

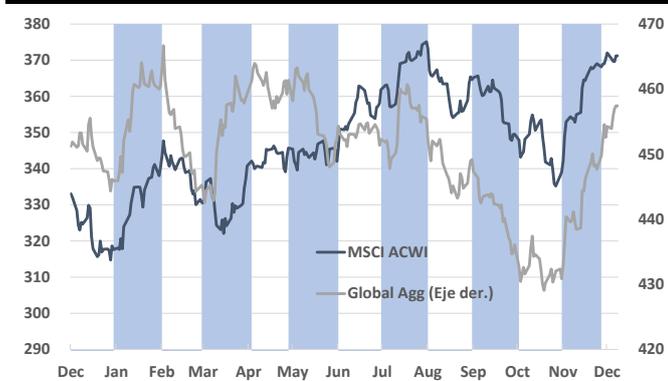
NOVIEMBRE 2023

El mercado se aferra al *soft landing*

La fuerte baja de la inflación reportada en las últimas semanas contribuyó a cementar la idea de que un aterrizaje suave está cada vez más cerca. Noviembre fue un mes espectacular para el portafolio 60/40, que con una suba del 7,3% tuvo su segundo mejor mes en 30 años. El S&P 500 se disparó 9,3% poniendo fin a tres meses consecutivos de caídas, mientras que el índice Bloomberg US Aggregate, representativo de bonos de alta calidad, trepó 4,5%, el mayor aumento desde 1985. El optimismo también se contagió al resto del mundo, lo que se reflejó en una suba del 9% en el MSCI ACWI, mientras que el Global Aggregate subió 5,2%.

Noviembre un mes espectacular

MSCI ACWI (acciones globales) vs Bloomberg Global Agg (bonos)



Fuente: Bloomberg

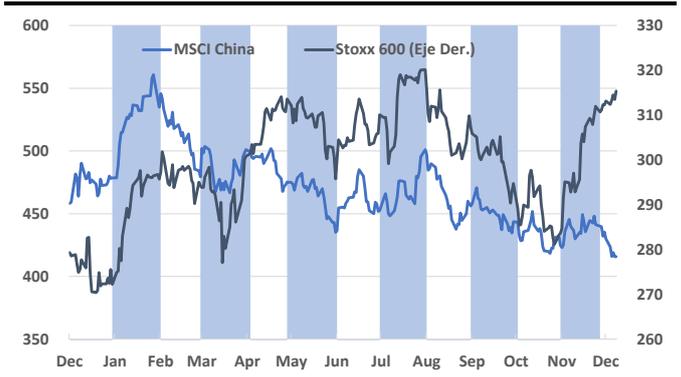
A mediados de noviembre se conoció la inflación de octubre en Estados Unidos apenas negativa en el mes, aumentando 3,2% a/a. Como resultado, hubo una drástica caída en las tasas de interés a lo largo de casi toda la curva. La tasa del bono del tesoro a 10 años se derrumbó 60 puntos básicos durante el mes, superando incluso la baja registrada en marzo durante la crisis de los bancos regionales. Este escenario impulsó significativamente a las acciones, al

tiempo que se debilitó el dólar, que cayó 3% en el mes.

En Europa también tuvo una desaceleración inflacionaria, y ya se anticipan recortes de tasas para mediados del próximo año. A pesar de las preocupaciones de una creciente debilidad económica y el riesgo de un rebrote inflacionario a raíz de posibles aumentos de precios energéticos durante el invierno, las acciones subieron casi 10%.

Europa acompañó, pero China no

MSCI China (acciones chinas) vs Stoxx 600 (acciones europeas)



Fuente: Bloomberg

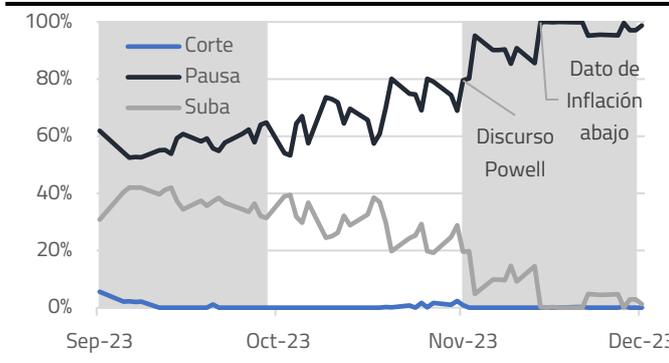
El consumidor en China continúa sin recuperar la confianza a pesar de los estímulos. Las acciones subieron 2,5% luego de tres meses de caídas, aunque continúan muy rezagadas con respecto al resto del mundo. La recuperación económica viene siendo más lenta de lo esperado, con un sector inmobiliario que no encuentra salida. A principios de diciembre, la calificadora Moody's rebajó la perspectiva de la deuda soberana china a negativa citando al creciente endeudamiento para hacer frente a los estímulos dirigidos al sector inmobiliario.

El mercado descuenta el fin de la suba de tasas

Los inversores se tornaron muy optimistas luego del discurso de Powell en la reunión de la Reserva Federal (FED) a principios de noviembre. El entusiasmo se debió a que la decisión de no subir las tasas no fue acompañada por un discurso agresivo como se esperaba. Aunque Powell no descartó la posibilidad de aumentos de tasas en el futuro, el mercado le otorga una probabilidad muy baja a ese escenario.

El mercado descuenta una pausa

Probabilidad de suba, pausa o corte de 25 pbs el 13/12



Fuente: Bloomberg

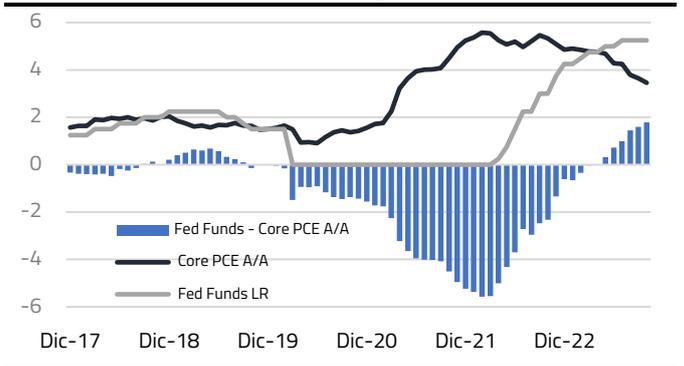
A lo largo del mes, los miembros de la Reserva Federal expresaron perspectivas divergentes respecto a la economía estadounidense y al futuro de las tasas de interés. Algunos de ellos señalaron que la economía presenta señales de debilitamiento, anticipando una caída en la inflación mayor a la que espera el mercado. Sobre el final del mes, Powell indicó que sería prematuro concluir que la política monetaria ya es suficientemente restrictiva como para debilitar la economía. Además, desestimó las especulaciones acerca de fechas precisas de posibles recortes de tasas. El mercado no mostró demasiada preocupación por tales comentarios.

Tras los últimos datos, la tasa de política monetaria se sitúa más de 150 puntos básicos por encima de la inflación de gastos del

consumidor (PCE) excluyendo energía y alimentos. Esto sugiere que la política monetaria ya se encuentra en un nivel restrictivo, lo que estaría impactando sobre el nivel de precios.

La política monetaria estaría en nivel restrictivo

Inflación PCE subyacente a/a (%), rango inferior tasas Fed (%)



Fuente: Bloomberg

La inflación al consumidor de octubre (IPC) resultó por debajo de lo esperado, con una variación apenas negativa de los precios en el mes y con una variación interanual de 3,2% a/a, muy por debajo del 3,7% a/a de septiembre. La inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, se desaceleró al 4,0% a/a, por debajo del 4,1% esperado y del 4,4% registrado en septiembre. Adicionalmente, la inflación llamada "super core", que refleja la evolución de los precios de servicios excluyendo alquileres, también se desaceleró a 3,75% a/a desde 3,9% en septiembre. La caída del 5% en los precios de la gasolina fue uno de los principales determinantes de la desaceleración del IPC, seguida por un aumento en los alquileres a la mitad del nivel registrado en septiembre.

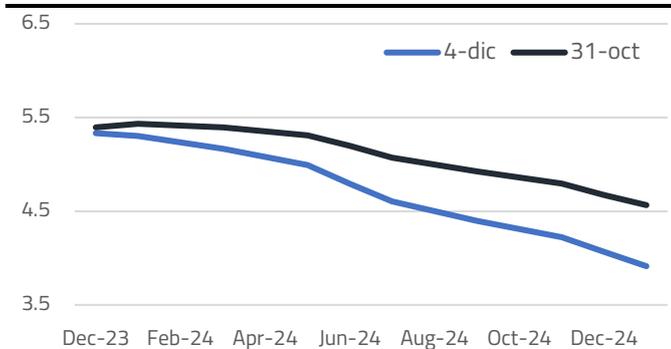
La disminución de la inflación generó una marcada caída en las tasas de interés a lo largo de la curva de los bonos del tesoro, lo que a su vez produjo un debilitamiento del dólar. Uno de los principales impactos de la desaceleración inflacionaria fue un incremento en el consumo,

ya que los salarios continuaron creciendo por encima de los precios. Esto se evidenció recientemente en las compras récord durante la celebración del día de Acción de Gracias.

La desaceleración de la inflación podría continuar en el próximo año. Esto se debe a que los aumentos en los alquileres, que tienen una significativa ponderación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), serían cada vez más bajos. La consultora Pinecone Macro destacó recientemente que una creciente oferta de viviendas multifamiliares durante el próximo año contribuiría a deprimir el mercado inmobiliario. Además, los precios de los bienes no muestran señales de recuperación, y los precios energéticos siguen sin reaccionar ante los varios conflictos geopolíticos.

Se adelantan los recortes

Tasa esperada por el mercado en próximas reuniones



Fuente: Bloomberg

Con este trasfondo, el mercado anticipa que la Fed cortará sus tasas 130pb en 2024, contra los 80pb que se esperaban a fines de octubre. Además, los recortes de tasas comenzarían entre marzo y mayo de 2024 en vez de mediados de año como se esperaba hasta hace poco. Sin embargo, esos recortes deberían ser precedidos por una actividad económica débil o por un acercamiento de la inflación al rango objetivo. El mercado parecería estar descontando un

escenario de menor inflación y no tanto una recesión, desviándose del patrón típico, ya que seis de los últimos siete ciclos de recortes de tasas comenzaron tras una recesión. Esta perspectiva de aterrizaje suave estaría motivada por el agotamiento de los ahorros acumulados durante la pandemia y un mercado laboral que muestra señales de desaceleración. Datos recientes mostraron que en noviembre se crearon casi 200 mil puestos laborales y una caída del desempleo al 3,7%, sugiriendo una moderación económica sin riesgos recesivos.

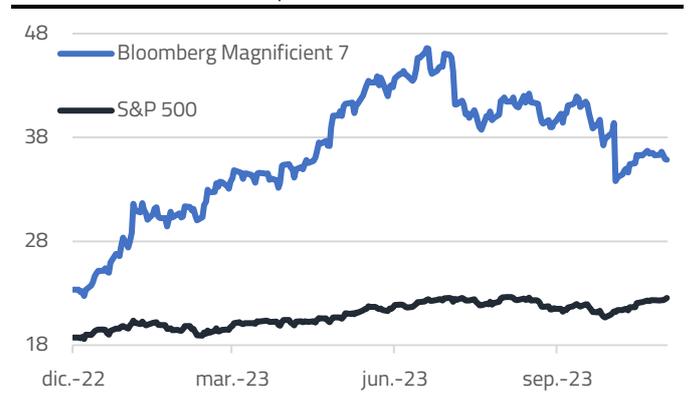
Buena temporada de ganancias

Los buenos rendimientos de las acciones en el mes también estuvieron influenciados por una buena temporada de ganancias. La temporada de reporte de ganancias concluida en noviembre mostró un crecimiento de 4,8% a/a, sorprendiendo frente a la caída de 0,3% esperada a comienzo de temporada y terminó con la denominada recesión de ganancias.

Los mayores crecimientos interanuales se concentraron en los sectores de servicios de telecomunicaciones, consumo discrecional y tecnología, los cuales lideran el rendimiento del S&P 500 durante el año.

Las '7 Magnificas' cumplieron

Ratio Precio/Ganancias esperadas a 12 meses.

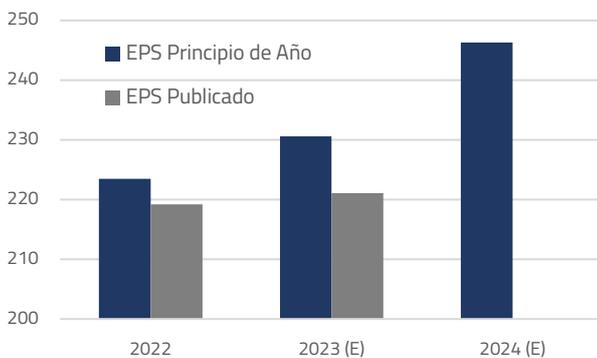


Fuente: Bloomberg

Las expectativas de crecimiento para 2024 parecen optimistas y se están revisando a la baja. Al principio de la temporada, se esperaba un crecimiento de 12% a/a, pero descendió hasta 7,7%. En los últimos dos meses los analistas corrigieron las ganancias del cuarto trimestre hacia abajo en 5%, por encima de lo esperado. Esta corrección elevó el P/E esperado a 12 meses a 19,3x desde 17,8x, lo que en términos históricos implica un menor rendimiento potencial de las acciones.

Las ganancias se han corregido a la baja

Ganancias por acción del S&P 500 por año



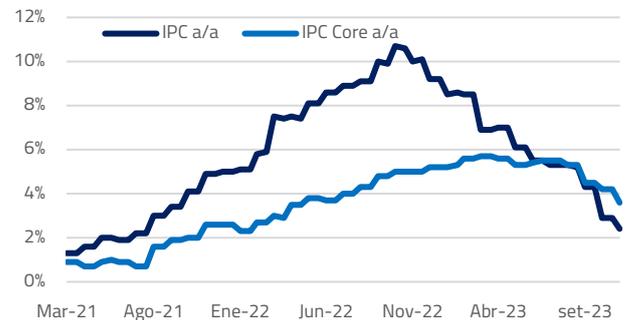
Fuente: Bloomberg

Europa: Desinflación y debilidad económica

La inflación en la Eurozona alcanzó 2,4% a/a en noviembre, el nivel más bajo desde julio 2021. A su vez, la medida subyacente, que excluye energía y alimentos, se desaceleró a 3,6% a/a desde 4,2%. Con esto, el mercado ya descuenta recortes de tasas en el primer semestre del 2024. Sin embargo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) pronostica que el Banco Central Europeo (BCE) evitaría recortar tasas hasta 2025 debido una reaceleración de la inflación. En sintonía, su presidenta, Christine Lagarde, advierte que todavía no hay que cantar victoria, destacando las persistentes presiones salariales. y la posibilidad de que la inflación rebote en el invierno por los precios energéticos.

La inflación se desaceleró significativamente

Inflación IPC Eurozona e Inflación IPC subyacente interanual



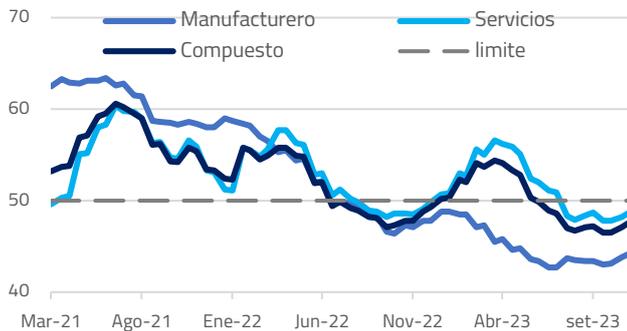
Fuente: Bloomberg

A diferencia de Estados Unidos la actividad económica se debilitó en la Eurozona, con el PIB cayendo 0,1% t/t en el tercer trimestre. Por otra parte, Alemania registró una contracción del 0,1% t/t y 0,3% a/a. Además, los débiles índices de gerentes de compras (PMI), las ventas minoristas y la actividad industrial, confirman la desaceleración. El PMI Manufacturero de noviembre fue 43,8, un poco superior a las expectativas y por encima del mes anterior, aunque todavía muy por debajo del umbral que muestra expansión economía de 50 puntos. El PMI de servicios llegó 48,2, levemente por encima de las expectativas y por encima del 47,8 de octubre. Las ventas minoristas de noviembre cayeron 1,2% a/a, apenas mejor a la caída del 2,9% del mes anterior. Por último, la producción industrial cayó 6,9% a/a en octubre, una caída mayor que la de -5,1% de septiembre.

La debilidad de estos datos convenció a los analistas de que las posibilidades de una recesión continúan altas. En este contexto, Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo, señaló que la economía podría estar experimentando recién ahora los efectos de las altas tasas, considerando que están en un nivel suficientemente alto para alcanzar la meta inflacionaria del 2%.

Los PMI europeos en terreno recesivo

HCOB PMI vs límite de contracción-expansión económica



Fuente: Bloomberg

China no logra despegar

A pesar de los esfuerzos del gobierno chino por impulsar la economía, los datos publicados recientemente muestran que la recuperación le sigue siendo esquiva.

China recuperó en noviembre, pero devolvió en diciembre

MSCI China



Fuente: Bloomberg

En primer lugar, los índices de precios muestran una persistente debilidad en la demanda de los consumidores con el IPC de octubre descendiendo 0,2% a/a. En segundo lugar, las exportaciones se contrajeron 6,4% a/a en octubre y repuntaron levemente en noviembre. Sin embargo, la reunión entre Xi Jinping y Joe Biden genera esperanzas de mejorar las tensiones comerciales. Adicionalmente, los flujos de

inversiones extranjeras fueron negativos por cuarto mes consecutivo en noviembre. En tercer lugar, los PMI de noviembre no fueron concluyentes. La versión oficial cayó a 49,4, mientras que el medido por Caixin sorprendió subiendo a 50,7, desde 49,5 en octubre.

Las exportaciones siguen en problemas

Exportaciones chinas variación anual (%)



Fuente: Bloomberg

Por último, Moody's rebajó las perspectivas de la deuda soberana por los estímulos fiscales dirigidos a los gobiernos locales y al sector inmobiliario. En noviembre se otorgaron préstamos sin garantía y emisión de bonos por US\$140 mil millones, que provocaron un aumento del déficit fiscal a 3,8% del PBI en 2023.

El mercado ya descuenta una perspectiva negativa para China. El índice MSCI China cayó 10% en 2023, cotizando a solo 9.3x veces las ganancias proyectadas de los próximos 12 meses. Esa valuación compara con los 24x de India. Las bajas valuaciones y el sentimiento negativo hacia China implican que cualquier sorpresa positiva podría generar una rápida recuperación de precios.

Acciones Americanas	1M	YTD
DJIA	9,2%	10,7%
Nasdaq Composite	10,8%	37,0%
S&P 500	9,1%	20,8%
Russell 2000	9,1%	4,2%
Russell1000 Value	7,5%	5,6%
Russell 1000 Growth	10,9%	36,6%
Russell 1000	9,3%	20,6%

Mercados Desarrollados (USD)	1M	YTD
MSCI ACWI	9,2%	16,6%
MSCI ACWI ex-US	9,0%	10,1%
MSCI World	9,4%	18,0%
MSCI World ex-US	9,4%	11,8%
Japan: Nikkei 225	11,1%	15,8%
Stoxx Europe 600	10,1%	14,7%
Germany: DAX	12,7%	18,5%

Mercados Emergentes (USD)	1M	YTD
MSCI EM	8,0%	5,7%
China: Shanghai Comp.	0,4%	-10,6%
Hong Kong: Hang Seng	0,0%	-10,7%
India: S&P BSE Sensex	4,8%	10,7%
Brazil: Bovespa	15,3%	24,5%
MSCI: México	14,4%	25,1%
Argentina: Merval	36,6%	53,5%
Chile: Santiago IPSA	11,0%	8,2%

Bonos Tesoro USA	1M	YTD
US Treasury 2 Yr	(41)	25
US Treasury 5 Yr	(59)	26
US Treasury 10 Yr	(60)	45
US Treasury 30 Yr	(60)	53

En noviembre, las acciones americanas tuvieron su mejor mes en lo que va del año, poniendo fin a tres meses consecutivos de caídas. La creciente probabilidad de un aterrizaje suave, junto con una disminución en las tasas a lo largo de casi toda la curva, estimuló tanto a las acciones de "growth" como a las "value". El aumento de las "7 magníficas" contribuyó a intensificar la concentración en el mercado.

Los mercados desarrollados siguieron la tendencia alcista de las acciones estadounidenses, también impulsados por las perspectivas de fin del ciclo de aumento de tasas. En Europa, las acciones fueron favorecidas por una mejora en los resultados corporativos del sector financiero, mientras que, en Japón, los inversores se entusiasmaron con la eliminación de la política de control de curvas sobre la tasa de interés.

Los mercados emergentes también tuvieron un excelente mes, impulsados por la baja del dólar, un subproducto de la desinflación y de los recortes de tasas. China, que representa cerca del 25% del índice, continúa mostrando rendimientos modestos debido a las dificultades para retomar una senda de crecimiento consistente. En Argentina, las acciones continuaron mostrando buenos rendimientos por la elección de un nuevo presidente, que abre la posibilidad de un cambio de rumbo estructural en la política económica.

Los rendimientos de los bonos americanos cayeron significativamente, especialmente en los puntos más largos de la curva, donde se registraron las mayores caídas en 15 años. No obstante, la brecha entre las tasas a 2 y 10 años se amplió a -35pbs, desde -16pbs a finales de octubre, lo que refleja crecientes preocupaciones acerca de una posible recesión.

Índices Renta Fija (USD)	1M	YTD
US HY	4,5%	9,4%
US IG	4,5%	1,6%
US GLOBAL	4,5%	2,3%
GLOBAL HY	4,9%	9,4%
GLOBAL IG	5,0%	1,5%
EM HY	6,1%	8,4%
EM IG	4,9%	2,6%
EM Global	5,3%	4,7%

Los bonos tuvieron un gran mes debido al proceso desinflacionario que parece en marcha. La deuda de buena calidad crediticia (Investment grade) tuvo su mejor mes en 30 años, impulsado por la caída de las tasas a lo largo de toda la curva. La deuda 'High Yield' tuvo un buen mes en un contexto benévolo para los activos de riesgo.

Monedas	1M	YTD
DXY	-3,0%	0,0%
Euro	3,0%	1,7%
Yen	2,3%	-11,5%
Libra	3,9%	4,5%
Yuan	2,5%	-3,3%
Real	2,4%	7,3%
MSCI Emerging Mkts Currency	2,8%	3,4%

El dólar se debilitó fuertemente en el mes ante la caída de tasas, impulsando al alza tanto a las monedas de países desarrollados como emergentes.

Commodities	1M	YTD
BBG Commodity Index	-2,3%	-5,4%
BBG Agriculture Index	1,5%	-4,6%
Oil	-5,2%	-3,6%
Gas	-21,6%	-37,4%
Oro	2,6%	11,6%
Plata	10,6%	5,5%
Cobre	4,9%	0,5%
Soja	4,3%	-11,6%
Trigo	2,5%	-28,0%
Maíz	-3,6%	-31,9%
Algodón	-2,2%	-4,8%
Ganado	-7,0%	10,4%

En noviembre, los precios de la energía continuaron debilitándose debido al debilitamiento de la demanda global y el escaso impacto de los recortes de producción de la OPEC. Por otro lado, los metales preciosos y los commodities agrícolas tuvieron un mes positivo, impulsados por la depreciación del dólar.

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 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.

