

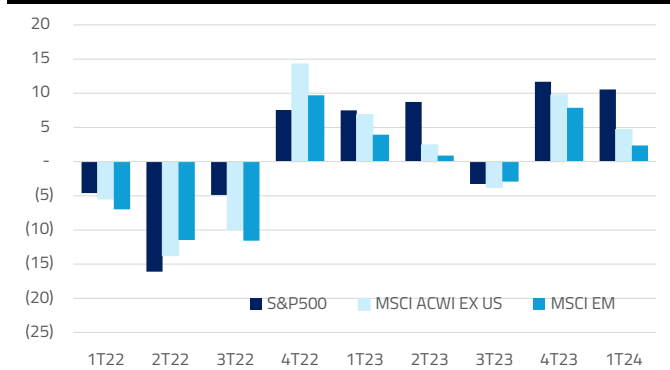
La Fed tiene menos certezas

Por segundo trimestre consecutivo, las acciones americanas subieron por encima del 10%, impulsadas por un fuerte crecimiento económico, solidas ganancias corporativas, y una Fed todavía tolerante a las incipientes señales de resurgimiento inflacionario. En consecuencia, el mercado de futuros ha reducido drásticamente el número de cortes de tasas esperados para este año, alineándose con los pronósticos de la Fed después de mucho tiempo. Además, el reciente repunte de los precios de *commodities* amenaza con hacer más difícil el trabajo de la Fed en los próximos meses. Los precios de los bonos han reflejado esta incertidumbre con una tendencia bajista y volátil. La evolución del empleo, uno de los principales motores de la economía, se ha mostrado robusta en los últimos meses y será clave para determinar la continuidad de la actual bonanza y los movimientos de la Fed en el futuro cercano.

El año comenzó con la misma tendencia alcista con la que terminó el 2023. Por segundo trimestre consecutivo, las acciones americanas subieron por encima del 10%. Los mercados desarrollados fuera de los Estados Unidos tuvieron rendimientos cercanos al 5%, principalmente debido a sus crecimientos económicos más pobres. Los mercados emergentes estuvieron aún más flojos, creciendo solo 2-3%, muy influenciados por los bajos retornos del mercado chino, que representan un cuarto del índice.

El S&P continúa liderando las subas

Retornos trimestrales principales mercados accionarios (%)



Fuente: Bloomberg

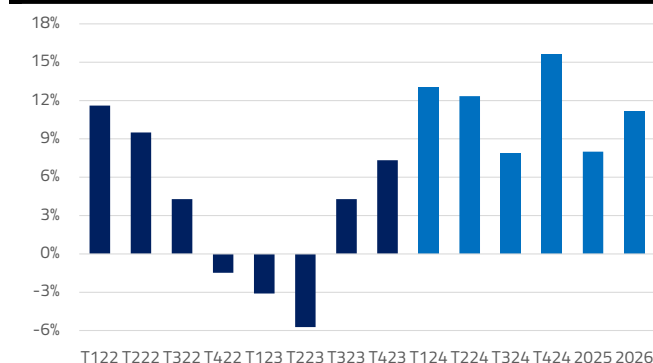
El comportamiento de las acciones fue influenciado por el fuerte crecimiento de las ganancias corporativas, particularmente las de las llamadas siete magníficas (Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia, y Tesla), grandes empresas de tecnología muy involucradas en inteligencia artificial.

La temporada de reportes de ganancias del cuarto trimestre que concluyó en marzo arrojó resultados

por encima de lo esperado. El crecimiento interanual del 8%, fue muy por encima del 1% pronosticado al inicio de la temporada. Las ganancias de las 7 magníficas se destacaron aumentando 56% a/a en promedio, mientras que las del resto del S&P500 cayeron 1%.

Fuerte crecimiento de ganancias en Estados Unidos

Crecimiento ganancias corporativas S&P500 (a/a)



Fuente: Yardeni Research

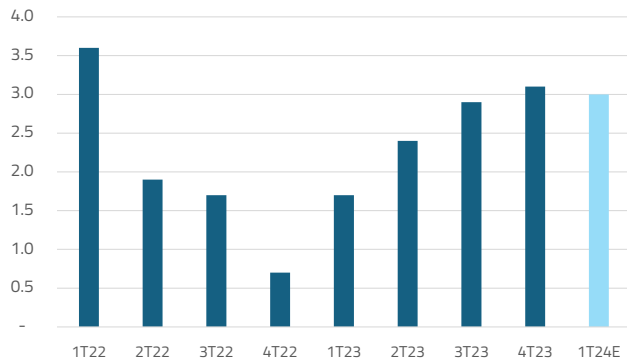
Las perspectivas para las empresas del S&P 500 son optimistas, con un crecimiento esperado de ganancias esperadas para 2024 por encima del 10%.

El crecimiento de precios el año pasado se concentró en un puñado de acciones tecnológicas, y por lo tanto fue relativamente inmune a los avatares de la economía. La situación podría cambiar en 2024 y abarcar a más sectores, ya que la economía ha crecido aceleradamente en los últimos trimestres, principalmente impulsada por un mayor consumo. Los crecimientos interanuales del PBI han escalado desde 1,7% a/a en el 1T23 hasta 3,1% a/a en el 4T23.

Además, a pesar de que el consenso estimaba que la economía se debilitaría en 2024, las primeras estimaciones sugieren que el crecimiento del primer trimestre rondaría 2,5% t/t.

La economía crece fuertemente

Crecimiento PBI Estados Unidos (% a/a)



Fuente: Bloomberg

Los analistas se han tornado muy optimistas en los últimos meses con respecto a 2024, incrementando fuertemente sus estimaciones, que comenzaron en 0,6% a mediados del 2023 y ya están cerca del 2,2%.

Creciente optimismo con respecto a economía americana

Evolución estimaciones crecimiento PBI 2024 en Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

Uno de los principales impulsores de la economía en Estados Unidos es el consumo, que representó las dos terceras partes del crecimiento económico del cuarto trimestre. A pesar de los fuertes incrementos de tasas de interés en 2022-23, el mercado laboral sigue creciendo de manera sostenida. La creación de puestos de trabajo en el primer trimestre fue 30% superior a la del cuarto trimestre del año pasado.

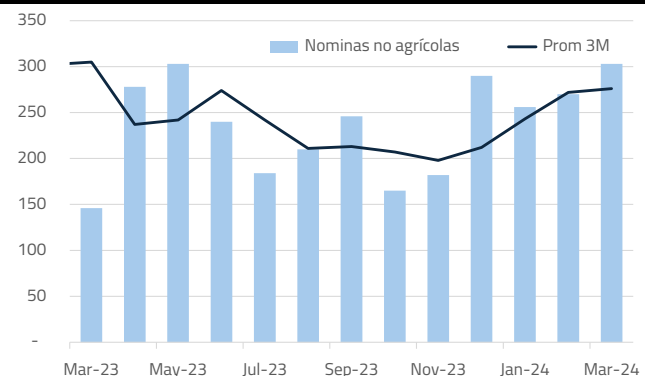
Como resultado, el desempleo se mantiene en 3,8%, que, si bien es más alto que el mínimo de 3,4%

alcanzado en enero 2023, muestra un mercado laboral extremadamente demandado. De hecho, los últimos datos muestran una demanda de 9 millones de puestos de trabajo contra solo 6,4 millones de personas desempleadas, una relación todavía históricamente alta.

Este desbalance se ha traducido en un fuerte crecimiento de salarios. En marzo, estos crecieron 4,1% interanualmente, que, aunque representa una desaceleración con respecto al 4,5% de enero, continúan muy por encima de la inflación.

El empleo sigue firme

Creación de empleo en Estados Unidos (miles)



Fuente: Bloomberg

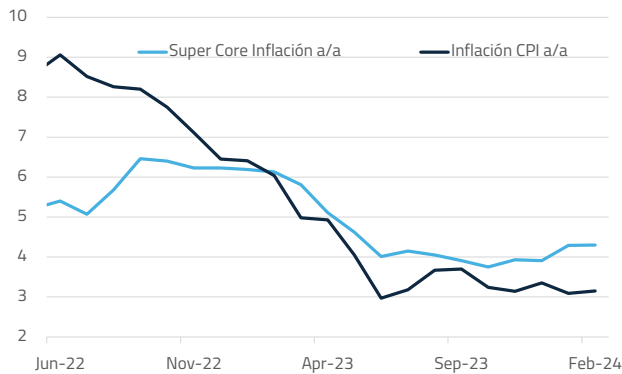
Este nivel de aumentos salariales hace muy difícil bajar la inflación, cuyo descenso se ha estancado desde mediados de 2023. Es preocupante que la inflación llamada "super core", precios de los servicios excepto aquellos relacionados con la vivienda, en la que los salarios son un componente importante, se está acelerando. En febrero alcanzó 4,3% en febrero contra 3,9% en diciembre, muy por encima de la inflación general.

La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, también está subiendo. El promedio anualizado de tres meses creció al 4,2% en febrero contra el 2,6% al que crecía en agosto, más que duplicando el objetivo de la Fed del 2%.

Además, en los últimos meses han estado subiendo fuerte la energía y otros *commodities* industriales. Si bien los primeros no forman parte de la inflación subyacente, a la larga terminan impactándola.

La inflación de servicios es alta

Inflación de servicios sin viviendas ('Super Core') vs IPC (%)

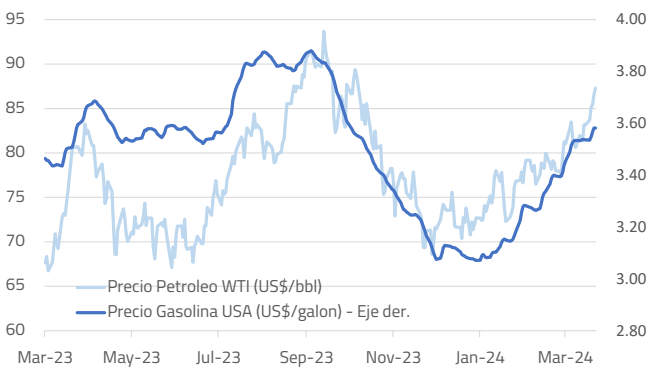


Fuente: Bloomberg

El precio del petróleo Brent aumentó 14% en el primer trimestre. En febrero, el precio de los combustibles en Estados Unidos, estrechamente correlacionados con el petróleo, fue el componente de la inflación que más creció. El precio de petróleo fue empujado por un mayor crecimiento económico global (largamente influenciado por Estados Unidos), un aumento de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente, y un incipiente despertar de la economía china.

El petróleo en fuerte recuperación

Precio del Brent y Precio de la gasolina en EE.UU.



Fuente: Bloomberg

De hecho, el PMI manufacturero de marzo en China señaló la primera expansión luego de 6 meses, alentando la posibilidad de una recuperación del principal sector productivo del país. Las acciones reaccionaron positivamente a esta tendencia, aumentando 2% en el primer trimestre, recuperando la fuerte caída de casi 10% de enero.

Otros *commodities* también se han recuperado en las últimas semanas. El "Doctor Cobre", denominado así

porque suele ser el termómetro del estado de la economía global, ha subido 9% en lo que va del año y 15% desde mediados del tercer trimestre del año pasado. Por eso no llama la atención que el sector manufacturero en Estados Unidos también se ha despertado después de una larga recesión, llevando tres meses en terreno expansivo (por encima de 50).

El Dr. Cobre señala una recuperación económica global

Precio del cobre (US\$/ton)



Fuente: Bloomberg

La combinación de un crecimiento más alto de lo esperado junto a una inflación que por lo menos parece resistirse a bajar, esta llevando a mudar la narrativa del mercado desde un escenario de "aterrizaje suave" (*soft landing*) a uno sin aterrizaje (*no landing*). En las próximas semanas, el mercado espera con ansiedad la reacción de la Fed ante este posible nuevo cambio de paradigma.

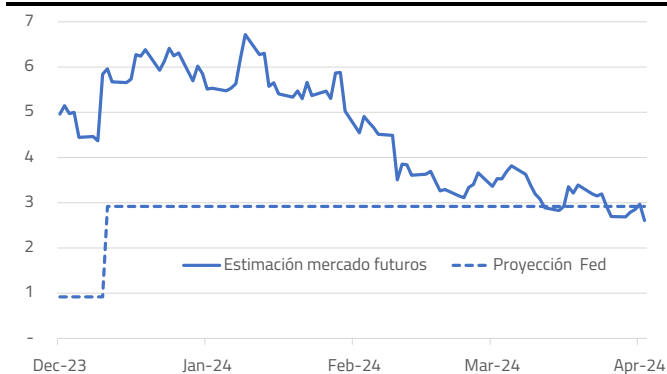
La Fed ha expresado en varias oportunidades que sus decisiones serán guiadas por los datos. Sin embargo, en diciembre, el mercado se había entusiasmado luego que Jay Powell, presidente de la Fed, dijo que cortarían las tasas mucho antes de que la inflación alcance el objetivo del 2%. En febrero, luego de que el descenso inflacionario se estancara, volvieron las dudas. Powell declaró que todavía no tenía confianza suficiente en que la inflación hubiera sido derrotada de manera definitiva, y dio fuertes señales de que no habría recortes de tasas en marzo.

Estas dudas se reflejaron en una sustancial caída en la cantidad de recortes de tasas esperados por el mercado. Mientras que en un punto de diciembre el

mercado esperaba 7 cortes para este año, actualmente no llegan a tres. Además, hasta hace muy poco, los mercados de futuros reflejaban una altísima probabilidad de que el primer corte fuera en junio. Sin embargo, en los últimos días esa probabilidad cayó a cerca del 50%.

El mercado se alineó con la Fed

Recortes de tasas esperados: Mercado futuros vs Fed



Fuente: Bloomberg

En las últimas semanas las declaraciones de Powell han sido bastante despreocupadas, a pesar de la inflación de marzo que fue más alta de lo esperado y del reciente aumento en los precios de los *commodities*. Probablemente, su aparente tranquilidad se deba a su confianza en que, a los niveles actuales, las tasas siguen por encima de la inflación, y por lo tanto, piense que en algún momento la economía y la inflación deberían moderarse. Sin embargo, el reciente rebote de los precios del petróleo, cobre, y varios otros *commodities* industriales, genera inquietud acerca de si no se estaría entrando en una segunda fase del proceso inflacionario que comenzó en 2021.

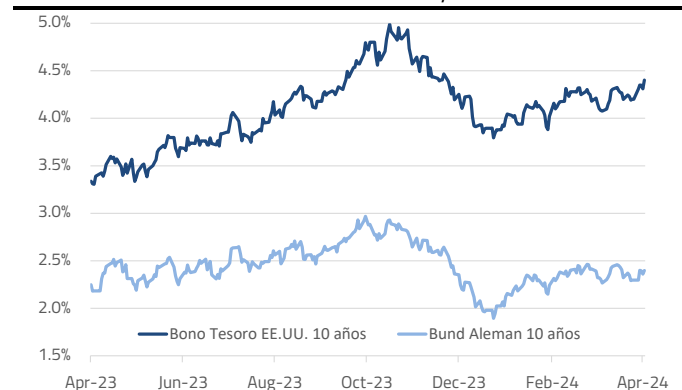
La Fed no es el único banco central que demora los recortes de tasas. A pesar de que la inflación en Europa se ha desacelerado, el Banco Central Europeo (BCE) no ha tomado medidas, aun cuando en la Eurozona la inflación es más baja y el mercado laboral menos robusto. Hay especulaciones de que esa pasividad se debe a que estaría esperando a que Estados Unidos haga la primera movida para evitar una mayor caída en el Euro. Por el momento, sin

embargo, el mercado continúa esperando el primer recorte del BCE para junio. La inflación de marzo del 2,4% a/a, y la confirmación de la recesión en Alemania brindó más confianza en esos pronósticos.

Uno de los efectos no deseados de la mayor actividad económica y del estancamiento y/o rebote de la inflación en Estados Unidos fue un aumento en las tasas de largo plazo. Las tasas de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años subieron un poco más de 30 puntos básicos durante el trimestre, arrastrando a la mayoría de los índices de bonos. Por ejemplo, el Bloomberg Aggregate perdió 1,6%. Sin embargo, los índices de *High Yield*, que por lo general muestran una alta correlación con el mercado de acciones, subieron 1%. Los spreads de estos bonos se encuentran en niveles mínimos históricos.

Las tasas a 10 años aumentaron en el trimestre

Tasa bonos del tesoro a 10 años – EE.UU. y Alemania



Fuente: Bloomberg, Latin Securities

La solidez económica mostrada en el primer trimestre, sumado a la más alta inflación y los altos niveles de emisión de deuda del tesoro americano, sugieren que las tasas podrían mantenerse altas por más tiempo del que se esperaba hacia fin del año pasado. Ese escenario haría más difícil la apreciación de la renta fija, aunque mejorarían las perspectivas de las materias primas y de las acciones vinculadas a la energía y productoras de materiales. La evolución del mercado laboral será fundamental para confirmar si realmente se está entrando en una nueva fase inflacionaria.

Perspectiva Mensual – Marzo 2024

En marzo, continuó la tendencia alcista en los mercados de acciones que comenzó en octubre, con la mayoría de los mercados desarrollados subiendo 3%-4%. Los principales catalizadores de estas subas fueron las fuertes ganancias corporativas reportadas del cuarto trimestre y la actitud casi indiferente de la Fed frente a los datos inflacionarios por encima de lo esperado en enero y febrero.

La inflación en Estados Unidos se aceleró inesperadamente en febrero por segundo mes consecutivo. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó 3,2% a/a, superando levemente las expectativas, mientras que el Índice de Precios al Productor (IPP), que anticipa al IPC, creció 0,6% m/m, el doble de lo esperado. La reacción del mercado al IPC no fue tan negativa porque la inflación de servicios excluyendo viviendas, si bien continúa siendo alta, creció en la comparación intermensual a la mitad del ritmo de enero (0,4% vs. 0,8% m/m). Sin embargo, el IPP no gustó, provocando dos días consecutivos de caídas en las bolsas.

A pesar de los datos de inflación desfavorables, la Fed mantuvo la calma, dejando las tasas sin cambios en su reunión de marzo. Además, sostuvo la proyección de 3 cortes en la tasa de interés para este año, en lugar de 2 como esperaban algunos analistas. Powell, declaró que la inflación se está moviendo gradualmente hacia el objetivo del 2%, a pesar de los "obstáculos". Las proyecciones trimestrales mostraron expectativas de inflación y crecimiento económico para 2024 ligeramente por encima de las estimaciones anteriores. Por otro lado, cinco miembros redujeron la cantidad de recortes de tasas esperados en comparación con diciembre. El mercado celebró el modo zen de la Fed alcanzando máximos históricos luego de dos semanas de caídas.

Powell dijo no estar lejos de tener la confianza suficiente para poder comenzar a bajar las tasas este

año. Los mercados apuestan a que eso se llevaría a cabo en el mes de junio. Sin embargo, hay dudas con respecto a cuantos cortes habría. El mercado apuesta a un poco menos de tres cortes de 25bp cada uno, aunque si el primero fuera en junio, el comienzo del proceso electoral americano haría difícil cualquier movimiento entre junio y noviembre sin que de uno u otro lado acusen a la Fed de favorecer a algún candidato.

El pujante mercado laboral es una de las principales razones detrás de la persistente inflación. El informe laboral mensual de marzo recientemente publicado mostró una alta creación de puestos de trabajo y una revisión hacia arriba de los dos meses anteriores. Los 303 mil nuevos empleos de febrero superaron ampliamente las expectativas de 200 mil. El desempleo se redujo a 3,8% desde los 3,9% de febrero, el nivel más alto en dos años. Por otro lado, los salarios crecieron un 4,1% interanual, en línea con lo esperado, aunque todavía por encima de la inflación.

El crecimiento de la economía americana sigue sorprendiendo. Las proyecciones del PBI para 2024 aumentaron fuertemente en los últimos meses, desde un 0,6% a/a inicial, hasta los actuales 2,2%. Los datos de alta frecuencia muestran un fuerte impulso en el primer trimestre. El GDP Now de Atlanta estima que la economía crecería 2,5%, más abajo del 3,4% del cuarto trimestre del 2023 pero muy por encima del 0,6% estimado a mediados del año pasado.

RETORNOS PRINCIPALES ACTIVOS

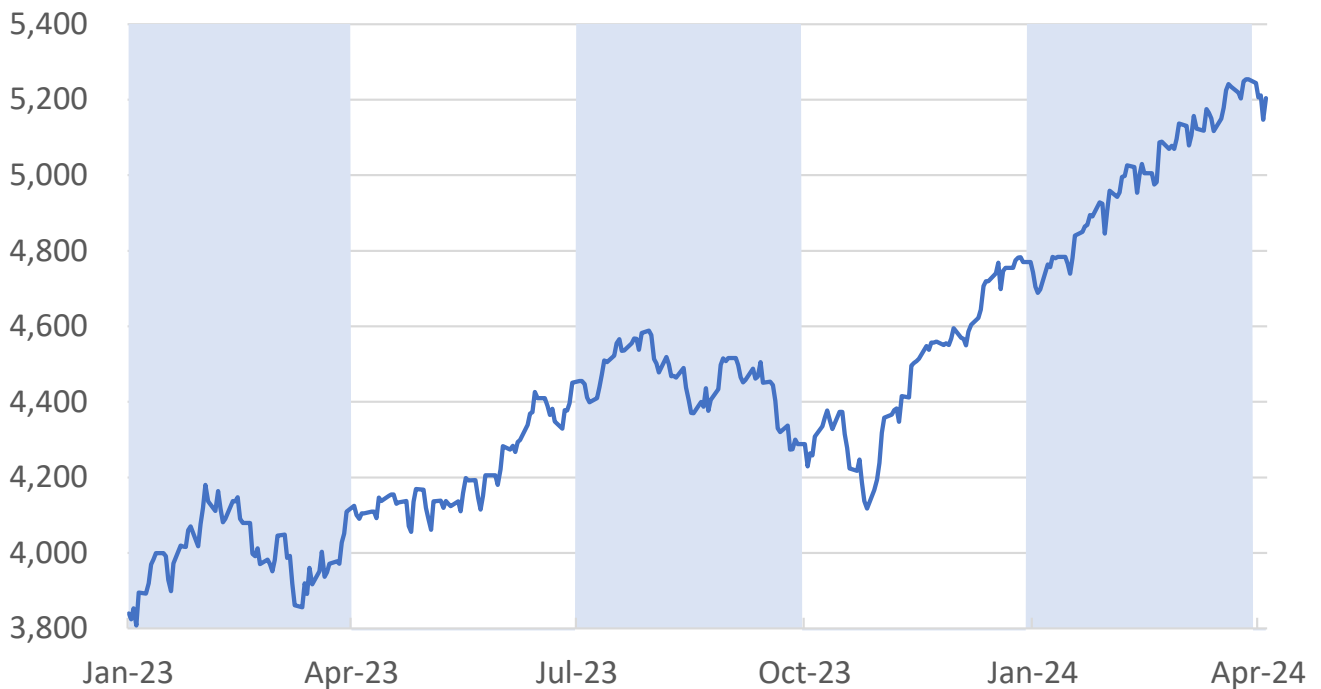
	Precio 5/Abril/24	1T24	Ene-24	Feb-24	Mar-24	4T23	3Q23	2Q23	2024TD	2023	2022
Acciones											
Acciones americanas (Variaciones % en USD)											
DJIA (USD)	38.904	6,1	1,3	2,5	2,2	13,1	(2,1)	4,0	3,8	16,2	(6,9)
Nasdaq Composite (USD)	16.249	9,3	1,0	6,2	1,8	13,8	(3,9)	13,1	8,5	44,6	(32,5)
S&P 500 (USD)	5.204	10,6	1,7	5,3	3,2	11,7	(3,3)	8,7	9,5	26,3	(18,1)
Russell 2000 (USD)	11.047	5,2	(3,9)	5,7	3,6	14,0	(5,1)	5,2	2,2	16,9	(20,4)
Mercados Desarrollados ex EEUU (Variaciones % en USD)											
MSCI ACWI (USD)	416	8,2	0,6	4,3	3,1	11,0	(3,4)	6,2	7,2	22,2	(18,4)
MSCI ACWI ex-US (USD)	301	4,7	(1,0)	2,5	3,1	9,8	(3,8)	2,4	3,8	15,6	(16,0)
MSCI World (USD)	10.654	8,9	1,2	4,2	3,2	11,4	(3,5)	6,8	7,8	23,8	(18,1)
MSCI World ex-US (USD)	8.209	5,6	0,4	1,7	3,4	10,5	(4,1)	3,0	4,3	17,9	(14,3)
Japan: Nikkei 225 (JPY)	38.992	9,2	4,1	5,8	2,8	11,4	(6,5)	9,1	9,2	21,7	(18,7)
Stoxx Europe 600 (EUR)	507	3,8	(0,6)	1,7	3,5	11,1	(5,5)	1,5	3,8	16,3	(18,0)
Mercados Emergentes (Variaciones % en USD)											
MSCI EM (USD)	548	2,4	(4,6)	4,8	2,5	7,9	(2,9)	0,9	2,7	9,8	(20,1)
China: Shanghai Comp. (RMB)	3.568	2,1	(7,2)	9,1	0,1	(4,2)	(3,5)	(9,1)	2,1	(11,7)	(26,1)
Hong Kong: Hang Seng (HKD)	5.864	1,4	(10,0)	9,2	2,4	(5,9)	(4,2)	(7,6)	1,4	(14,1)	(18,6)
India: S&P BSE Sensex (INR)	74.248	2,8	(0,4)	1,3	1,0	9,7	0,8	10,6	2,8	19,6	(4,9)
Brazil: Bovespa (BRL)	126.795	(9,4)	(6,7)	0,7	(1,6)	19,3	(6,2)	22,6	(9,4)	32,9	10,5
Mexico S&P (MXN)	58.092	4,6	(1,4)	(2,4)	6,6	17,5	(6,3)	6,3	4,6	40,9	(0,8)
Argentina: Merval (USD)	1.161	20,7	2,9	(3,5)	16,4	35,1	(15,3)	32,6	20,7	54,2	41,4
Renta Fija											
Bonos del Tesoro EEUU (Variaciones puntos basicos)											
US Treasury 2 Yr	4,75	37	(4)	41	0	(79)	15	87	50	(18)	369
US Treasury 5 Yr	4,39	37	(1)	41	(3)	(76)	45	58	55	(16)	274
US Treasury 10 Yr	4,40	32	3	34	(5)	(69)	73	37	52	0	236
US Treasury 30 Yr	4,55	31	14	21	(4)	(67)	84	21	52	7	206
Índices Renta Fija (Variaciones en %)											
US HY (USD)	2.504	1,5	(0,0)	0,3	1,2	7,2	0,5	1,7	1,0	13,4	(11,2)
US IG (USD)	2.123	(0,8)	(0,3)	(1,4)	0,9	6,8	(3,2)	(0,8)	(1,8)	5,5	(13,0)
US GLOBAL (USD)	575	(0,5)	(0,2)	(1,2)	1,0	6,8	(2,9)	(0,6)	(1,4)	6,2	(13,0)
GLOBAL HY (USD)	431	1,4	(0,0)	0,3	1,0	7,7	0,0	1,7	1,0	13,5	(12,7)
GLOBAL IG (USD)	458	(2,1)	(1,4)	(1,3)	0,6	8,1	(3,6)	(1,5)	(2,8)	5,7	(16,2)
EM HY (USD)	1.462	4,7	(0,2)	2,1	2,8	9,7	(0,6)	2,3	4,9	13,1	(12,4)
EM IG (USD)	486	(0,3)	(0,8)	(0,6)	1,1	7,2	(3,3)	0,5	(1,1)	6,8	(16,9)
EM Global (USD)	1.184	1,5	(0,6)	0,4	1,7	8,1	(2,3)	1,1	1,1	9,1	(15,3)
Currencias (Variaciones en %)											
DX	104,30	3,1	1,9	0,9	0,3	(4,6)	3,2	0,4	2,9	(2,1)	8,2
Euro (USD/EUR)	1,08	(2,3)	(2,0)	(0,1)	(0,1)	4,4	(3,1)	0,6	(1,8)	3,1	(5,8)
Yen (JPY/USD)	151,62	(6,8)	(4,0)	(2,0)	(0,9)	5,9	(3,4)	(7,9)	(7,0)	(7,0)	(12,2)
Commodities (Variaciones en %)											
BBG Commodity Index (USD)	102,90	2,2	0,4	(1,5)	3,3	(4,6)	4,7	(2,6)	5,8	(7,9)	16,1
BBG Agriculture Index (USD)	60,08	(3,0)	(1,0)	(4,4)	2,5	(0,3)	(3,2)	(1,0)	(2,4)	(4,4)	15,5
Petróleo Brent (USD/bbl)	91,17	13,6	6,1	2,3	4,6	(19,2)	27,2	(6,1)	18,3	(10,3)	10,5
Gas Henry Hub (USD/Mbtu)	1,79	(29,9)	(16,5)	(11,4)	(5,2)	(14,2)	4,7	26,3	(29,0)	(43,8)	20,0
Oro (USD/oz)	2.329,75	8,1	(1,1)	0,2	9,1	11,6	(3,7)	(2,5)	12,9	13,1	(0,3)
Plata (USD/oz)	27,48	4,9	(3,5)	(1,2)	10,1	7,3	(2,6)	(5,5)	15,5	(0,7)	2,8
Soja (USD/ton)	435,42	(7,9)	(5,5)	(7,7)	5,6	1,5	(18,1)	3,4	(8,4)	(14,9)	14,3

Fuente: Bloomberg / Latin Securities

Gráficos del Trimestre

El mercado americano tuvo otro excelente trimestre

S&P500



Fuente: Bloomberg

Dentro de la renta fija, solo los bonos de high-yield tuvieron buenos rendimientos

Evoluciones índices de bonos



Fuente: Bloomberg

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.

