	-1.0%
Real	-2.0%	-2.0%
MSCI Emerging Mkts Currency	-0.9%	-0.9%

Los datos de crecimiento, junto con la caída en la probabilidad de recortes de tasa en Estados Unidos a final del mes, impulsaron al dólar. La expectativa de recortes de tasas en Europa y los débiles datos económicos en China llevaron a una depreciación de sus monedas.

Commodities	1M	YTD
BBG Commodity Index	0.4%	0.4%
BBG Agriculture Index	-1.5%	-1.5%
Oil	6.1%	6.1%
Gas	-16.5%	-16.5%
Oro	-1.1%	-1.1%
Plata	-3.5%	-3.5%
Cobre	0.4%	0.4%
Soja	-5.5%	-5.5%
Trigo	-5.2%	-5.2%
Maíz	-4.9%	-4.9%
Algodón	5.1%	5.1%
Ganado	2.1%	2.1%

La fortaleza del dólar generó una caída de los retornos de la mayoría de los commodities. Sin embargo, las tensiones geopolíticas impulsaron los precios del petróleo .

Important Information

Important Investor Disclosures

This report was prepared by Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, a broker-dealer registered at Banco Central del Uruguay (BCU) under identification number 7618. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa is domiciled at Dr. Gabriel Otero 6502, Montevideo, Uruguay (Tel: +26052281)

1. This report is provided for informational purposes only and does not constitute or should not be construed as an offer to buy or sell or solicitation of an offer to buy or sell any financial instrument or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The information herein is believed to be reliable as of the date in which this report was issued and has been obtained from public sources believed to be reliable. Neither Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa nor any of its subsidiaries and affiliates make any representation or warranty, express or implied, as to the completeness, reliability or accuracy of such information, nor is this report intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to herein. Opinions, estimates, and projections expressed herein constitute the current judgment of the analyst responsible for the substance of this report as of the date in which it was issued and are therefore subject to change without notice. Prices and availability of financial instruments are indicative only and subject to change without notice. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa has no obligation to update, modify or amend this report and informs the reader accordingly, except when terminating coverage of the companies discussed in the report.

2. The analyst responsible to produce this report hereby represents that the views expressed herein accurately and exclusively reflect his or her personal views and opinions about any and all of the subject companies or securities and were prepared independently and autonomously. Because the personal views of analysts may differ from one another, Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein.

3. Equity analysts and their staff at Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa are compensated based on a salary and bonus system. Several factors are considered in the bonus determination including quality and performance of research product, the analyst's success in rating stocks versus an industry index, and support effectiveness to trading and the retail and institutional sales forces. Other factors may include but are not limited to: overall ratings from internal (other than investment banking) or external parties and the general productivity and revenue generated in covered stocks. However, the analyst responsible for the content of this report hereby represents that no part of his or her compensation was, is, or will be directly or indirectly related to any specific recommendation or views contained herein or linked to the pricing of any of the securities discussed herein. The analyst declares that (s)he does not maintain any relationship with any individual affiliated with the companies or government and does not receive any compensation for services rendered to or have any commercial relationship with the company or any individual or entity representing the interests of the company. The analyst and any member of his/her household do not hold, directly or indirectly, more than 5% of their personal net worth in any securities issued by the companies or government analyzed in this report in his/her personal investment portfolio, nor is (s)he personally involved in the acquisition, sale or trading of such securities in the market. Neither the analyst nor any member of the analyst's household serves as an officer, director or advisory board member of the companies analyzed in this report.

4. Neither Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa nor their employees, beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the companies analyzed in this report. In addition, neither Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa nor its affiliates: (a) have managed or co-managed a public offering of securities for the companies in the past 12 months; (b) have received compensation for investment banking services from the companies in the past 12 months; or (c) expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies within the next 3 months.

5. General Risk Factors: Following are some general risk factors that pertain to the businesses of the subject companies and the projected target prices and recommendations included on Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa research: (1) Industry fundamentals with respect to customer demand or product / service pricing could change and adversely impact expected revenues and earnings; (2) Issues relation to major competitors or market shares or new product expectations could change investor attitudes toward the sector or this stock; (3) Unforeseen developments with respect to the management, financial condition or accounting policies or practices could alter the prospective valuation; (4) External and regulatory factors that affect the Argentinean economy, interest rates, the FX rate or major segments of the economy could alter investor confidence and investment prospects; or (5) issues that could affect markets in which the covered companies operate. International Investments involve additional risks such as currency fluctuation, differing financial accounting standards, and possible political and economic instability.

6. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors. This report does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain independent financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the information contained herein. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and the reader of this report assumes any currency risk. Income from financial instruments may vary and their price or value, either directly or indirectly, may rise or fall. Past performance is not necessarily indicative of future results, and no representation or warranty express or implied, is made herein regarding future performances. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa does not accept any liability whatsoever for any direct or indirect or consequential claim, cost, loss or expense arising from any use of this report or its content.

7. This report is provided to clients of Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa only for your personal, non-commercial use. Except as expressly authorized by Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, you may not copy, reproduce, transmit, sell, display, distribute, publish, broadcast, circulate, modify, disseminate, or commercially exploit the information contained in this report, in printed, electronic or any other form, in any manner, without the prior express written consent of Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa. You also agree not to use the information provided in this report for any unlawful purpose.

This report and its contents are the property of Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa and are protected by applicable copyright, trade secret or other intellectual property laws.

Additional information relative to the financial instruments discussed in this report is available upon request.

