

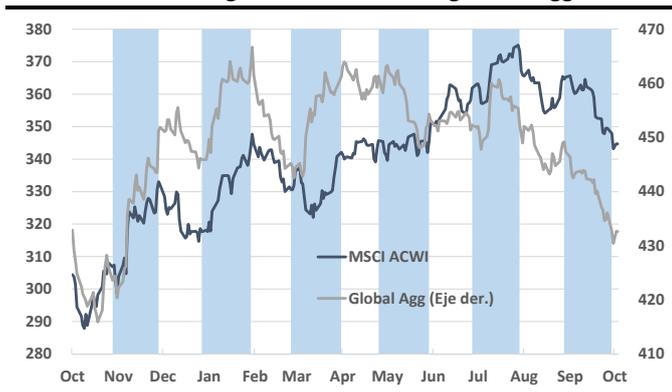
SEPTIEMBRE 2023

Tasas altas por más tiempo.

Septiembre fue otro mes negativo, tanto para los bonos como para las acciones. Las acciones globales cayeron 4,1%, lideradas por el S&P 500 que cedió 4,5%, cerrando el peor trimestre del año y el único en rojo. Los bonos grado de inversión perdieron 2,9% a nivel global y 2,5% en Estados Unidos. Los mercados fueron principalmente afectados por una fuerte suba en las tasas largas de interés.

Otro mes en rojo para acciones y bonos

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



Fuente: Bloomberg

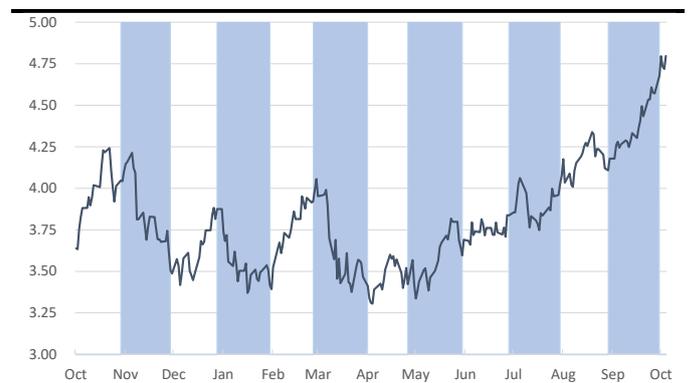
La caída se profundizó tras la reunión de la Fed, que se llevó a cabo en la tercera semana del mes, cuando S&P 500 tuvo sus dos peores días. En los últimos 10 días del mes, las caídas duplicaron las de los primeros 20 días.

Tras la reunión, el mensaje principal de la Fed fue que las tasas de interés se mantendrían altas por más tiempo de lo que el mercado esperaba. La proyección de recortes de tasas para 2024 bajó a la mitad sin un aumento en la inflación esperada. Por lo tanto, el mercado comenzó a asumir tasas nominales y reales más elevadas. La Fed justificó su postura monetaria más agresiva en la

fortaleza de la economía, corrigiendo al alza la expectativa de crecimiento significativamente. Ahora espera un crecimiento de 2,1% para 2023, el doble que en la proyección de junio y muy por encima del 0,5% esperado a fines de 2022.

Bonos largos fuera de control

Rendimiento bono tesoro a 10 años



Fuente: Bloomberg

El mercado de renta fija también está reflejando los serios problemas de financiación que enfrenta el gobierno americano. Primero, la Fed mantuvo su programa de endurecimiento cuantitativo sin cambios, esperando recomprar US\$ 0,7 billones de bonos del Tesoro en los próximos 12 meses. Segundo, se deberá financiar un déficit fiscal de por lo menos US\$ 1,5 billones por año, que se ha acentuado por el costo de los intereses. Además, el sistema político tiene niveles de conflictividad y debilidad institucional que dificulta la toma de medidas adecuadas. Por último, el Tesoro enfrenta la necesidad de refinanciar USD 7,6 billones en bonos existentes.

Además de la suba de tasas, hay otros motivos que sugieren seguir con una postura cautelosa. En primer lugar, hay señales incipientes de que la economía americana comienza a perder impulso.

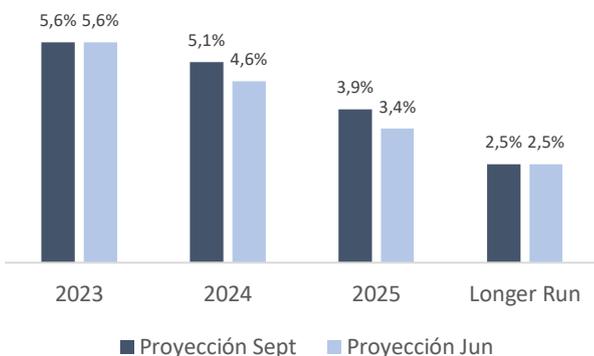
En general, los analistas creen que es posible lograr un aterrizaje suave, aunque históricamente ese consenso ha precedido recesiones. En segundo lugar, las acciones continúan caras en términos históricos y van perdiendo atractivo frente a los bonos, cuyos rendimientos se encuentran en el nivel más alto de los últimos 16 años. Por último, la economía global luce vulnerable. Europa muestra señales de recesión y China no logra despegar.

La tasa de 10 años voló tras la reunión de la Fed

La suba de la tasa de 10 años se magnificó luego de la reciente reunión de la Fed, que decidió mantener las tasas de interés sin cambios. La pausa fue considerada "dura", ya que la Fed no solo reiteró que subiría las tasas otros 25pb antes de fin de año, sino que, en sus proyecciones económicas trimestrales, estimó que recortará las tasas 50pb en 2024, la mitad de los 100pb estimados en junio. Por lo tanto, éstas se ubicarían en 5,6% a fines del 2023 (desde el 5,3% actual) y 5,1% a fines de 2024.

La FED señaló tasas más altas por más tiempo

Proyecciones de la FED para la tasa de referencia.



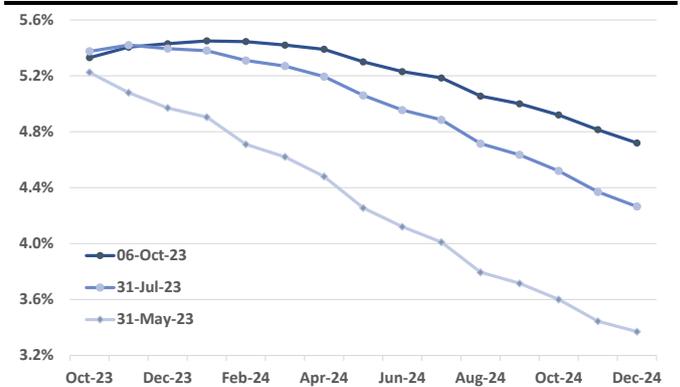
Fuente: Reunión FOMC

Las mayores tasas son consecuencia de un aumento en sus expectativas de crecimiento económico y una caída más lenta de la inflación y

el desempleo. Según la Fed, la economía crecería 2,1% este año, el doble de la estimación anterior, y 1,5% en 2024, más alto que el 1,1% previo. Las proyecciones de inflación subyacente para 2024 se mantuvieron sin cambios en 2,6% y subieron levemente a 2,3% en 2025, para llegar al 2% objetivo recién en 2026. El desempleo se mantendría en 3,8% en 2023 y 4,1% en 2024, en ambos casos 0,3%-0,4% menos que la estimación anterior. Esto implica un escenario de "aterrizaje suave", en el que la inflación baja sin una debacle económica ni pérdida sustancial de empleo, algo tan difícil que solo se ha logrado una vez en las últimas décadas. En la mayoría de las ocasiones, la inflación solo bajó después de sufrir recesiones económicas.

El mercado subió fuertemente sus estimaciones de tasas

Futuros tasas Fed



Fuente: Bloomberg

Como consecuencia de las proyecciones de tasas más altas por parte de la Fed, el mercado comenzó a asumir que éstas se mantendrán en niveles elevados por largo tiempo. Eso es contrario a las expectativas largamente sostenidas por el mercado de futuros, que asumían una rápida caída. Ahora, los inversores esperan que las tasas de la Fed a fines de 2024 lleguen a 4,7%, comparado con el 4,2% estimado

a fines de julio y el 3,8% de fines de junio. Este nuevo escenario de tasas altas duraderas es consecuencia que la Fed creyó durante demasiado tiempo que la inflación, que comenzó a subir en 2021, era un fenómeno transitorio, sumado a la decisión de subir las tasas por debajo de los niveles de la inflación, contrariamente a la estrategia en ciclos anteriores. Cuando la inflación llegó al 9% en junio 2022, las tasas de la Fed no habían llegado ni siquiera al 2%.

Los rendimientos de los bonos largos se encuentran en niveles muy superiores a la inflación actual y a las expectativas. Al 4,8%, el rendimiento del bono de 10 años más que duplica la inflación de largo plazo proyectada por los analistas y por el mercado de bonos y más de 100bp por encima de los registros de inflación actuales. Los TIPS, cuyo capital se ajusta de acuerdo con la inflación al consumidor, ofrecen un rendimiento 2,5% por encima de la inflación futura, el más alto de los últimos 15 años. Hace solo dos años, esos mismos bonos ofrecían una tasa negativa del 1%.

Bonos ajustados por inflación a niveles muy atractivos

Rendimiento TIP a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

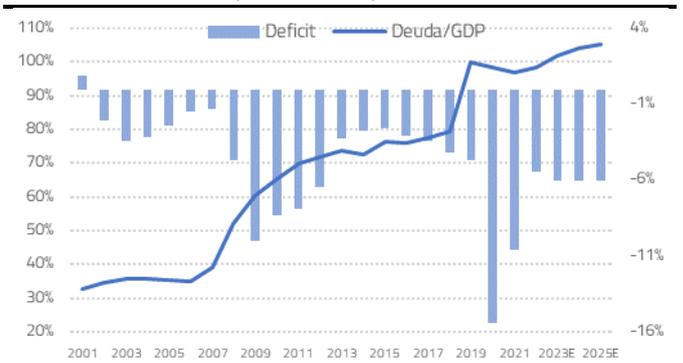
EE. UU. ante una montaña de vencimientos.

La situación fiscal de los Estados Unidos es uno de los principales motivos de preocupación para el mercado de bonos. El tesoro va a tener que emitir montos de deuda sin precedentes para financiar el profundo déficit fiscal, renovar elevados vencimientos y al mismo tiempo repagar los vencimientos de los títulos en poder de la Reserva Federal.

El gasto fiscal ha aumentado significativamente en los últimos tiempos, principalmente por partidas no discrecionales. La Oficina de presupuesto americano estima un déficit fiscal del 6%-7% del PBI en los próximos tres años, similar a aquellos durante recesiones o guerras, lo que es inédito para una economía con un desempleo menor al 4%.

Déficit Fiscal EE.UU.

Evolución déficit fiscal y deuda total para EE.UU.



Fuente: Bloomberg

Adicionalmente, parte de la deuda récord actual de US\$ 33 billones necesita ser refinanciada. Solo en el próximo año, el tesoro enfrenta vencimientos por US\$ 7,6 billones, equivalente al 30% de la deuda en poder del público, que hoy pagan tasas de interés mucho más bajas que las actuales.

Nivel récord de Deuda Americana

Deuda Federal de EE. UU. en billones de dólares



Fuente: Bloomberg

Esta situación genera dos problemas. El primero es que el aumento de los intereses deriva en un déficit aún más elevado. No solo las tasas de interés a niveles tan altos como en el 2007, sino que la deuda es mucho mayor. En aquel momento, la deuda representaba un 35% del PBI, mientras que hoy roza el 100%. Por eso, se estima que el gasto en intereses representa el 2,5% del PBI, llegando a 3,2% en el 2030. Esto marcaría un récord histórico, superando incluso al gasto en defensa nacional. El segundo problema, es la gran cantidad de deuda a emitir coincidentemente con la implementación del programa de endurecimiento cuantitativo que aumenta el suministro de bonos en el mercado. La Reserva Federal continúa reduciendo la cantidad de bonos del tesoro de su balance, en un monto equivalente a US\$60.000 millones por mes, generando una oferta de títulos de USD 0,7 billones. Todos estos elementos aumentan significativamente la oferta de títulos en el mercado, generando presiones al alza en las tasas de interés más largas, y por lo tanto presionando los precios de los bonos a la baja.

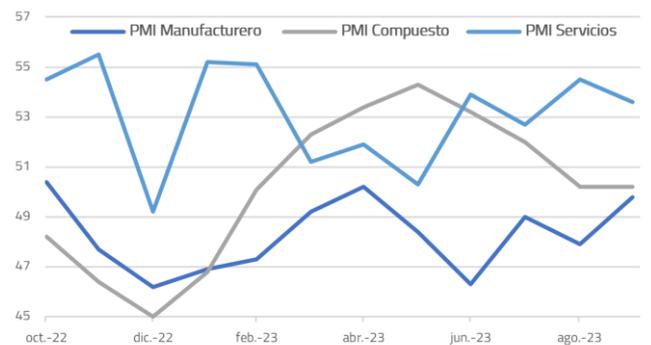
La economía global se enfría

La economía global se está desacelerando. Si bien la economía americana se mantiene robusta, el tercer trimestre probablemente marque el pico de crecimiento. Por otro lado, el crecimiento en la Eurozona continúa anémico, y se espera que China crezca menos de lo esperado en 2024, como consecuencia de la crisis inmobiliaria aún no resuelta.

En Estados Unidos, las proyecciones ya no muestran una recesión. En agosto, las nuevas órdenes de bienes durables, una medida de la actividad manufacturera, crecieron 0,2% m/m, por encima de lo esperado luego de caer 5,6% en julio. En línea con la evolución de los PMI manufactureros, que aunque siguen en terreno contractivo sorprendieron al alza.

PMIs Estados Unidos

Actividad económica en Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

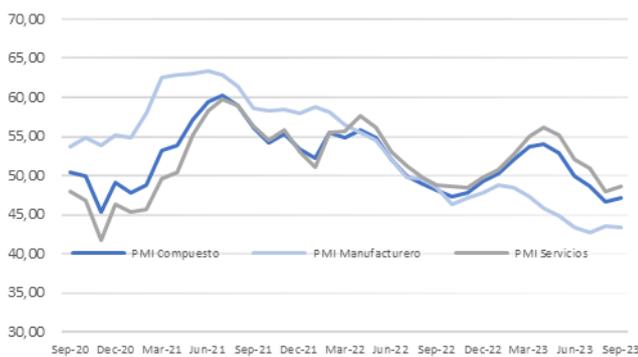
Sin embargo, la confianza del consumidor se debilitó en septiembre por segundo mes consecutivo, alcanzando el nivel más bajo desde mayo y el índice de expectativas se derrumbó a 74 desde 83 en agosto. Históricamente, niveles menores a 80 han precedido recesiones en los siguientes 12 meses. Además, el mercado de viviendas siguió mostrando el impacto de la

fuerte suba en los costos de hipotecas que alcanzaron el 7,75%, el mayor nivel en más de 20 años, cuando las ventas pendientes cayeron 7,1% m/m y 18,8% a/a en agosto.

Europa no presenta expectativas de crecimiento alentadoras hacia adelante. El PMI Manufacturero de septiembre fue 43,4, ligeramente inferior al 43,5 de agosto. Además, el PIB de segundo trimestre registró una caída del 0,5% a/a y las ventas minoristas de julio cayeron 1,0% a/a.

PMI Europa

La actividad económica en Europa



Fuente: Bloomberg

Por otra parte, en la reunión del Banco Central Europeo (BCE) se redujo el pronóstico del PBI Real desde 0,9% a 0,7% para 2023, y de 1,5% a 1,0% en 2024. Además, el BCE aumentó la tasa de referencia en 25 puntos básicos en respuesta a una inflación que todavía se mantiene lejos del 2%. En las proyecciones macroeconómicas del BCE prevén una inflación de 5,6% este año y 3,2% el 2024.

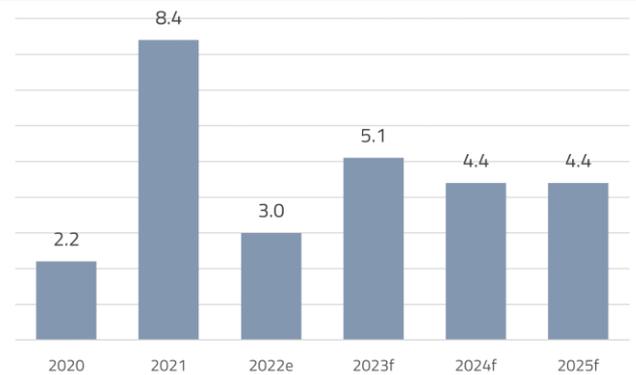
Sin embargo, los datos preliminares de septiembre revelaron que tanto la inflación subyacente como la general se desaceleraron por debajo de las expectativas. La general fue

4,3% a/a, representando una reducción significativa desde el 5,2% de agosto. La inflación subyacente también cayó, llegando al 4,5% a/a, contra estimaciones de 4,8%.

Por su parte, el Banco Mundial acaba de rebajar las expectativas de crecimiento para China en 2024. Ahora espera un crecimiento de 4,4% contra el 4,8% pronosticado en abril. Poco a poco, el crecimiento esperado se aleja del objetivo del 5% que se había planteado el gobierno a comienzos de año.

Expectativas de Crecimiento China

Expectativas del Banco Mundial de crecimiento PBI China



Fuente: Banco Mundial

Sin embargo, los datos publicados recientemente traen alguna esperanza. En agosto, las ventas minoristas rebotaron 4,6% a/a, impulsadas por los servicios y el turismo. Por otro lado, la producción industrial subió 4,5% (la suba más alta desde abril), las exportaciones cayeron menos que el anterior mes y el crédito creció 9% a/a. En agosto también se retornó a una inflación positiva, luego de un periodo en deflación. Esto se reflejó en una caída del mercado de acciones de 2,4%-2,5%, más modesta que en el resto del mundo.

Acciones Americanas	1M	YTD
DJIA	-3,4%	2,7%
Nasdaq Composite	-5,8%	27,1%
S&P 500	-4,8%	13,1%
Russell 2000	-5,9%	2,5%
Rusell 1000 Value	-3,9%	1,8%
Rusell 1000 Growth	-5,4%	25,0%
Rusell 1000	-4,7%	13,0%

Mercados Desarrollados (USD)	1M	YTD
MSCI ACWI	-4,1%	10,1%
MSCI ACWI ex-US	-3,2%	5,3%
MSCI World	-4,3%	11,1%
MSCI World ex-US	-3,4%	6,7%
Japan: Nikkei 225	-4,2%	9,2%
Stoxx Europe 600	-4,1%	8,3%
Germany: DAX	-5,9%	9,1%

Mercados Emergentes (USD)	1M	YTD
MSCI EM	-2,6%	1,8%
China: Shanghai Comp.	-2,5%	-7,8%
Hong Kong: Hang Seng	-2,4%	-7,2%
India: S&P BSE Sensex	1,2%	9,0%
Brazil: Bovespa	-0,9%	11,4%
MSCI: México	-6,2%	17,5%
Argentina: Merval	-15,2%	18,2%
Chile: Santiago IPSA	-7,2%	5,8%

Bonos Tesoro USA	1M	YTD
US Treasury 2 Yr	18	62
US Treasury 5 Yr	35	61
US Treasury 10 Yr	46	70
US Treasury 30 Yr	49	74

Septiembre cumplió con la tradición de ser el peor mes del año para el S&P500. El resto de las acciones acompañaron la caída, principalmente las de características 'growth'. Las más castigadas fueron las acciones tecnológicas, ya que son las más afectadas por la suba de las tasas largas, que tienen un mayor impacto sobre los flujos lejanos en el tiempo.

Los mercados desarrollados cayeron en menor medida que los de EE.UU. Europa sufrió por una economía más débil, la política monetaria que continúa restrictiva y una inflación por encima del objetivo. Por otra parte, Japón perdió el entusiasmo del primer semestre.

Los mercados emergentes cayeron menos que el resto del mundo. China, a pesar del pesimismo, cayó apenas 2.5%, ya que algunos datos empiezan a mostrar cierto alivio. La fortaleza del dólar tuvo una repercusión negativa en los mercados emergentes.

Hace unos meses que la curva se continúa empujando mediante a través de la suba de las tasas largas. Esto porque el mercado ya no espera grandes subas por parte de la FED, las cuales afectan la parte más corta pero espera mayor crecimiento y emisión de deuda que afecta a las tasas largas.

Indices Renta Fija (USD)	1M	YTD
US HY	-1.2%	5.9%
US IG	-2.5%	-1.2%
US GLOBAL	-2.4%	-0.6%
GLOBAL HY	-1.3%	5.4%
GLOBAL IG	-2.9%	-2.2%
EM HY	-1.9%	3.1%
EM IG	-2.5%	-0.3%
EM Global	-2.3%	0.9%

Los mercados de renta fija de baja calidad crediticia (*'High Yield'*) tuvieron su segundo peor mes del año. El premio por encima de la deuda soberana se encuentra por debajo del promedio histórico y su alta correlación con las acciones le jugo en contra. Por otro lado, la deuda de buena calidad tuvo un mal mes, explicado por la suba de tasas de interés más largas. Por la misma razón, y exacerbado por la suba del dólar, también cayeron los bonos de los mercados emergentes.

Monedas	1M	YTD
DXY	2.5%	2.6%
Euro	-2.5%	-1.2%
Yen	-2.6%	-12.2%
Libra	-3.7%	1.0%
Yuan	-0.5%	-5.5%
Real	-1.6%	4.9%
MSCI Emerging Mkts Currency	-0.5%	0.5%

El dólar continuó fortaleciéndose por el aumento de tasas y un mayor crecimiento de Estados Unidos contra el resto del mundo.

Commodities	1M	YTD
BBG Commodity Index	-0.7%	-3.4%
BBG Agriculture Index	-4.6%	-7.7%
Oil	9.7%	10.9%
Gas	5.8%	-34.5%
Oro	-4.7%	1.3%
Plata	-9.3%	-7.4%
Cobre	-0.9%	-1.9%
Soja	-6.3%	-16.1%
Trigo	-5.5%	-31.6%
Maíz	3.4%	-29.7%
Algodón	-1.4%	4.2%
Ganado	2.5%	19.0%
Madera	0.0%	-7.9%

Los precios de la energía se destacaron contra el resto del mercado. El precio del barril alcanzó máximos de marzo de 2022, aunque luego cayó por debajo de los 90 dólares. Por su parte, los commodities agrícolas o 'soft' volvieron a caer significativamente, debido a que la suba de los costos de energía repercutió en los costos productivos. Los metales preciosos cayeron ante la continua suba de tasas y la ausencia de un sentimiento de pánico,

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.

