

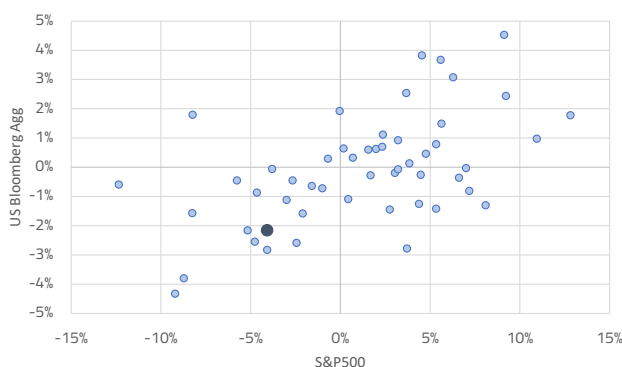
ABRIL 2024

Vuelve el temor a la inflación

Los temores inflacionarios se reavivaron en abril tras la publicación, por cuarto mes consecutivo, de datos por encima de lo esperado. Además, las estimaciones de crecimiento mundial se han acelerado de la mano del fuerte crecimiento de la economía americana, aun cuando el dato preliminar del primer trimestre fue menor al esperado. Esto se suma a un mercado laboral que sigue mostrándose todavía muy fuerte y con salarios que continúan creciendo por encima de la inflación. La realidad es que el descenso de la inflación se estancó cerca del 3% a mediados de 2023 y viene subiendo hace por lo menos tres meses, hallándose todavía lejos del objetivo de la Fed.

Mal mes para las acciones y para los bonos

Ret. mensuales S&P 500 y US Bloomberg Agg. (21-24)



Fuente: Bloomberg, Latin Securities

Por todo esto, al mercado le cuesta cada vez más digerir la idea de que el rebote inflacionario se debe a "ruidos" o a fenómenos transitorios, por lo que ha reducido drásticamente las expectativas de cortes de tasas para el 2024. El mantra "tasas más altas por más tiempo" ha retornado con fuerza. Con esta nueva realidad, no sorprende que abril haya sido en general negativo para los mercados de acciones y de bonos. Mientras que el S&P 500 perdió casi 5%, las acciones globales (MSCI ACWI) perdieron 3%. El viaje de 4,20% a 4,70% en la tasa de 10 años americana tuvo un impacto negativo en los bonos, con el US Agg. abajo un poco más del 2%. La resistencia de la inflación a la

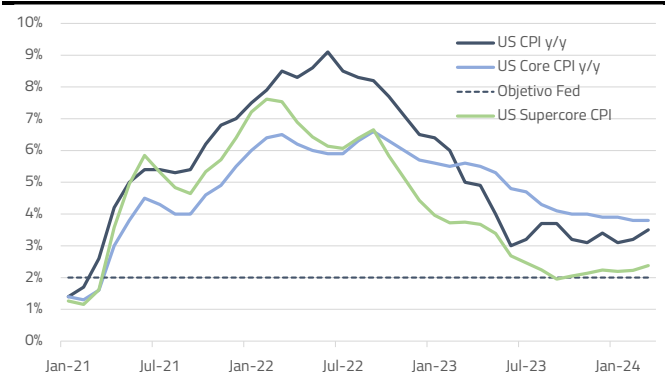
baja, una economía resiliente, sumado a las elecciones en Estados Unidos plantean un panorama difícil para que la Fed cumpla con sus expectativas de bajar las tasas este año. El mercado accionario depende, cada vez más, de que las ganancias de las empresas compensen el malestar macroeconómico.

La inflación es más que un obstáculo. La inflación en Estados Unidos hizo un pico en junio de 2022 y se mantuvo en baja durante un año. Durante seis meses se mantuvo estable, y viene subiendo hace tres meses. Luego de la reunión de la Fed en marzo, Powell dijo que no estaba seguro si la inflación de febrero – más alta de lo esperado - era un obstáculo o algo más. Finalmente aconteció lo segundo.

Varias medidas de inflación muestran una aceleración. La inflación subyacente de gastos del consumidor (PCE), la medida favorita de la Fed fue 2,8% a/a en marzo, más alto de lo esperado y por encima del objetivo del 2%. La inflación *supercore*, inflación de servicios que excluye servicios relacionados con vivienda, se aceleró a 4,8% a/a y 8,2% en los últimos tres meses anualizados. Esos son niveles no vistos desde el pico del 2022. Por otro lado, la inflación medida a través del deflactor de precios del PBI creció al 3,7% a/a en el primer trimestre, muy por encima del 3,4% esperado por el mercado.

La inflación se aleja del objetivo

Inflación al consumidor EE.UU., subyacente, y "supercore"



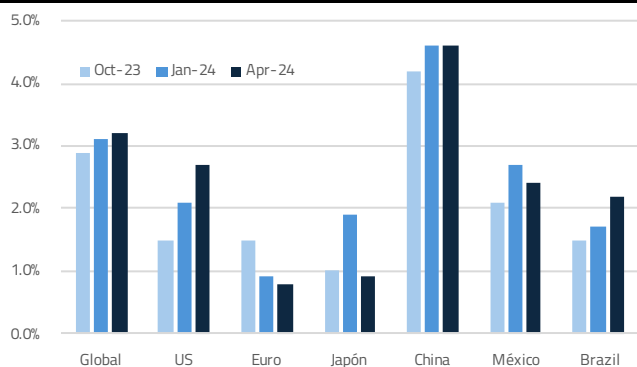
Fuente: Bloomberg

La persistencia de la inflación en Estados Unidos tiene un impacto en el resto del mundo. La mayor inflación en Estados Unidos requiere sostener tasas altas por más tiempo, mientras que, por la debilidad de sus economías y la inflación en descenso, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, no tienen más opción que recortar las tasas antes que la Fed. Por ello, corren el riesgo de que sus monedas se debiliten frente al dólar. La inflación de abril en Europa se desaceleró al 2,4% a/a y se espera que comience a recortar en junio, mientras que el mercado descarta esto para la Fed para esa fecha.

El crecimiento global se acelera. Uno de los datos más importantes de abril fue la suba en las estimaciones de crecimiento global, especialmente para Estados Unidos, por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) para 2024. Ahora, el fondo espera que Estados Unidos crezca 2,7%, comparado con el 2,1% que se estimaba en enero, y el 1,5% hace solo seis meses en su revisión semestral de octubre. Las estimaciones recolectadas por Bloomberg, actualizadas casi diariamente, muestran que desde los mínimos de agosto 2023 en 0,60%, la expectativa de crecimiento económico en Estados Unidos ya se encuentra en 2,40%. Como resultado, la estimación de crecimiento global subió de 3,1% a 3,2%.

Se espera mayor crecimiento mundial

Expectativa de crecimiento FMI



Fuente: FMI – World Economic Outlook

Las estimaciones de crecimiento de China podrían continuar subiendo. En sus estimaciones de enero el Fondo ya había subido las expectativas de

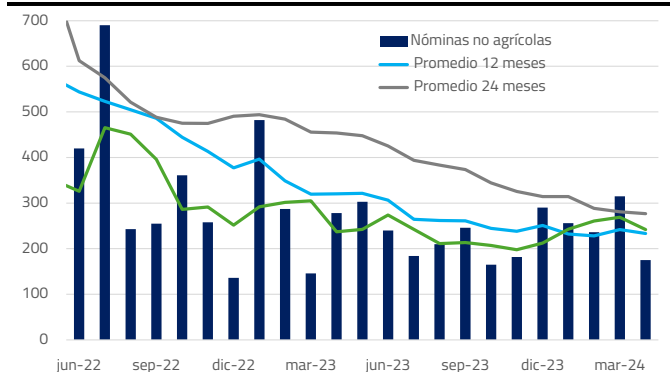
crecimiento a 4,60% desde 4,20%. Y si bien en esta última actualización no hizo modificaciones, el fuerte crecimiento reportado en el primer trimestre sumado a la tendencia creciente de los PMI manufactureros y la suba de algunos *commodities* clave como el cobre, sugieren que podría haber otras mejoras en las expectativas en los próximos reportes.

Sin embargo, algunas regiones crecerían menos de lo esperado como Europa y Japón, compensando en parte el mayor crecimiento americano y chino.

Mercado laboral sigue muy firme en EE. UU. Si bien la creación de empleo por debajo de las expectativas publicada a principios de mayo sugiere cierta moderación, los datos laborales en Estados Unidos vienen mostrando un mercado pujante. El promedio móvil de los últimos tres meses de la creación de empleo supera el promedio de los últimos 12 meses y el nivel anterior a la pandemia. Además, el desempleo se mantiene por debajo de 4%, un nivel históricamente bajo. Por otro lado, los salarios continúan creciendo al 4%, sobrepasando a la inflación en alrededor de un punto porcentual. Esto hace que la inflación de servicios siga manteniéndose alta. El mercado laboral, mucho más demandado en Estados Unidos que en Europa, constituye una de las principales razones de la mayor inflación en América.

La creación de empleo sigue siendo fuerte

Variación mensual de nóminas no agrícolas (miles)



Fuente: Bloomberg

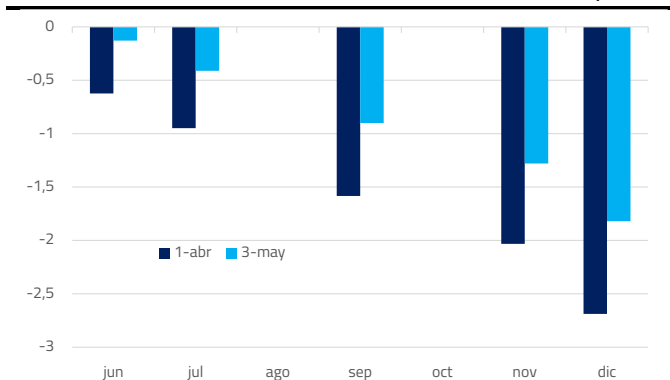
La Fed se ha vuelto más dura. La persistencia de la inflación sumada a la fortaleza del mercado laboral no le ha dejado espacio a Powell al optimismo. Sería muy

difícil que la Fed mantenga su proyección de tres cortes de tasas para 2024 cuando publique sus proyecciones económicas trimestrales en junio. De hecho, el mercado de futuros apenas descuenta que habrá solamente un corte, mientras que los analistas comienzan a barajar la posibilidad de que no haya corte. Incluso, la probabilidad implícita de un aumento de tasas hacia fin de año ya no es despreciable (alrededor de 20%).

Durante el mes de abril, se fueron percibiendo cambios en los mensajes de Powell y otros miembros de la Fed. En contraste con su posición anterior, a mitad de mes sugirieron que las tasas de interés se mantendrán altas el tiempo que sea necesario. En el comunicado de la reunión que terminó el 1 de mayo, ratificaron que la inflación no estaba progresando hacia el objetivo del 2%, y que les iba a tomar más tiempo tener la confianza para mover las tasas. Sin embargo, por el momento descartaron cualquier suba de tasas, algo de lo que el mercado se aferró para considerar a la reunión "menos agresiva" de lo esperado

El mercado espera menos recortes de tasas

Futuros de tasas – cantidad recortes 1/abr vs. 3/may



Fuente: Bloomberg

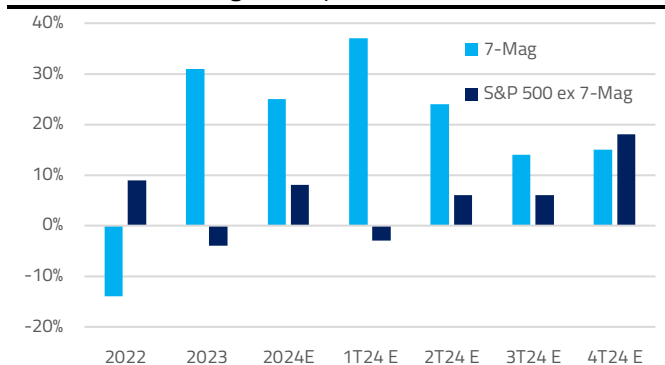
Esta situación marca un gran contraste con los 6-7 cortes que esperaba el mercado hacia fines del año pasado, que a su vez fue uno de los grandes incentivos de la fuerte suba de acciones de los primeros meses del año.

Ganancias corporativas vienen cumpliendo. Al cierre de abril, las ganancias corporativas reportadas para el

primer trimestre estaban 3,5% por encima que las del año pasado y mayores al 3% esperado al comienzo de la temporada. A pesar de que aún falta reportar Nvidia, las 7 Magníficas (Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia, Tesla y Apple), volvieron a ser las estrellas. Las ganancias de las seis que ya reportaron crecieron 36% a/a, 12% por encima de lo esperado inicialmente por los analistas y muy por encima de la caída de 3% a/a de las restantes empresas del S&P 500. La diferencia en las perspectivas de crecimiento se hace más evidente cuando se las compara con las del Russell 2000, compuesto por pequeñas empresas, las que hasta ahora reportaron caídas de ganancias del 8% a/a.

Disparidad en el crecimiento de las ganancias

Ganancias a/a 7 Magníficas y S&P 493



Fuente: Bloomberg, Latin Securities

Los analistas anticipan que esta disparidad en el crecimiento de las ganancias se corregirá a través de un mejor desempeño en el último trimestre del año para las otras 493 acciones. Las perspectivas siguen siendo auspiciosas, ya que los analistas mantienen un crecimiento de ganancias del 10% a/a para 2024.

La temporada de ganancias en Europa está siendo floja, en línea con la fragilidad económica, pero un poco mejor de lo esperado. Si bien inicialmente se esperaba una caída de ganancias de 11% a/a para las empresas del Stoxx 600, al cierre de abril habían registrado pérdidas por 8% a/a. Las perspectivas deberían mejorar hacia el cierre del año, en línea con una recuperación económica que ya comienza a vislumbrar Alemania. Además, las condiciones

financieras deberían mejorar con los recortes de tasas por parte del Banco Central Europeo.

Por último, China, que resultó ser el mercado de acciones más rentable del mes, está mostrando fuertes signos de recuperación. Las ganancias del MSCI China en el primer trimestre vienen creciendo al 12% a/a, muy por encima de las del resto del mundo. Además, se percibe una fuerte expansión en márgenes operativos. Los buenos datos económicos han llevado a los analistas a subir las estimaciones de ganancias para 2024 a 14,7% a/a, desde 14,3% a comienzos del mes.

Acciones Americanas	1M	YTD
DJIA	-4,9%	0,9%
Nasdaq Composite	-4,4%	4,5%
S&P 500	-4,1%	6,0%
Russell 2000	-7,0%	-2,2%
Russell1000 Value	-4,3%	4,3%
Russell 1000 Growth	-4,2%	6,7%
Russell 1000	-4,3%	5,6%

Abril fue un mes desafiante para las acciones americanas por los renovados temores inflacionarios, que propiciaron un notable aumento en la tasa de interés a 10 años. Las acciones de pequeña capitalización, particularmente sensibles a los movimientos de las tasas de interés a largo plazo, experimentaron una caída significativa.

Mercados Desarrollados (USD)	1M	YTD
MSCI ACWI	-3.3%	4.6%
MSCI ACWI ex-US	-1.8%	2.8%
MSCI World	-3.7%	4.8%
MSCI World ex-US	-2.7%	2.8%
Japan: Nikkei 225	-8.8%	3.3%
Stoxx Europe 600	-1.8%	3.5%
Germany: DAX	-4.1%	3.4%

Los mercados desarrollados cayeron en sintonía, aunque en menor medida que el mercado americano. La excepción fue el mercado japonés, que resultó ser el más afectado, principalmente por la brutal devaluación del yen, que alcanzó su nivel más bajo en 34 años. Esto se debió principalmente al creciente diferencial de tasas de interés entre Japón y Estados Unidos.

Mercados Emergentes (USD)	1M	YTD
MSCI EM	0,4%	2,8%
China: Shanghai Comp.	1,7%	3,1%
Hong Kong: Hang Seng	7,5%	4,6%
India: S&P BSE Sensex	1,1%	3,0%
Brazil: Bovespa	-5,1%	-12,2%
MSCI: México	-4,5%	-2,1%
Argentina: Merval	8,7%	25,6%
Chile: Santiago IPSA	0,0%	-3,8%

Los mercados emergentes mostraron un desempeño positivo, impulsados en gran medida por la fuerte recuperación en China. Esto se debió un crecimiento económico sólido y una disminución en las preocupaciones relacionadas con la crisis inmobiliaria, lo que contribuyó a fortalecer la confianza de los inversores en un mercado que venía decepcionando desde hace mucho tiempo.

Bonos Tesoro USA	1M	YTD
US Treasury 2 Yr	42	79
US Treasury 5 Yr	50	87
US Treasury 10 Yr	48	80
US Treasury 30 Yr	44	76

Los rendimientos de los bonos del Tesoro aumentaron a lo largo de toda la curva, impulsados por una inflación más alta de lo esperado, un mercado laboral robusto y una economía estadounidense que se mantiene muy resiliente.

Índices Renta Fija (USD)	1M	YTD
US HY	-0,8%	0,7%
US IG	-2,2%	-2,9%
US GLOBAL	-2,0%	-2,4%
GLOBAL HY	-0,8%	0,6%
GLOBAL IG	-2,2%	-4,2%
EM HY	-0,3%	4,4%
EM IG	-2,1%	-2,4%
EM Global	-1,4%	0,1%

El aumento de la tasa de los bonos del tesoro impactó negativamente sobre los índices de bonos. Los bonos high-yield tuvieron mejores rendimientos que el resto, en gran parte debido a que la situación económica se mantiene muy saludable con niveles de incumplimiento de deuda muy bajos.

Monedas	1M	YTD
DXY	1,7%	4,9%
Euro	-1,1%	-3,4%
Yen	-4,1%	-10,6%
Libra	-1,0%	-1,9%
Yuan	-0,3%	-1,9%
Real	-3,5%	-6,5%
MSCI Emerging Mkts Currency	-0,5%	-1,5%

El aumento de las tasas interés fortaleció al dólar frente a las principales monedas, debido a las expectativas de mayores tasas de interés.

Commodities	1M	YTD
BBG Commodity Index	2,7%	4,9%
BBG Agriculture Index	-1,5%	-5,6%
Oil	0,4%	14,0%
Gas	12,9%	-20,8%
Oro	2,5%	10,8%
Plata	5,3%	10,5%
Cobre	13,9%	17,3%
Soja	-3,9%	-11,4%
Trigo	4,4%	-6,8%
Maíz	-0,6%	-6,7%
Algodón	-14,7%	-3,8%
Ganado	0,0%	6,5%

Los commodities experimentaron una recuperación durante el mes, destacándose especialmente en el sector energético. El precio del petróleo mostró una notable alza en la primera mitad del mes, aunque se moderó hacia el final. Por otro lado, el gas natural también tuvo un repunte significativo desde niveles mínimos históricos. El cobre, un barómetro bien conocido de la salud económica global, continuó su tendencia al alza.

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.

