

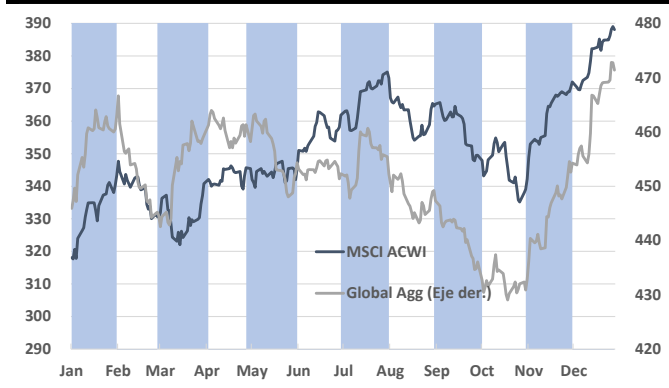
DICIEMBRE 2023

## El mercado apuesta al *soft landing*

Diciembre ratificó el sentimiento de noviembre. La inflación se continuó desacelerando y los datos económicos mostraron una economía enfriándose, pero aun en buena forma. Las acciones cerraron el mejor trimestre del año, recuperándose del flojo trimestre anterior y la tasa de 10 años cayó 45 puntos básicos para terminar el año donde lo comenzó. Las acciones globales, medidas a través del MSCI ACWI subieron 4,8%, mientras que el índice de bonos Global Aggregate aumentó 4,2%.

### Diciembre fue otro gran mes para los mercados

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



Fuente: Bloomberg

Los indicadores económicos en EE. UU. respaldaron la perspectiva de un aterrizaje suave. La inflación se moderó, y la tasa anualizada de los últimos 6 meses, medida por el índice de precios de gastos de consumo (PCE) se situó en 1,9%, dentro del rango objetivo establecido por la Reserva Federal (Fed). Aunque la Fed confirmó la pausa en el aumento de tasas como era esperado, sorprendió al proyectar tres recortes de tasas para el año 2024. Esto llevó al mercado a anticipar aún más recortes, estimándolos en siete a través de las ocho

reuniones del próximo año, por encima de los cuatro esperados a principio de mes.

Al igual que en Estados Unidos, Europa mantuvo la tendencia del mes pasado. Sin embargo, a la desaceleración de la inflación se le suma un debilitamiento de la actividad económica que parece entrar en recesión. Como consecuencia, el mercado especula ahora siete recortes de tasas en 2024, tres más de los anticipados a principios de mes, después de que el Banco Central Europeo (BCE) decidiera mantener sin cambios la tasa de interés en su última mensual. Esta decisión impulsó a las acciones, que avanzaron 5% en diciembre en dólares.

### Otra vez, Europa acompañó, pero China quedó atrás

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



Fuente: Bloomberg

China, el único mercado de acciones con rendimiento negativo en 2023, continuó decepcionando en diciembre. La inflación de noviembre retrocedió nuevamente hacia territorio deflacionario, marcando la primera vez en el año que la inflación interanual disminuye durante dos meses consecutivos. Los flujos de inversión extranjera han registrado cinco meses consecutivos de resultados negativos hasta diciembre, y las acciones, medidas por el MSCI

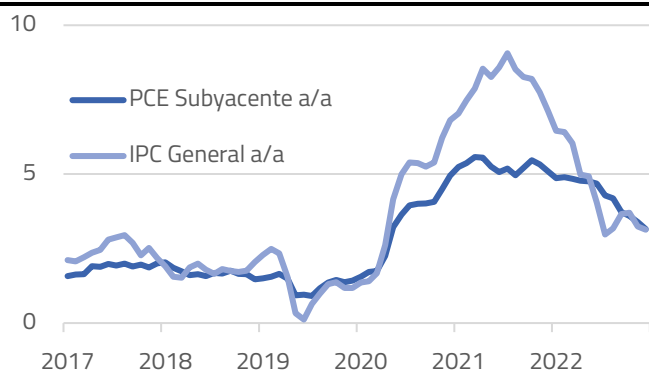
China, volvieron a caer un 5% en el mes. A pesar de las proyecciones optimistas de crecimiento por parte del gobierno chino para el próximo año, la realidad económica presenta desafíos, y una nueva regulación sorpresiva en el juego en línea impactó negativamente en las principales acciones de tecnología.

### Todo apunta al aterrizaje suave

Los datos económicos de diciembre apuntaron hacia el aterrizaje suave. La inflación y la economía se desaceleraron, aunque todavía no hay indicios de recesión. Por el lado de la inflación, los gastos del consumidor (PCE) registraron un aumento de 2,6% a/a en noviembre, menor al 3% de octubre y al 2,8% esperado. La versión subyacente, que excluye energía y alimentos, también mostró un sorprendente 3,2%. En la misma línea, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) cayó ligeramente a 3,1% a/a, desde 3,2% de octubre. Como también lo hicieron los precios al productor, indicador que suele anticipar los precios para los consumidores, que aumentaron solo un 0,9% a/a, debajo del 1,3% de octubre y del 1% esperado, por la caída de precios energéticos.

### La inflación se desacelera

Inflación PCE subyacente a/a (%), inflación IPC general a/a (%)



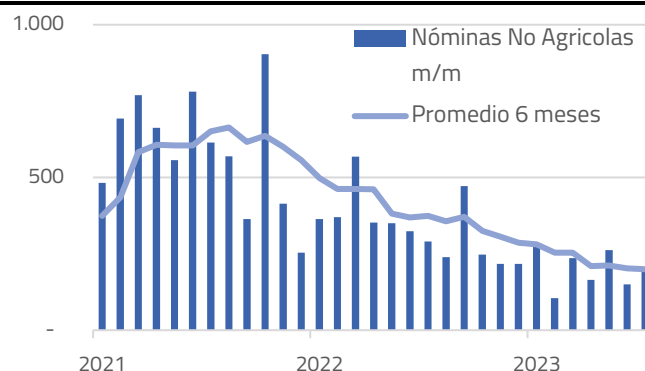
Fuente: Bloomberg

Además, según la encuesta de diciembre de la Universidad de Michigan, las expectativas de

inflación de los consumidores en el próximo año disminuyeron a 3,1%, por debajo del 4,5% de noviembre. Estas expectativas ancladas de inflación facilitan la gestión de la política monetaria.

### El mercado laboral sigue fuerte

Nóminas no agrícolas mensuales



Fuente: Bloomberg

El crecimiento económico se mantiene saludable. Aunque el mercado laboral mostró una desaceleración en noviembre, no hay indicios de recesión. En ese mes, el sector no agrícola generó 199 mil empleos, superando los 185 mil de los analistas, aunque estuvo por debajo del promedio de 240 mil de los últimos doce meses. Además, se ajustaron a la baja 35 mil empleos correspondientes a los dos meses anteriores. La tasa de desempleo disminuyó a 3,7%, por debajo del 3,9% de octubre y en niveles históricamente bajos. Eso muestra una economía con buena capacidad de crear empleo, sosteniendo la capacidad de compra del consumidor. Esto último fue confirmado a través de las ventas minoristas, que experimentaron un fuerte crecimiento del 4,1% interanual en noviembre, y del gasto personal que creció por noveno mes consecutivo.

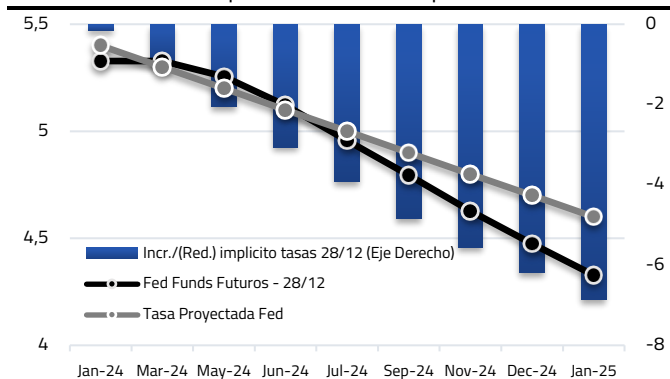
Además, el aumento salarial de noviembre superó las expectativas al registrar un incremento del 0,4% m/m, duplicando la cifra de

octubre. Esta fortaleza del consumidor y de los salarios sugiere que las presiones inflacionarias podrían persistir en 2024.

Estos datos auspiciosos llevaron a que, en su última reunión del año, la Reserva Federal confirmara la expectativa del mercado respecto al fin de la suba de las tasas de interés. Más aún, la Fed sorprendió con proyecciones económicas trimestrales que representaron un cambio significativo con respecto a las anunciadas en septiembre. La modificación más destacada fue la proyección de tres recortes de 25 puntos en la tasa para 2024, dos más de los previstos anteriormente, marcando la primera revisión a la baja en más de dos años.

#### El mercado descuenta más cortes que la FED

Probabilidad de suba, pausa o corte de 25 pb al 28/12/2024



Fuente: Bloomberg

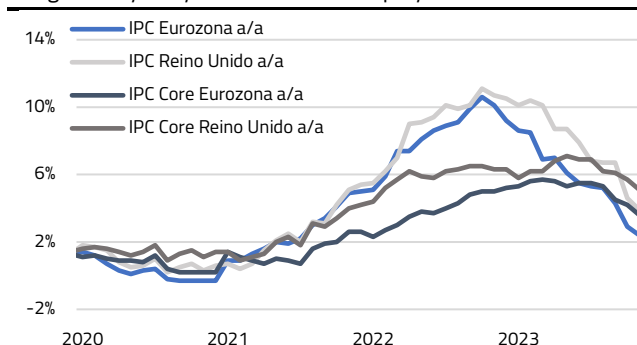
Durante la conferencia de prensa, Powell agregó que la Fed debería reducir las tasas "mucho antes" de que la inflación alcance el objetivo del 2% anual. El mercado, anticipándose a estas declaraciones, espera que el próximo año se realicen más de seis recortes en ocho reuniones. Por eso el rendimiento de los bonos a 10 años, cayó a 3,88%, el mismo nivel que al inicio del año e impulso a las acciones a alcanzar sus máximos históricos otra vez.

#### Europa: inflación cae, también la economía

En contraste con EE.UU, la inflación en Europa y el Reino Unido se desaceleró en noviembre, pero la economía muestra signos de una posible recesión. En la zona del euro, los Precios al Consumidor (IPC) subieron 2,4% a/a en noviembre, muy por debajo desde el máximo histórico del 10,6% de octubre de 2022. De manera similar, en el Reino Unido, el IPC de noviembre aumentó 3,9% a/a, descendiendo desde 4,6% en octubre. A pesar de estos datos, el Banco Central Europeo (BCE) mantiene un tono cauteloso en sus declaraciones, no descartando un rebote inflacionario en 2024, principalmente debido a tensiones geopolíticas que podrían amenazar la cadena de abastecimiento.

#### La inflación vuelve a confirmar su desaceleración

IPC general y subyacente a/a en Europa y el Reino Unido



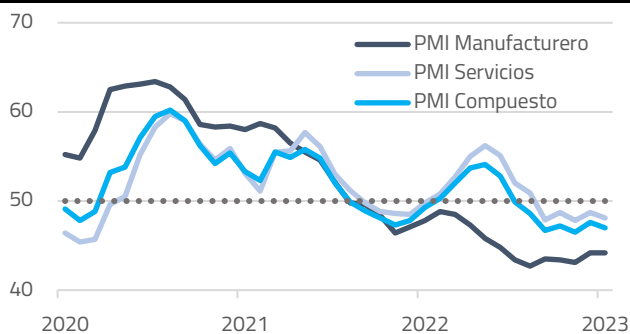
Fuente: Bloomberg

La actividad económica sigue sin repuntar. En primer lugar, a pesar de algún rebote en los índices de gerentes de compras (PMI) de noviembre, los de diciembre volvieron a caer, tanto en el sector de servicios (48,1) como en manufactura (44,2), ambos en niveles contractivos. En segundo lugar, aunque la confianza del consumidor mejoró más de lo esperado en diciembre, permanece deprimida respecto a los promedios de largo plazo. En tercer lugar, el consenso entre los analistas sugiere una disminución del Producto Interno

Bruto (PIB) de 0,1% en el cuarto trimestre de 2023, más débil que el crecimiento nulo previamente pronosticado, esperándose un modesto aumento del 0,1% en el primer trimestre de 2024. A pesar de estos desafíos económicos, el euro subió 1,3% en el mes, alcanzando US\$1,11 por EUR, el nivel más alto desde finales de julio. Además, el rendimiento de los bonos alemanes a 10 años cayó 45 puntos básicos en diciembre, al nivel más bajo desde septiembre del 2022, mientras que las acciones registraron un aumento del 5,1% en dólares.

### Los índices PMI todavía en terreno contractivo

PMI manufactureros, servicios y compuestos de la Eurozona



Fuente: Bloomberg

En el Reino Unido, las cifras actualizadas del PIB mostraron una disminución del 0,1% t/t durante el 3T, planteando la posibilidad de una recesión técnica. Sin embargo, los índices de gerentes de compras (PMI) de diciembre indicaron una actividad más robusta, con un índice de servicios en 52,7 y un índice compuesto en 51,7. Adicionalmente, las ventas minoristas de noviembre registraron un crecimiento del 0,1% a/a, superando las expectativas negativas.

### China no deja de decepcionar

En diciembre, otra vez más, China transmitió frustración. Los flujos de inversiones extranjeras registraron cinco meses consecutivos de resultados negativos hasta diciembre, y las

acciones fueron las únicas que cerraron el año con pérdidas entre las principales bolsas mundiales. Aunque el gobierno chino es optimista con respecto al crecimiento del próximo año, la realidad económica presenta desafíos, marcada por la falta de recuperación del sector inmobiliario y movimientos regulatorios sorpresivos que afectan el sentimiento del inversor.

### China cierra el año con pérdidas

MSCI China



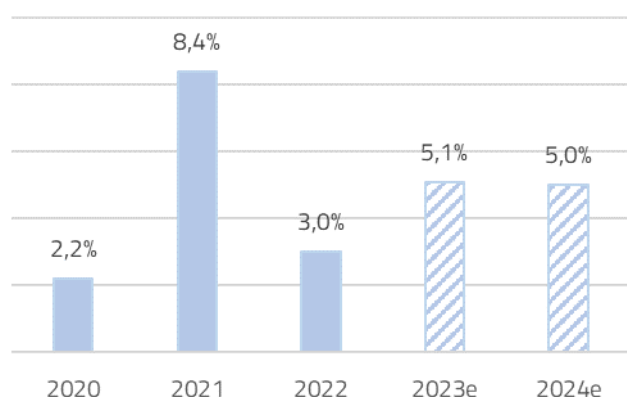
Fuente: Bloomberg

A mediados de mes, el Politburó, conformado por los líderes más destacados de China, reveló una ambiciosa meta de crecimiento del 5% para el próximo año. En este anuncio, se comprometieron a fortalecer los respaldos fiscales, haciendo especial énfasis en el progreso económico. Sin embargo, este objetivo parece optimista, dada la todavía falta de confianza de los inversores y del consumidor china, y la todavía vigente crisis del sector inmobiliario, sin dejar de tener en cuenta que hasta la demografía ya le ha comenzado a jugar en contra a China. La constante intromisión del estado en cada vez más sectores tampoco ayuda. Además, los indicadores económicos revelan una situación mixta. Aunque el Índice de Gerentes de Compras (PMI) sugiere cierta expansión económica, la inflación vuelve a descender. En noviembre, el PMI de servicios, medido por Caixin, alcanzó 51,5

puntos, mientras que el sector manufacturero registró 50,7 puntos, apenas superando el umbral de expansión de 50 puntos. La caída interanual del 0,5% en la inflación en noviembre, frente a las expectativas del 0,2%, subraya las dificultades para estimular la demanda interna, un elemento esencial para el crecimiento sostenido.

### El politburó chino espera crecimiento del 5% para 2024

Crecimiento anual PBI



Fuente: Banco Mundial; Politburó

A finales de diciembre, el gobierno chino implementó inesperadas restricciones adicionales al juego en línea, lo que resultó en pérdidas significativas en las acciones tecnológicas. Estas medidas incluyen límites en el gasto individual de los jugadores y restricciones en el contenido relacionado con la seguridad nacional, generando preocupación entre los inversores y evocando recuerdos de las acciones regulatorias implementadas en el sector tecnológico en 2021. Empresas destacadas como Tencent, NetEase y Bilibili experimentaron una caída del 15% en sus acciones como resultado de estas medidas. El sentimiento negativo hacia China se ha intensificado este año, con un 90% del capital que ingresó al mercado de acciones ya retirado. Desde su punto máximo de 235.000 millones de

yuanes (33.000 millones de dólares) en agosto, la inversión extranjera neta en acciones chinas ha disminuido en un 87%, alcanzando solo 30.700 millones de yuanes.

A pesar de este panorama desafiante y de la cantidad de noticias negativas, lo más optimista que se puede decir de China, aparte de las bajas valuaciones, es que hay un sentimiento negativo muy expandido en el mercado, muy parecido al experimentado en octubre de 2022 en EE. UU., cuando comenzó el fuerte rebote en ese mercado. Los más optimistas piensan que este podría ser el caso para las acciones chinas en 2024.

| Acciones Americanas | 1M    | YTD   |
|---------------------|-------|-------|
| DJIA                | 4,9%  | 16,2% |
| Nasdaq Composite    | 5,6%  | 44,6% |
| S&P 500             | 4,8%  | 26,6% |
| Russell 2000        | 12,2% | 16,9% |
| Russell1000 Value   | 5,5%  | 11,5% |
| Russell 1000 Growth | 4,4%  | 42,7% |
| Russell 1000        | 4,9%  | 26,5% |

Diciembre fue un excelente mes para las acciones, culminando un año excepcional. En Estados Unidos, las acciones 'value' y las de baja capitalización tuvieron un gran mes y superaron a las de alta capitalización y 'growth'. Así, se revirtió la tendencia de la mayoría del año, en el que estas últimas tuvieron los mayores retornos.

| Mercados Desarrollados (USD) | 1M   | YTD   |
|------------------------------|------|-------|
| MSCI ACWI                    | 4,8% | 22,2% |
| MSCI ACWI ex-US              | 5,0% | 15,6% |
| MSCI World                   | 4,9% | 23,8% |
| MSCI World ex-US             | 5,5% | 17,9% |
| Japan: Nikkei 225            | 5,2% | 21,7% |
| Stoxx Europe 600             | 5,1% | 20,6% |
| Germany: DAX                 | 4,7% | 24,1% |

Los mercados desarrollados se movieron de manera similar a las acciones estadounidenses en diciembre, dadas las crecientes expectativas de recortes en las tasas de interés. La debilidad del dólar mejoró aún más los retornos dolarizados fuera de los Estados Unidos.

| Mercados Emergentes (USD) | 1M    | YTD    |
|---------------------------|-------|--------|
| MSCI EM                   | 3,8%  | 9,7%   |
| China: Shanghai Comp.     | -1,3% | -11,7% |
| Hong Kong: Hang Seng      | 0,2%  | -10,6% |
| India: S&P BSE Sensex     | 8,1%  | 19,6%  |
| Brazil: Bovespa           | 6,7%  | 32,9%  |
| MSCI: México              | 8,7%  | 36,0%  |
| Argentina: Merval         | 5,1%  | 55,1%  |
| Chile: Santiago IPSA      | 5,4%  | 14,1%  |

En general, los mercados emergentes no decepcionaron, aunque China fue el principal detractor de los retornos en el índice de referencia, ya que representa cerca del 25%. La baja expectativa de éxito de las medidas del gobierno del país, junto con una nueva regulación sorpresiva para el juego en línea, terminó impactando negativamente en el mercado chino.

| Bonos Tesoro USA  | 1M   | YTD  |
|-------------------|------|------|
| US Treasury 2 Yr  | (43) | (18) |
| US Treasury 5 Yr  | (42) | (16) |
| US Treasury 10 Yr | (45) | 0    |
| US Treasury 30 Yr | (47) | 7    |

Los rendimientos de la curva americana volvieron a caer en diciembre, cerrando en los puntos intermedios por debajo de los niveles vistos a fines del año anterior.

| Índices Renta Fija (USD) | 1M   | YTD   |
|--------------------------|------|-------|
| US HY                    | 3,7% | 13,4% |
| US IG                    | 3,8% | 5,5%  |
| US GLOBAL                | 3,8% | 6,2%  |
| GLOBAL HY                | 3,7% | 13,5% |
| GLOBAL IG                | 4,2% | 5,7%  |
| EM HY                    | 4,4% | 13,1% |
| EM IG                    | 4,1% | 6,8%  |
| EM Global                | 4,2% | 9,1%  |

La caída de las tasas de interés impulsó nuevamente a los índices de renta fija. El índice americano de alta calidad crediticia registró su segundo mejor mes en más de 20 años, solo superado por su desempeño en noviembre de 2023. Por su parte, el "high yield" no se quedó atrás, beneficiándose también de la caída de tasas y la menor percepción de riesgo en el mercado.

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

El dólar se siguió debilitando como fruto de la caída de tasas. El yen tuvo un impulso significativo ante una disminución de la política de control de tasas por parte del Banco de Japón.

| Commodities           | 1M     | YTD    |
|-----------------------|--------|--------|
| BBG Commodity Index   | -2,7%  | -7,9%  |
| BBG Agriculture Index | -4,8%  | -9,3%  |
| Oil                   | -7,0%  | -10,3% |
| Gas                   | -10,3% | -43,8% |
| Oro                   | 1,3%   | 13,1%  |
| Plata                 | -5,8%  | -0,7%  |
| Cobre                 | 1,6%   | 2,1%   |
| Soja                  | -3,7%  | -14,9% |
| Trigo                 | 10,1%  | -20,7% |
| Maíz                  | 2,1%   | -30,5% |
| Algodón               | 2,0%   | -2,8%  |
| Ganado                | 1,6%   | 12,2%  |

A pesar del debilitamiento del dólar, los principales *commodities* cerraron el año con rendimientos negativos, exceptuando al oro, que hizo honor a sus características anti-dólar, siendo uno de los más beneficiados de la caída de tasas de interés.

## 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.

