

13-sep-21

RESUMEN:

Bonos en dólares: La semana pasada, los bonos operaron mixtos. Se destacaron en Ley Arg AE38 +1,4% y GD41 -2,1%.

FMI: Según La Nación, el presidente dijo que se encuentra cerca de cerrar el acuerdo con el FMI, que sólo resta resolver el tema de las sobretasas (que se resolvería a nivel global en octubre). Las sobre tasas, es el porcentaje de interés que se cobra cuando el tamaño del préstamo supera el máximo según la cuota del país, como es el caso de Argentina.

Escenarios de Bonos en dólares: Nuestros bonos preferidos para esperar un acuerdo con el FMI son en Ley Arg AE38 y en Ley NY GD38, porque en todos los escenarios son de los mejores bonos, y tienen el segundo mejor devengamiento de cupones.

10-sep-21			03-sep-21		10-ago-21	
Curva	Última TIR	Último Precio	Precio hace una semana	WoW	Precio de hace un mes	MoM
Hard Dollar Ley Local			HD Ley Arg		HD Ley Arg	
AL29	21,1%	39,1	38,7	1,1%	36,2	8,0%
AL30	20,3%	37,7	37,5	0,4%	35,1	7,7%
AL35	16,5%	35,8	35,8	0,0%	32,7	11,0%
AE38	17,4%	40,2	39,7	1,4%	37,4	7,5%
AL41	14,9%	39,8	39,7	0,4%	37,2	7,1%
Hard Dollar Ley NY			HD Ley NY		HD Ley NY	
GD29	18,7%	43,3	43,3	-0,2%	40,2	9,2%
GD30	18,3%	41,1	41,5	-1,0%	38,3	9,0%
GD35	16,0%	37,0	37,3	-0,8%	34,3	9,8%
GD38	16,1%	43,3	43,3	0,2%	41,5	6,3%
GD41	14,4%	41,3	42,2	-2,1%	39,8	5,9%
GD46	16,0%	37,1	36,8	0,8%	33,9	10,5%

Bonos en pesos: La semana pasada bajaron casi todas las curvas en pesos, incluyendo los bonos Dollar Linked. En particular, la curva ajustable por inflación bajó a la espera de una nueva desaceleración del IPC Nacional.

10-sep-21			03-sep-21		10-ago-21	
Curva	Última TIR	Último Precio	Precio hace una semana	WoW	Precio de hace un mes	MoM
Badlar			Badlar		Badlar	
PR15	56,1%	72	73	-1,5%	72	0,1%
AA22	47,6%	105	105	0,3%	102	3,4%
CER			CER		CER	
PR13	3,8%	732	728	0,5%	748	-2,1%
TX22	5,3%	168	168	0,2%	165	2,1%
TX23	5,5%	161	161	0,0%	159	1,2%
TC23	6,8%	377	386	-2,3%	405	-6,9%
TX24	6,4%	152	152	0,1%	152	0,0%
TX26	7,8%	123	124	-0,7%	125	-1,3%
DICP	9,4%	2505	2492	0,5%	2522	-0,7%
PARP	10,7%	1002	1015	-1,3%	986	1,6%
CUAP	10,6%	1391	1430	-2,7%	1490	-6,6%
Tasa Fija			Tasa Fija		Tasa Fija	
TO21	52,4%	107	106	0,6%	103	3,3%
TO23	54,3%	67	67	-1,1%	67	-1,4%
TO26	53,5%	46	47	-0,9%	47	-2,4%
Dollar Linked			Dollar Link		Dollar Link	
T2V1	15,9%	9510	9514	0,0%	9478	0,3%
TV22	-0,6%	9850	9856	-0,1%	9756	1,0%
T2V2	-1,0%	9955	10110	-1,5%		

- **Política:**

- **PASO 2021.** En línea con nuestros indicadores predilectos (el índice de confianza en el gobierno elaborado por UTDT y la evolución de los salarios en términos de la inflación del último año), el oficialismo no obtuvo un buen desempeño en las elecciones. En particular:
 - ✓ Con datos de las 6 AM, con más del 94% de las mesas escrutadas a nivel nacional, el oficialismo habría obtenido el 28% de los votos para diputados, por detrás de Cambiemos (37%).
 - ✓ En la Provincia de Buenos Aires, el oficialismo habría obtenido el 33% de los votos para diputados, por detrás de Cambiemos (37%).
 - ✓ La participación de la población fue de 66%, menor a la de las PASO 2019 (75%). Se espera que en la elección de general del 14-nov aumente la participación a 75% (3 mln de votantes más)
 - ✓ De repetirse el resultado de las PASO en noviembre, el oficialismo perdería la mayoría en el Senado (según proyección de La Nación¹), aunque la oposición (Cambiemos) no alcanzó la mayoría en ninguna cámara. De esta forma el poder en el Congreso quedó más repartido.
- **¿Cómo sigue la política económica?**
 - ✓ Esperamos que se profundice la decisión de atrasar el tipo de cambio y las tarifas respecto de la inflación, para seguir desacelerando la inflación mensualmente e intentar llegar a noviembre con los salarios mejor en términos reales.
 - ✓ También esperamos mayor emisión monetaria, para aumentar el gasto social.
 - ✓ Además, creemos que el envío del acuerdo con el FMI al Congreso podría ser antes de noviembre, para liberar los DEGs del pago de capital de dic-21 (U\$S 1.900 mln) para usarlos en el mercado cambiario.
 - ✓ No descartamos cambios en el gabinete, pero no esperamos un cambio en la cartera económica, porque traería demoras en la negociación del FMI.

- **Sector Externo:**

- **Reservas y Depósitos en Dólares.** En los últimos 5 días el Banco Central habría vendido U\$S 322 mln (según estimaciones privadas), desde ventas por U\$S 340 mln la semana previa. Las reservas brutas cayeron U\$S 272 mln WoW, hasta U\$S 45.761 mln.

- **Tipos de Cambio:**

- **CCL:** En la última semana (con datos al 9 de septiembre) vimos un fuerte aumento del monto negociado de especies C y D, se negociaron U\$S 99 mln diarios en promedio (con picos de U\$S 140 mln). Recordamos que en la semana previa a las últimas restricciones (12 de agosto), el monto negociado fue de U\$S 102 mln diarios (promedio semanal). Esto sugiere, que si post PASO no se reduce el monto negociado, podrían haber nuevos cambios normativos para reducirlo.
- **Tipo de Cambio Oficial:** En la última semana subió 0,23% WoW (desde 0,28% la semana previa) y cerró en \$98,11.
- **Futuros de Dólar:** En la última semana, la curva de futuros bajó en todos los tramos. Con datos al cierre del viernes 10 de septiembre, el sintético armado a abr-22, da un spread sobre otras opciones en pesos de 1%. Estos datos sugieren, que los inversores podrían dejar de armar el sintético haciendo subir la curva hoy lunes 13 de septiembre. Sin embargo, creemos que el Banco Central habría empezado a vender futuros de dólar en agosto y tiene U\$S 5.000 mln para vender si lo decidiera, por lo tanto creemos que la curva podría dejar de operar según el sintético antes explicado.

- **Emisión Monetaria:** El 3 de septiembre, el banco central le transfirió al Tesoro \$ 60.000 mln, desde \$40.000 mln en igual cantidad de días de agosto y \$0 en julio. Esperamos que se acelere la emisión monetaria.

- **Financiamiento por mercado: Licitación del Tesoro:** El jueves 9, el Tesoro colocó VN\$ 55.947 mln en letras en pesos y VN U\$S 471 mln en bonos dollar-linked, aceptó un 69% de lo ofertado.

En pesos la colocación fue de \$99.607 mln, superior a los vencimientos del lunes por aproximadamente \$90.000 mln (una renovación del 111% de los vencimientos).

Las letras en pesos concentraron el 65% de la demanda (con una aceptación promedio del 55%) mientras que los dollar-linked tuvieron una demanda por el 35% restante, mayormente en el bono nuevo al 2023 (con una aceptación promedio del 90%).

- **Calendario de la semana (del 13 al 17 de septiembre):**

¹ <https://www.lanacion.com.ar/politica/paso-2021-la-proyeccion-de-bancas-quienes-entrarian-y-quienes-se-quedan-fuera-del-congreso-nid13092021/>

- Martes 14 Inflación Nacional de agosto.
- Miércoles 15 Deuda Pública Nacional de agosto.
- Jueves 16, Licitación del Tesoro Nacional.

- **Internacional:**

- **EUA:** En la semana que finalizó el 3 de septiembre, los pedidos de seguro de desempleo volvieron a caer a mínimos durante la pandemia a 310 mil, desde 345 previo. Durante el 2019 (antes de la Pandemia) los pedidos de seguro de desempleo promediaron semanalmente 220 mil.
La inflación mayorista de agosto fue de +8,3% YoY desde 7,7% YoY en julio, por arriba de lo esperado (8,2% YoY).
- **BRASIL: Inflación:** En agosto la inflación minorista volvió a acelerarse a +9,7% YoY, desde 9% YoY en julio y 9,5% esperado por el mercado.
- **Apertura:** UST10Y 1,33%, las bolsas del mundo positivas (S&P +0,60%) y commodities mixtos (suben petróleo y oro, cae la soja).

CONTEXTO INTERNACIONAL

- EUA:

Mercado Laboral: En la semana que finalizó el 3 de septiembre, los pedidos de seguro de desempleo volvieron a caer a mínimos durante la pandemia a 310 mil, desde 345 previo. Durante el 2019 (antes de la Pandemia) los pedidos de seguro de desempleo promediaron semanalmente 220 mil.

La inflación mayorista de agosto fue de +8,3% YoY desde 7,7% YoY en julio, por arriba de lo esperado (8,2% YoY). En términos mensuales, la inflación mayorista fue de +0,7% MoM, desde 1% MoM en junio y julio. Las mayores subas se vieron en alimentos (+2,9% MoM), transporte y almacenamiento (+2,8% MoM).

La semana que viene se publicará la inflación minorista de agosto, se espera que baje levemente a 5,3% YoY desde 5,4% YoY en junio y julio.

Tasas: Durante la semana, la expectativa de inflación de largo plazo (bonos a 10 años a tasa fija, comparado con ajustable por inflación) subió 7 p.b a 2,41%.

- EUROPA:

Decisión de política monetaria: El ECB mantuvo sin cambios las tasas de interés, también informó que mantendrá las tasas de interés en estos niveles, o incluso las recortará hasta observar la inflación encaminada hacia su objetivo de 2% (pudiendo ser superior en el corto plazo).

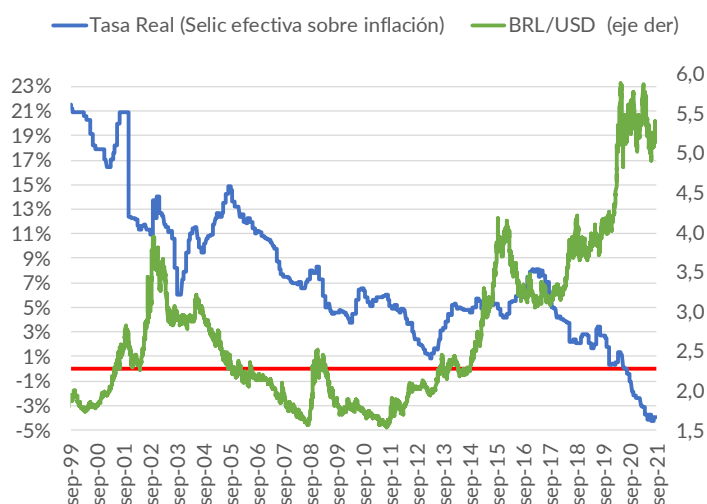
El programa de recompra de activos (APP) que existía previo a la pandemia se mantendrá en niveles de €20.000 mln. Por otro lado, el programa de recompra de activos de emergencia por la pandemia (PEPP) se mantendrá en €1.850.000 mln al menos hasta el final de marzo. Lo relevante es que sugirieron que la velocidad de recompra mensual podría ser ligeramente inferior a la de los trimestres previos.

- BRASIL:

Inflación: En agosto la inflación minorista volvió a acelerarse a +9,7% YoY, desde 9% YoY en julio y 9,5% esperado por el mercado. Esta aceleración mantiene la presión sobre el Banco Central, que viene aumentando la tasa SELIC desde 2,0% en enero de este año, hasta 5,25% actualmente, y se espera que la suba a 7,5% para fin de año.

En línea con una tasa real negativa en moneda doméstica, el Real Brasileiro se deprecia contra el dólar, subiendo nominalmente 1,1% en el último mes, hasta R\$5,24.

Tasa Real y Real vs USD



Resumen de Indicadores

Monitor Financiero		Último Dato 10/9/2021	DoD	WoW	MoM	YoY	Min 6M		Max 6M
Tasas del Tesoro	EUA10Y	1,3%	5	2	1	66	1,17%		1,74%
	Alemania 10Y	-0,3%	3	3	13	16	-0,50%		-0,11%
	China 10Y	2,9%	1	4	0	-26	2,82%		3,27%
	Japón 10Y	0,0%	0	1	1	1	0,00%		0,13%
	Spread UST10Y vs UST2Y	113	4	1	1	59	98		158
Tasas de Referencia	FED	0,13%			0	0	0,13%		0,13%
	BCE	-0,50%			0	0	-0,50%		-0,50%
	BoJ	-0,10%			0	0	-0,10%		-0,10%
	Selic	5,25%			0	325	2,75%		5,25%
Monedas	DXY	92,55	0,1%	0,6%	-0,4%	-1,0%	89,64		93,57
	Euro	1,18	-0,1%	-0,5%	0,7%	0,3%	1,17		1,23
	Yuan	6,44	-0,1%	-0,1%	-0,5%	-5,8%	6,37		6,57
	Yen	109,92	0,2%	0,2%	-0,4%	3,7%	107,91		111,50
	Real	5,22	0,4%	0,6%	0,0%	-2,7%	4,91		5,80
	Rupia	73,52	0,0%	0,7%	-1,0%	-0,3%	72,37		75,42
	Lira	8,45	0,3%	1,8%	-2,0%	13,0%	7,21		8,76
Bolsas e Índices	Peso	98,09	0,2%	0,2%	1,3%	31,4%	90,46		98,09
	S&P	4.491	0,0%	-1,0%	1,0%	34,8%	3.875		4.537
	DAX	15.610	-0,1%	-1,1%	-1,4%	20,4%	14.438		15.977
	Nikkei 225	30.382	1,2%	4,3%	8,2%	30,5%	27.013		30.382
	MSCI Japón	73,4	0,7%	2,2%	6,9%	27,5%	65,4		73,4
	Bovespa U\$S	22.169	-0,1%	-1,6%	-5,2%	18,8%	19.187		26.358
	MSCI Brasil	35,3	0,4%	-1,6%	-6,0%	16,3%	31,3		42,0
	MSCI China	72	0,4%	0,5%	-0,5%	-0,3%	66		87
	Nifty 50 U\$S	236	0,0%	-0,5%	7,7%	53,9%	190		238
	MSCI India	49	0,1%	-0,7%	7,8%	49,6%	40		50
	BIST 100 U\$S	170	-1,2%	-3,8%	4,0%	16,9%	156		212
	Merval U\$S	782	-0,8%	2,4%	9,0%	28,3%	504		808
Commodities	MSCI EM	52,8	0,4%	-0,7%	0,8%	21,1%	49,5		56,1
	VIX	18,3	-2,8%	11,3%	13,8%	-41,9%	15,1		27,6
	USO	48,92	2,5%	0,5%	1,3%	82,9%	39,37		51,15
	Commodities	34,54	0,3%	-0,8%	1,0%	38,4%	29,52		35,07
	WTI	69,77	2,4%	0,7%	0,8%	89,8%	57,76		75,25
	ORO	1.791,06	-0,2%	-1,9%	2,3%	-7,2%	1.684,80		1.907,94

Calendario Semanal

Fecha ▼	País ▼	Indicador ▼	Previo ▼	Consenso ▼
14-sep	EUA	Inflación Minorista YoY AGO	5,40%	5,30%
15-sep	Europa	Producción Industrial YoY JUL	9,70%	6,00%
16-sep	EUA	Ventas Minoristas MoM AGO	-1,10%	-1,00%

POLÍTICA

- **PASO 2021:** en línea con nuestros indicadores predilectos (el índice de confianza en el gobierno elaborado por UTDT y la evolución de los salarios en términos de la inflación del último año), el oficialismo no obtuvo un buen desempeño en las elecciones. En particular:
 - Con datos de las 6 AM, con más del 94% de las mesas escrutadas a nivel nacional, el oficialismo habría obtenido el 28% de los votos para diputados, por detrás de Cambiemos (37%).
 - En la Provincia de Buenos Aires, el oficialismo habría obtenido el 33% de los votos para diputados, por detrás de Cambiemos (37%).
 - La participación de la población fue de 66%, menor a la de las PASO 2019 (75%). Se espera que en la elección de general del 14-nov aumente la participación a 75% (3 mln de votantes más)

- De repetirse el resultado de las PASO en noviembre, el oficialismo perdería la mayoría en el Senado (según proyección de La Nación²), aunque la oposición (Cambiemos) no alcanzó la mayoría en ninguna cámara. De esta forma el poder en el Congreso quedó más repartido.

- ¿Cómo sigue la política económica?

- Esperamos que se profundice la decisión de atrasar el tipo de cambio y las tarifas respecto de la inflación, para seguir desacelerando la inflación mensualmente, e intentar llegar a noviembre con los salarios mejor en términos reales.
- Además, esperamos que el envío del acuerdo con el FMI se envíe al congreso antes de noviembre, para aprobarlo y liberar DEGs del pago de capital de dic-21 (U\$S 1.900 mln), para utilizar en el mercado cambiario.
- No descartamos cambios en el gabinete, pero no esperamos un cambio en la cartera económica, porque traería demoras en la negociación del FMI.

Resultado Electoral

06:00 a.m.	Senadores					Diputados				
	JXC	FdT	Otros	Votantes	Electores	JXC	FdT	Otros	Votantes	Electores
Prov BA						3.149.989	2.789.022	2.495.026	8.434.037	12.740.804
Córdoba	869.130	198.336	806.080	1.873.546	2.985.753	864.380	198.638	809.316	1.872.334	2.985.753
Santa Fe	662.344	494.576	599.916	1.756.836	2.776.140	664.917	482.872	607.817	1.755.606	2.776.140
CABA						841.205	430.467	505.890	1.777.562	2.551.690
Mendoza	425.766	249.458	350.736	1.025.960	1.441.985	424.671	248.614	350.490	1.023.775	1.441.985
Tucumán	342.438	472.845	177.687	992.970	1.268.821	336.567	479.786	171.814	988.167	1.268.821
Entre Ríos						398.655	227.242	174.910	800.807	1.114.019
Salta						170.156	172.550	262.391	605.097	1.053.247
Chaco						247.466	199.984	124.278	571.728	965.701
Misiones						243.295	107.239	267.733	618.267	947.268
Corrientes	328.947	192.747	50.317	572.011	894.184		190.966	379.245	570.211	894.184
Santiago Del Estero						81.201		449.132	530.333	780.792
san Juan						142.781	160.103	82.124	385.008	580.798
Jujuy						162.490	99.134	102.302	363.926	573.958
Río Negro						95.443	88.224	192.528	376.195	560.426
Neuquén						66.687	56.747	269.874	393.308	527.062
Formosa						90.083	150.154	77.159	317.396	468.299
Chubut	108.342	73.103	112.591	294.036	448.893	107.842	72.123	112.292	292.257	448.893
San Luis							5.166	259.495	264.661	392.534
Catamarca	56.310	91.736	34.549	182.595	327.569	54.919	90.555	34.849	180.323	327.569
La Rioja						40.714	91.855	49.598	182.167	294.211
La Pampa	93.589	73.163	32.484	199.236	293.643	93.386	73.328	32.222	198.936	293.643
Santa Cruz						58.504	40.111	63.410	162.025	256.046
Tierra del Fuego						33.562	30.343	37.559	101.464	141.617
Total	2.886.866	1.845.964	2.164.360	6.897.190	10.436.988	8.368.913	6.485.223	7.911.454	22.765.590	34.385.460
Participación				66%					66%	
% votos	42%	27%	31%	100%		37%	28%	35%	100%	

FMI

Según La Nación, el presidente dijo que se encuentra cerca de cerrar el acuerdo con el FMI, que sólo resta resolver el tema de las sobretasas (que se resolvería a nivel global en octubre). Las sobre tasas, es el porcentaje de interés que se cobra cuando el tamaño del préstamo supera el máximo según la cuota del país, como es el caso de Argentina.

² <https://www.lanacion.com.ar/politica/paso-2021-la-proyeccion-de-bancas-quienes-entrarian-y-quienes-se-quedan-fuera-del-congreso-nid13092021/>

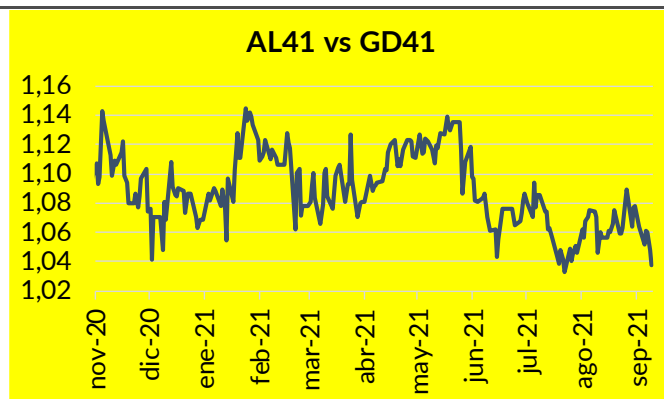
BONOS EN DÓLARES

Bonos en dólares: La semana pasada, los bonos operaron mixtos. Se destacaron en Ley Arg AE38 +1,4% y GD41 -2,1%.

10-sep-21			03-sep-21		10-ago-21	
Curva	Última TIR	Último Precio	Precio hace una semana	WoW	Precio de hace un mes	MoM
Hard Dollar Ley Local			HD Ley Arg		HD Ley Arg	
AL29	21,1%	39,1	38,7	1,1%	36,2	8,0%
AL30	20,3%	37,7	37,5	0,4%	35,1	7,7%
AL35	16,5%	35,8	35,8	0,0%	32,7	11,0%
AE38	17,4%	40,2	39,7	1,4%	37,4	7,5%
AL41	14,9%	39,8	39,7	0,4%	37,2	7,1%
Hard Dollar Ley NY			HD Ley NY		HD Ley NY	
GD29	18,7%	43,3	43,3	-0,2%	40,2	9,2%
GD30	18,3%	41,1	41,5	-1,0%	38,3	9,0%
GD35	16,0%	37,0	37,3	-0,8%	34,3	9,8%
GD38	16,1%	43,3	43,3	0,2%	41,5	6,3%
GD41	14,4%	41,3	42,2	-2,1%	39,8	5,9%
GD46	16,0%	37,1	36,8	0,8%	33,9	10,5%

Spread por legislación: el AL30 vs GD30 está cercano al máximo, sugiriendo salir de Ley NY e ingresar en Ley Arg. Y por el contrario, el AL41 vs GD41 está en mínimos, sugiriendo salir de Ley Arg e ingresar en Ley NY.

Bonos en Dólares



Escenarios de bonos en dólares soberanos:

Neutro: Sólo por el paso del tiempo, a medida que nos acerquemos al pago de mayores cupones de interés, sube el precio de los bonos descontados a la misma TIR.

Positivo: Si el Gobierno va por el camino de normalización de la economía con un acuerdo con el FMI, bajarían los rendimientos. Porque al normalizar la economía aumenta la posibilidad de que se consiga financiamiento por mercado, y no se llegue a un nuevo canje de deuda en el año 2024.

Negativo canje con quita del 45% del capital: Actualmente los bonos tienen un precio de default, porque el perfil de vencimientos sugiere que en 2025 debemos acceder al mercado de capitales para poder refinanciar la deuda, o habrá un nuevo canje forzado. Y actualmente no tenemos acceso al mercado. Entonces, armamos un escenario que implica en 2023 un nuevo canje forzado con una quita del 45% del Capital.

Negativo con canje que alarga plazo sin quitas de capital ni cupón: Actualmente los bonos tienen un precio de default, porque el perfil de vencimientos sugiere que en 2025 debemos acceder al mercado de capitales para poder refinanciar la deuda, o habrá un nuevo canje forzado. Y actualmente no tenemos acceso al mercado. Entonces, armamos un escenario que implica aplazar todos los pagos de capital de bonos 10 años, manteniendo los cupones de interés. Esto genera que los vencimientos de bonos sean de sólo U\$S 4.000 mln anuales.

Nuestros bonos preferidos para esperar un acuerdo con el FMI son en Ley Arg AE38 y en Ley NY GD38, porque en todos los escenarios son de los mejores bonos, y tienen el segundo mejor devengamiento de cupones.

Escenarios

			Escenario Neutro (mantiene TIR actuales)			Escenario Positivo		Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 con quita del 45% del capital			Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 alargando plazo 10 años				Monto Negociado (US\$ mln)
	PX	TIR	Misma TIR	PX misma TIR	Retorno	PX**	Retorno	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	Cupones	EY Dic-23 Similar Ene-15	VNA	Retorno Total	
GD29	42,5	19,1%	19,1%	63,0	48%	78,5	85%	25,0%	29,3	-26%	2,00	9,2%	38,9	-4%	0,0
GD30	38,8	19,7%	19,7%	58,2	50%	75,2	94%	23,5%	28,7	-23%	1,00	9,5%	35,0	-7%	25,7
GD35	36,4	16,3%	16,3%	50,8	40%	67,3	85%	22,0%	19,6	-39%	2,63	11,3%	51,3	48%	3,8
GD38	42,6	16,4%	16,4%	59,3	39%	75,5	77%	20,5%	24,4	-29%	5,88	10,0%	59,4	53%	7,2
GD41	40,6	14,6%	14,6%	54,5	34%	61,8	52%	19,0%	20,9	-34%	6,00	11,3%	45,3	26%	0,3
GD46	36,5	16,3%	16,3%	51,1	40%	62,3	71%	17,5%	25,2	-24%	2,63	10,0%	55,3	59%	0,0
AL29	38,4	21,5%	21,5%	59,6	55%	76,4	99%	26,0%	28,6	-20%	2,00	9,7%	36,8	1%	4,4
AL30	37,7	20,3%	20,3%	57,3	52%	73,0	94%	24,5%	28,0	-23%	1,00	10,0%	33,0	-10%	69,0
AL35	35,2	16,7%	16,7%	49,6	41%	63,4	80%	23,0%	18,7	-39%	2,63	11,8%	47,2	42%	0,1
AE38	39,5	17,7%	17,7%	56,3	42%	71,8	82%	21,5%	23,4	-26%	5,88	10,5%	56,6	58%	3,2
AL41	39,1	15,2%	15,2%	53,0	35%	58,4	49%	20,0%	19,9	-34%	6,00	11,8%	43,1	25%	2,4

**Normalización de la curva con pendiente positiva, para Ley NY (TIR de 10,3% tramo corto, 11,3% tramos medio y 12,4% tramo largo) y para Ley Argentina (TIR de 11,3% tramo corto, 12,3% tramos medio y 13,4% tramo largo).

SECTOR EXTERNO

- Reservas y Depósitos en Dólares.** En los últimos 5 días el Banco Central habría vendido U\$S 322 mln (según estimaciones privadas), desde ventas por U\$S 340 mln la semana previa. Las reservas brutas cayeron U\$S 272 mln WoW, hasta U\$S 45.761 mln.

Reservas Netas

En U\$S mln	31-dic-15	31-jul-19	30-dic-19	30-dic-20	31-ago-21	10-sep-21
Reservas Brutas Stock final del día	25.267	67.891	44.778	39.409	46.180	45.761
Menos Swap Chino y fondos rotativos	10.573	18.886	18.608	19.936	20.123	20.174
Menos FMI para fortalecimiento	0	7.210	0	0	0	0
Menos Encajes	10.727	15.912	8.909	10.883	11.333	11.518
Menos Obligaciones con org. Int.	191	2.678	3.681	3.158	3.151	3.152
Reservas Netas	3.776	23.205	13.581	5.432	11.573	10.918
Depósitos en dólares de privados	10.622	32.163	19.448	15.935	16.388	16.386

POLÍTICA MONETARIA ARGENTINA

- Emisión Monetaria:** El 3 de septiembre, el banco central le transfirió al Tesoro \$ 60.000 mln, desde \$40.000 mln en igual cantidad de días de agosto y \$0 en julio. Esperamos que se acelere la emisión monetaria.
- Tasas y Datos monetarios (tomando datos promedio diarios de 30 días):** En septiembre (con datos al 7), la base monetaria creció 0,7% en el último mes, desacelerándose desde 5,6% que crecía los 30 días previos, gracias a que los PASES/Leliqs crecieron 6,2% MoM (desde 5,6% el mes previo). Recordamos que cuando suben los pasivos remunerados (porque el Banco Central -BC- absorbe más pesos), suben las pérdidas del BC por pago de intereses, y esto aumenta el tipo de cambio oficial de equilibrio que cierra el balance del Banco Central sin pérdidas (porque contablemente al devaluar se obtiene una ganancia cambiaria, al valuar los títulos y reservas en dólares a un tipo de cambio más alto).

Tasas y Datos Monetarios

En \$ mln	10-09-21	03-09-21	WoW	10/08/2021	MoM
Caución 7d	33,97	33,98	-1	34,17	-20
Caución 30d	34,75	35,05	-30	35,15	-40
Badlar	09-09-21	02-09-21		10/08/2021	MoM
	34,19	34,13	6	34,06	13
	07-09-21	06-08-21	MoM	07-07-21	MoM
Depósitos	6.543.736	6.341.536	3,2%	6.067.083	4,5%
Plazos Fijos	3.007.237	2.889.335	4,1%	2.789.265	3,6%
PF CER	179.728	181.618	-1,0%	168.652	7,7%
Circulante	1.923.735	1.888.392	1,9%	1.760.244	7,3%
Leliqs, Pases y Lebacs	4.054.542	3.816.150	6,2%	3.615.120	5,6%
Base Monetaria	2.921.584	2.900.509	0,7%	2.900.509	5,6%

En \$ mln	Leliqs, Pases y Lebacs	Depósitos Gob	Cta cte en BCRA
09-09-21	4.115.174		
08-09-21	4.131.817	27.671	788.923
07-09-21	4.103.420	28.339	748.461
	11.754	(668)	40.462

TIPOS DE CAMBIO

- CCL:** En la última semana (con datos al 9 de septiembre) vimos un fuerte aumento del monto negociado de especies C y D, se negociaron U\$S 99 mln diarios en promedio (con picos de U\$S 140 mln). Recordamos que en la semana previa a las últimas restricciones (12 de agosto), el monto negociado fue de U\$S 102 mln diarios (promedio semanal). Esto sugiere, que si post PASO no se reduce el monto negociado, podrían haber nuevos cambios normativos para reducirlo.

Montos Negociados

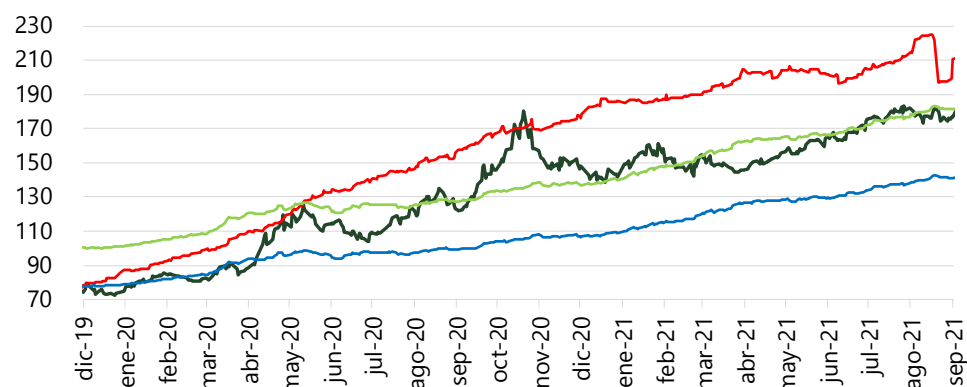
En U\$S mln	Promedio Semana			10-sep	09-sep	08-sep	07-sep	06-sep	03-sep	12-ago	11-ago	10-ago	09-ago	06-ago
	09-sep	12-ago	Var											
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI C	26,9	55,3	-51%		30,7	29,8	52,1	0,7	21,1	49,6	71,4	54,2	59,5	41,9
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI D	72,1	46,7	54%		85,4	71,1	88,4	54,1	61,7	43,5	51,3	42,4	45,2	51,3
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI C+D	99,0	102,1	-3%		116,1	100,9	140,5	54,8	82,7	93,1	122,6	96,6	104,7	93,3
Compra de RRII	-67	2		8	-90	-90	-93	-60	0	11	0	1	0	0

Recordamos que según datos históricos, el valor del CCL se mueve según la percepción de los agentes de la agenda de normalización del Gobierno.

- ✓ En momentos de estrés (oct-20) $CCL = (base\ monetaria + Leliqs\ y\ pases) / (Reservas - encajes)$.
- ✓ En momentos de tranquilidad (feb-20), $CCL = \text{Índice de tipo de cambio real multilateral promedio de los años 2003-2007}$.
- ✓ En promedio, $CCL = \text{Índice de tipo de cambio real multilateral de la salida de la convertibilidad (overshooting)}$.

Bandas de Cotización del CCL

- CCL
- (Base Monetaria + Leliqs + Pases) / (RRII - Encajes) = a un TC a valores de hoy de \$198
- TC real salida de la convertibilidad = a un TC a valores de hoy de \$181
- TC real 2005 = a un TC a valores de hoy de \$141



- **Tipo de Cambio Oficial:** En la última semana subió 0,23% WoW (desde 0,28% la semana previa) y cerró en \$98,11.
- **Índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM):** El índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) argentino se apreció +1,2% la última semana (con datos al 10-sep) a 110,9, en parte explicado por la depreciación del real brasileiro. El valor del ITCRM sigue debajo del promedio histórico de 117, y debajo del valor que alcanzó en dic-20 y dic-19 (124). Seguimos pensando que post elecciones, el tipo de cambio oficial volvería a un nivel entre su promedio histórico y el que alcanzó en dic-20, pero no esperamos que se cierre la brecha (un salto importante), porque no están las condiciones mínimas para que dicho salto cambiario no termine en un mayor salto inflacionario.
- **Futuros de Dólar:** En la última semana, la curva de futuros bajó en todos los tramos.

Futuros de Dólar, última semana

\$ 98,11	10-09-21		Variación (centavos)	\$ 97,88	03-09-21	
	Valor	Tasa Nominal Anual (TNA)			Valor	Tasa Nominal Anual (TNA)
oct-21	101,62	26,6%	-14	oct-21	101,76	25,8%
nov-21	104,19	27,9%	-61	nov-21	104,80	29,3%
dic-21	108,56	34,7%	-133	dic-21	109,89	37,6%
ene-22	113,65	40,4%	-246	ene-22	116,11	45,3%
feb-22	117,35	41,9%	-315	feb-22	120,50	47,4%
mar-22	122,01	44,0%	-384	mar-22	125,85	49,9%
abr-22	126,50	45,7%	-335	abr-22	129,85	50,1%
may-22	130,50	45,8%	-330	may-22	133,80	49,6%
jun-22	135,50	47,5%	-265	jun-22	138,15	50,1%
			-211			

Mirando el spread entre los sintéticos en pesos³ (comprar un bono dolar linked, y vender el futuro al mismo plazo) vs sus opciones en pesos, notamos que cuando el spread de alguno de estos sintéticos es mayor al 5% (ver círculos violetas en los próximos gráficos), los inversores arman el mismo vendiendo futuros y bajan la curva (líneas naranjas de los próximos gráficos).

³ Este sintético en pesos implica comprar un bono dolar linked (como el TV22, que supongamos rinde -0,4% o -0,43 centavos más devaluación del tipo de cambio oficial), y vender el futuro al mismo plazo (abr-22, que supongamos operó a una TEA de 51% y paga si el tipo de cambio oficial es menor al futuro supongamos en \$130,9).

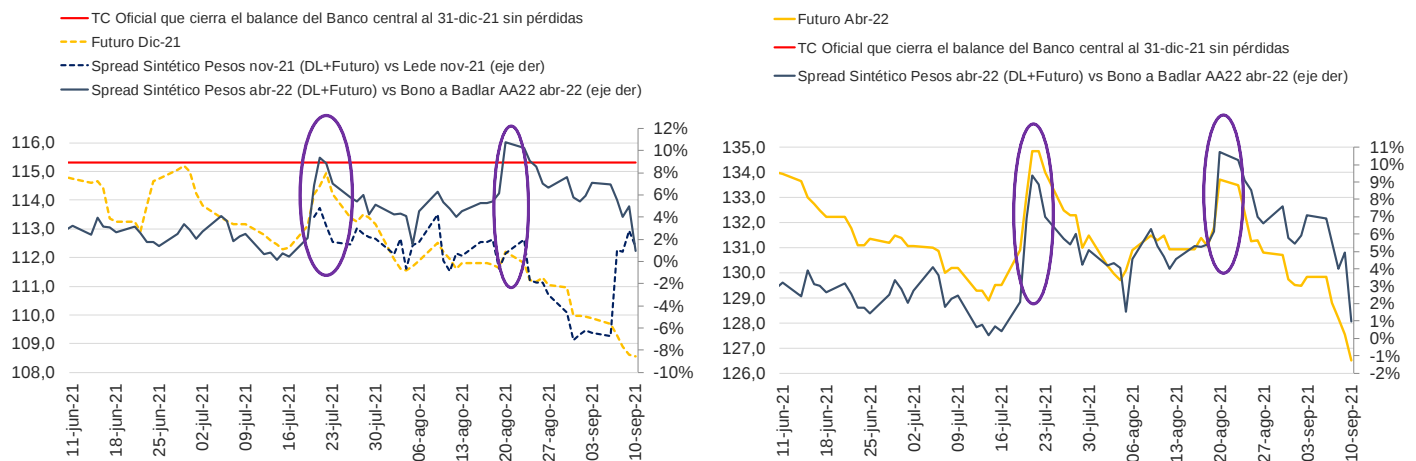
Se dice que con este sintético se fija una tasa en pesos porque con independencia de lo que ocurra con el tipo de cambio oficial, se gana lo mismo.

Si el tipo de cambio oficial es al 30-abr-22:

- ✓ \$96,91, igual al tipo de cambio oficial (supongamos en \$96,91): con el dolar linked se pierde -0,43 centavos, y con el futuro vendido se gana \$33,99. Total \$33,56 o TEA 50,1%.
- ✓ \$150, mayor al del futuro de abr-22 (supongamos \$130,9): con el dolar linked se gana devaluación \$53,09 menos 0,43 centavos, y con el futuro vendido se pierde la suba del tipo de cambio oficial mayor al futuro, es decir -\$19,1. Total \$33,56 o TEA 50,1%.
- ✓ \$110, menor al del futuro de abr-22 (supongamos \$130,9): con el dolar linked se gana devaluación \$13,09 menos 0,43 centavos, y con el futuro vendido se gana la diferencia entre el valor del futuro vendido \$130,9 y el tipo de cambio observado (\$110), es decir \$20,9. Total \$33,56 o TEA 50,1%.

Conclusión, fija la tasa en pesos.

Tasas en pesos y Futuros



Mirando este spread, la semana pasada dijimos que el lunes 6 de septiembre podían bajar los futuros, y efectivamente bajaron 5 centavos en promedio.

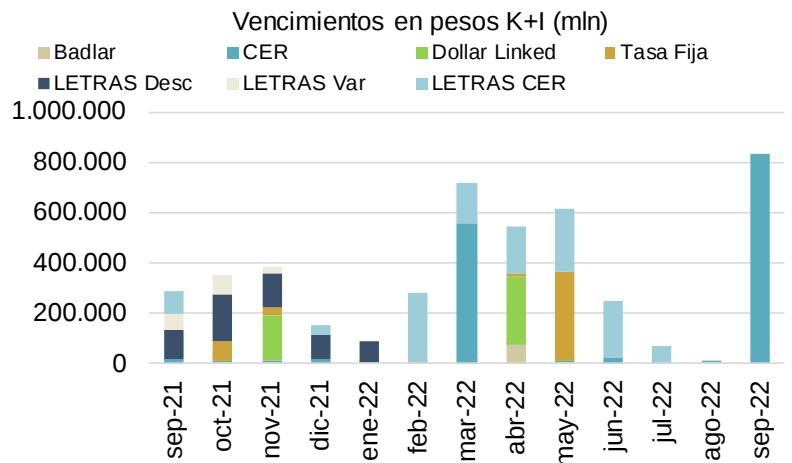
Con datos al cierre del viernes 10 de septiembre, el sintético armado a abr-22, da un spread sobre otras opciones en pesos de 1%. Estos datos sugieren, que los inversores podrían dejar de armar el sintético haciendo subir la curva hoy lunes 13 de septiembre. Sin embargo, creemos que el Banco Central habría empezado a vender futuros de dólar en agosto y tiene U\$S 5.000 mln para vender si lo decidiera, por lo tanto creemos que la curva podría dejar de operar según el sintético antes explicado.

POLITICA FISCAL

FINANCIAMIENTO POR MERCADO

- Licitación del Tesoro:** El jueves 9, el Tesoro colocó VN\$ 55.947 mln en letras en pesos y VN U\$S 471 mln en bonos dollar-linked, aceptó un 69% de lo ofertado. En pesos la colocación fue de \$99.607 mln, superior a los vencimientos del lunes por aproximadamente \$90.000 mln (una renovación del 111% de los vencimientos). Las letras en pesos concentraron el 65% de la demanda (con una aceptación promedio del 55%) mientras que los dollar-linked tuvieron una demanda por el 35% restante, mayormente en el bono nuevo al 2023 (con una aceptación promedio del 90%). La próxima licitación es este jueves 16-sep.

Vencimientos en pesos: En Sep-21 vencerían \$ 288.000 mln aproximadamente, y en Oct-21 \$ 351.000 mln, desde \$321.000 mln en ago-21.



INSTRUMENTOS EN PESOS

Bonos en pesos: La semana pasada bajaron casi todas las curvas en pesos, incluyendo los bonos Dollar Linked. En particular, la curva ajustable por inflación bajó a la espera de una nueva desaceleración del IPC Nacional.

10-sep-21			03-sep-21		10-ago-21	
Curva	Última TIR	Último Precio	Precio hace una semana	WoW	Precio de hace un mes	MoM
Badlar			Badlar		Badlar	
PR15	56,1%	72	73	-1,5%	72	0,1%
AA22	47,6%	105	105	0,3%	102	3,4%
CER			CER		CER	
PR13	3,8%	732	728	0,5%	748	-2,1%
TX22	5,3%	168	168	0,2%	165	2,1%
TX23	5,5%	161	161	0,0%	159	1,2%
TC23	6,8%	377	386	-2,3%	405	-6,9%
TX24	6,4%	152	152	0,1%	152	0,0%
TX26	7,8%	123	124	-0,7%	125	-1,3%
DICP	9,4%	2505	2492	0,5%	2522	-0,7%
PARP	10,7%	1002	1015	-1,3%	986	1,6%
CUAP	10,6%	1391	1430	-2,7%	1490	-6,6%
Tasa Fija			Tasa Fija		Tasa Fija	
TO21	52,4%	107	106	0,6%	103	3,3%
TO23	54,3%	67	67	-1,1%	67	-1,4%
TO26	53,5%	46	47	-0,9%	47	-2,4%
Dollar Linked			Dollar Link		Dollar Link	
T2V1	15,9%	9510	9514	0,0%	9478	0,3%
TV22	-0,6%	9850	9856	-0,1%	9756	1,0%
T2V2	-1,0%	9955	10110	-1,5%		

RENDIMIENTOS. Pensando en una posición en pesos al 30-nov-21, si se cumplen nuestros supuestos, encontramos más valor en el sintético en pesos, y la letra ajustable por CER X31D1.

Inversiones en pesos de corto plazo

Inversiones en pesos valuadas al 30 de noviembre 2021							Allaria Ledesma & Cia 50 AÑOS		
Bono	Ajuste	Venc. Orig	Días Remanentes	Precio	Tasa Descuento	Pago	Retorno P	TNA	
Sintético Compra DL venta Futuro nov-21	Tasa Fija	30/11/2021	81				9,7%	43,79%	
S30N1	T. Fija	30/11/2021	78	92,25		100,00	8,4%	39,31%	
T2V1	Dólar linked	30/11/2021	77	9510		10343	8,8%	41,52%	
X31D1	CER	31/12/2021	77	106,74	-5,0%	116,39	9,0%	42,86%	

Supuestos al 30-nov-21		
	REM	Supuestos
CER acumulado	7,1%	7,1%
Badlar	34,2%	34,2%
TC Oficial	101,9	103,4

Fundamentos de Provincias

Indicadores Acumulados 12 meses (\$ mln)	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA	SAN JUAN
Total ingresos	531.668	1.343.639	521.841	192.584	110.393	217.613	216.055	147.236	419.747	95.754	88.704	248.447	133.105	98.792
De los cuales Ingresos federales	98.904	418.989	272.651	143.010	42.188	133.102	53.483	110.766	241.245	62.159	76.999	134.242	120.828	74.455
Total gastos	572.099	1.393.914	465.065	174.010	128.933	205.133	216.161	142.442	392.201	99.620	82.513	231.479	132.477	97.402
De los cuales Gastos por intereses	44.469	77.329	12.603	6.183	5.614	7.472	7.913	4.855	5.911	3.663	2.985	8.417	1.671	1.117
De los cuales Gastos por salarios	256.750	433.584	171.013	77.666	70.950	94.714	107.057	85.266	160.441	59.212	45.764	97.176	55.407	41.133
Rdo Corriente antes de intereses	54.217	64.051	100.584	33.222	-5.456	26.675	19.466	14.956	53.579	4.183	16.189	31.551	17.765	16.468
Resultado primario	4.038	27.054	69.379	24.757	-12.925	19.952	7.807	9.649	33.457	-203	9.177	25.385	2.299	2.507
Resultado Financiero	-40.431	-50.275	56.776	18.574	-18.539	12.479	-106	4.794	27.546	-3.866	6.191	16.968	628	1.390
Año del dato fiscal	jun-21	dic-20	jun-21	jun-21	mar-21	jun-21	jun-21	jun-21	mar-21	mar-21	mar-21	jun-21	mar-21	dic-20
Deuda Total (\$mln)	242.614	977.344	264.111	59.313	95.771	106.017	123.728	55.160	82.039	54.499	83.978	89.805	35.709	21.791
En Moneda Nacional	97.055	92.845	22.853	20.913	23.144	35.656	22.992	10.336	16.805	15.652	21.408	19.820	3.435	10.519
En Moneda Extranjera	145.559	884.500	241.258	38.399	72.627	70.361	100.736	44.823	65.234	38.847	62.570	69.984	32.274	11.273
Fecha del último stock de deuda conocido	jun-21	jun-20	jun-21	jun-21	dic-20	jun-21	jun-21	mar-21	mar-21	mar-21	mar-21	jun-21	mar-21	dic-20

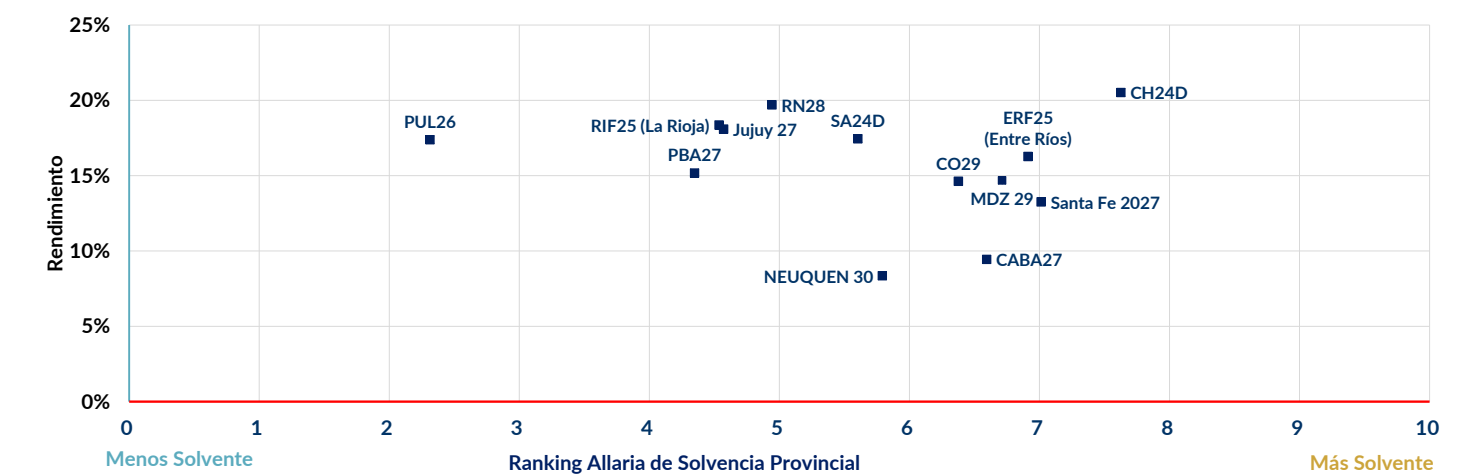
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior v Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

Ratios	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA	SAN JUAN
Resultado primario / Ingresos Totales	0,8%	2,0%	13,3%	12,9%	-11,7%	9,2%	3,6%	6,6%	8,0%	-0,2%	10,3%	10,2%	1,7%	2,5%
Ingres. de fuernt. Federales / Ingres. Totales	19%	31%	52%	74%	38%	61%	25%	75%	57%	65%	87%	54%	91%	75%
Salarios / Gastos Totales	45%	31%	37%	45%	55%	46%	50%	60%	41%	59%	55%	42%	42%	42%
Intereses / ingresos totales	8,4%	5,8%	2,4%	3,2%	5,1%	3,4%	3,7%	3,3%	1,4%	3,8%	3,4%	3,4%	1,3%	1,1%
Deuda Pública / Ingresos Totales	46%	73%	51%	31%	87%	49%	57%	37%	20%	57%	95%	36%	27%	22%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda ⁽¹⁾	60%	91%	91%	65%	76%	66%	81%	81%	80%	71%	75%	78%	90%	52%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	3%	5%	40%	2%	20%	21%	24%	9%	24%	29%	42%	10%	37%
Transparencia Presupuestaria (2019) CIPPEC	9,5	8,5	9,9	9,3	3,7	8,1	9,4	8,0	9,9	9,6	6,3	10,0	7,6	8,6
Ranking Allaria de Solvencia Provincial	6,6	4,3	6,4	7,6	2,3	6,7	5,8	5,6	7,0	4,9	4,6	6,9	4,5	7,1

(*) Elaboración propia en base a datos fiscales oficiales.

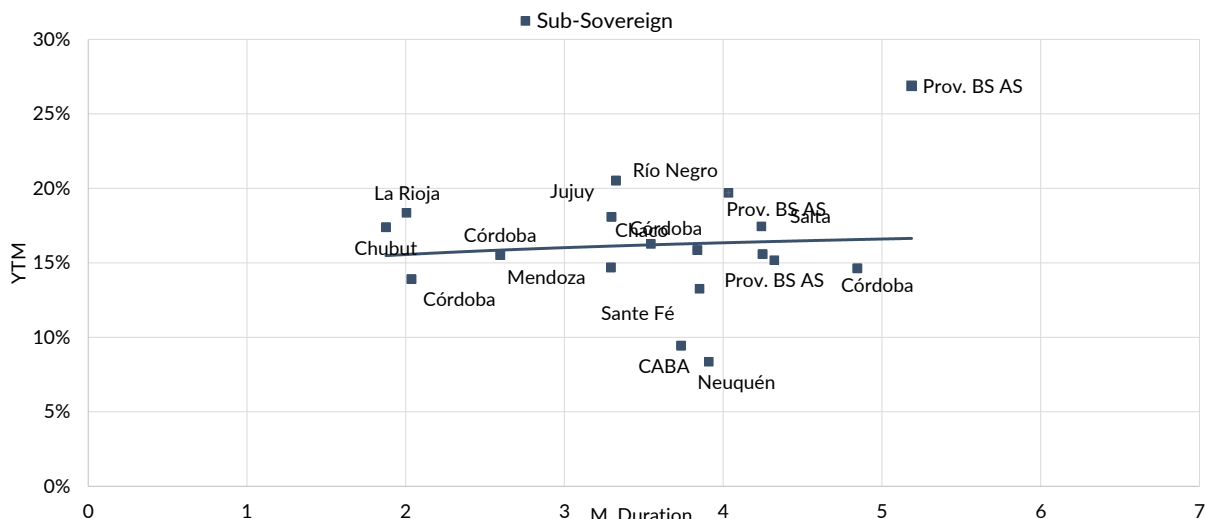
(1) Stock de deuda en moneda extranjera ajustado al tipo de cambio mayorista Ask al cierre de ayer.

Comparación de Bonos Provinciales en Dólares

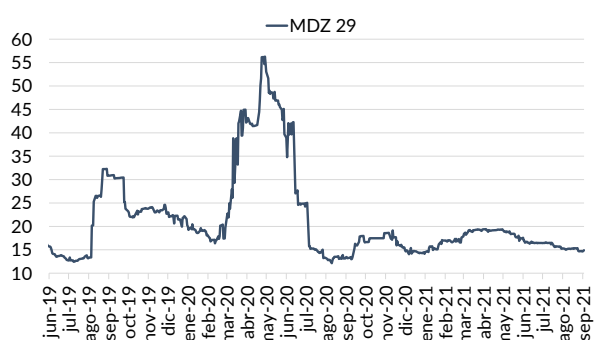


ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT											
Issuer Name	Maturity	Bid Price	Ask Price	YTM (Bid)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U\$S mln)	Minimum Denom.	Governing Law	
CABA	1-jun-27	92,50	93,00	9,45%	3,73	7,50%	Caa3	890	200.000	New York	
Neuquén	27-oct-30	63,00	64,00	14,54%	10,19	1,00%	NULL	366	1	New York	
Neuquén	12-may-30	91,75	92,75	8,36%	3,91	3,00%	NULL	315	150.000	New York	
Entre Ríos	8-ago-28	70,50	71,50	16,27%	3,54	5,00%	NULL	517	1	New York	
Prov. BS AS	9-jun-21	51,00	51,00			9,95%	Ca	899	150.000	New York	
Prov. BS AS	15-feb-23	48,00	49,00	111,22%	0,45	6,50%	Ca	750	1.000	New York	
Prov. BS AS	16-mar-24	49,75	50,75	58,66%	0,90	9,13%	Ca	1.250	150.000	New York	
Prov. BS AS	15-jun-27	49,75	50,75	15,18%	4,32	7,88%	Ca	1.750	150.000	New York	
Prov. BS AS	18-abr-28	50,75	52,75	26,88%	5,19	9,63%	Ca	400	100.000	New York	
Prov. BS AS	15-may-35	41,50	43,00	15,58%	4,25	4,00%	Ca	446	1	New York	
Córdoba	10-dic-25	76,13	77,13	15,51%	2,60	5,00%	Ca	722	150.000	New York	
Córdoba	1-jun-27	68,13	69,13	15,86%	3,84	5,00%	Ca	516	150.000	New York	
Córdoba	27-oct-26	57,00	57,12	13,91%	2,04	7,13%	WR	197	1	Argentina	
Córdoba	1-feb-29	65,00	67,00	14,63%	4,84	5,00%	Ca	456	150.000	New York	
Mendoza	19-mar-29	70,13	71,13	14,69%	3,29	2,75%	Ca	590	1.000	New York	
Chubut	26-jul-30	80,13	82,13	17,39%	1,88	7,24%	Ca	613	150.000	New York	
Salta	1-dic-27	70,00	72,00	17,45%	4,24	5,00%	NULL	357	1	New York	
Chaco	18-feb-28	60,21	60,51	20,53%	3,32	3,50%	Ca	250	150.000	New York	
Sante Fé	1-nov-27	76,75	77,21	13,26%	3,85	6,90%	Ca	250	150.000	New York	
La Rioja	24-feb-25	66,00	67,00	18,36%	2,00	9,75%	NULL	300	150.000	New York	
Jujuy	20-mar-27	65,00	67,00	18,09%	3,30	5,25%	NULL	210	150.000	New York	
Río Negro	10-mar-28	61,00	63,00	19,70%	4,03	4,88%	Ca	300	150.000	New York	

Fuente: Reuters



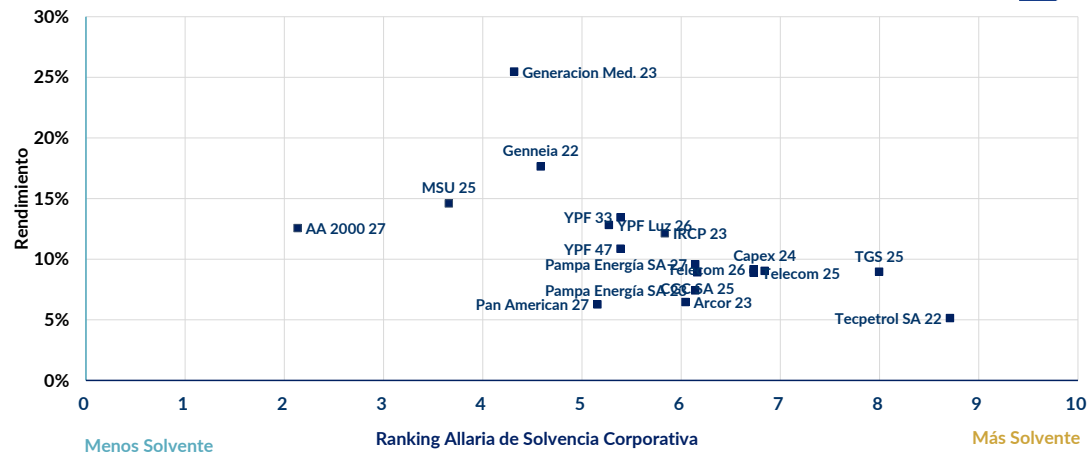
YTM



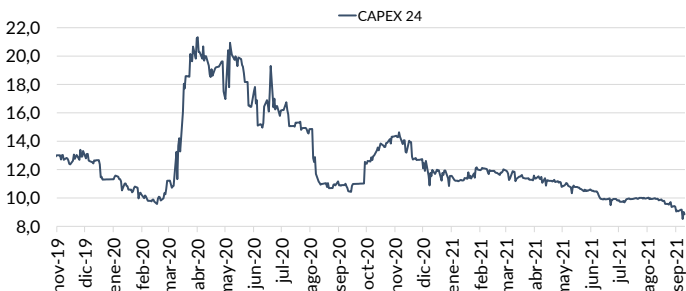
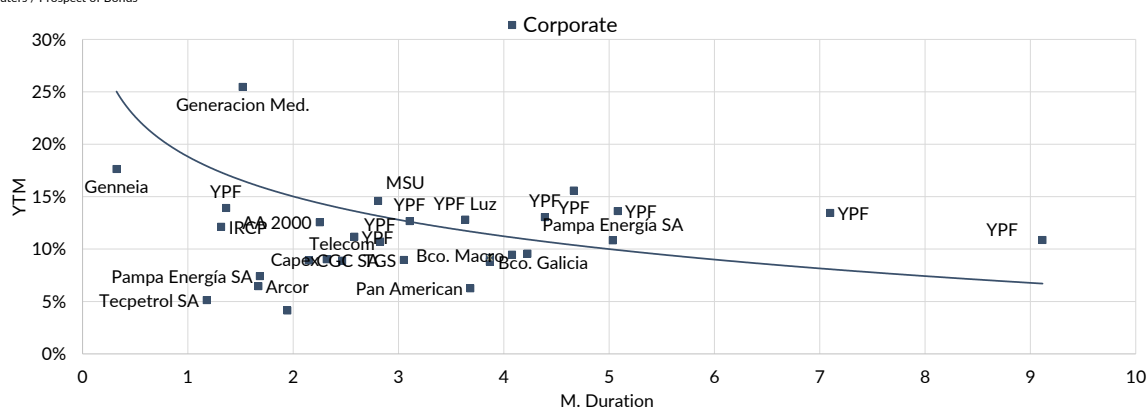


Ratios	IRCP	TECPETROL	YPF	YPF LUZ	MSU	PAMPA	ARCOR	AA2000	GENNEIA	PAN AMERICAN	CLISA	CGC	TELECOM	TGS	CAPEX	Generacion Med.
Ratios de Solvencia:																
Deuda total / Activos	56%	68%	66%	59%	92%	61%	70%	60%	80%	53%	97%	73%	49%	46%	59%	80%
Deuda Fin. Neta / PN	47%	103%	85%	97%	998%	116%	158%	83%	281%	42%	20311%	68%	40%	46%	76%	290%
Ratios de Cobertura																
EBITDA / Intereses	4,5	20,4	3,8	4,1	2,3	3,3	3,6	0,4	3,4	2,6	2,5	5,5	7,8	13,5	9,1	2,6
Efect. / Deuda de Corto Plazo	68%	86%	23%	34%	6%	107%	27%	29%	17%	16%	9%	75%	41%	60%	78%	18%
Ingresos Operativos / Deuda Total	11%	68%	64%	23%	15%	46%	163%	39%	22%	41%	57%	48%	77%	91%	50%	19%
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2,4	1,0	2,8	3,9	6,4	2,6	2,1	24,7	3,8	3,5	4,6	0,8	1,6	1,1	2,3	4,8
RANKING	5,8	8,7	5,4	5,3	3,7	6,1	6,0	2,1	4,6	5,2	3,2	6,2	6,7	8,0	6,8	4,3

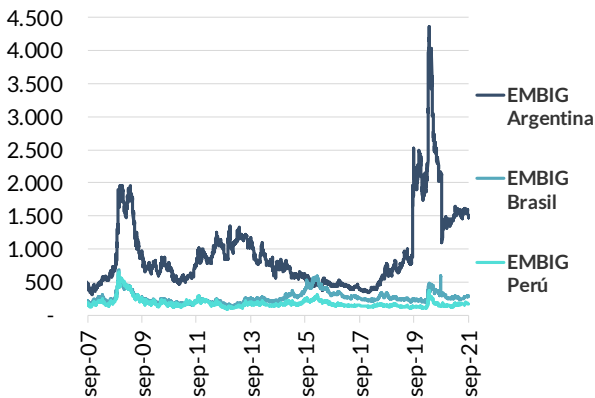
Comparación de Bonos Corporativos en Dólares



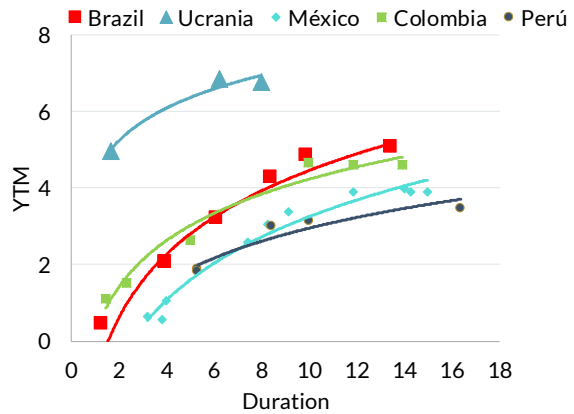
ARGENTINA CORPORATE DEBT														
Sector	Issuer Name	Maturity	YTM (Bid)	Bid Price	Ask Price	Modified Duration	Coupon	Outs. Amount (US\$ mn)	Minimum Denom.	YTW Date	YTW (ask)	Governing Law	ISIN	
Financials	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	19-jul-26	8,8%	98,5	99,5	3,87	7,94%	250	200.000	19-jul-26	8,8%	New York	US059538AR97	
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	9,5%	89,9	90,9	4,08	6,75%	400	150.000	4-nov-26	9,5%	New York	US05963GAH11	
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	8,9%	100,8	101,8	2,15	9,50%	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84	
Energy	Genneia SA	20-ene-22	17,6%	97,3	97,8	0,32	8,75%	500	1.000	20-ene-22	17,6%	New York	USP46756AH86	
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br.	15-nov-23	4,2%	101,1	102,1	1,94	5,00%	120	150.000	15-ago-23	3,0%	New York	US69784DAA63	
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br.	30-abr-27	6,3%	110,8	111,8	3,68	9,13%	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47	
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	5,1%	99,8	100,8	1,18	4,88%	500	1.000	12-dic-22	5,1%	New York	US87876TAE47	
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	9,0%	93,8	96,4	3,05	6,75%	500	150.000	2-may-24	9,0%	New York	USP9308RAZ66	
Energy	YPF SA	4-abr-24	13,9%	92,4	92,9	1,36	8,75%	866	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76	
Energy	YPF SA	23-mar-25	10,7%	93,0	94,0	2,82	8,50%	341	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72	
Energy	YPF SA	28-jul-25	12,7%	87,0	88,0	3,10	8,50%	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBEO4	
Energy	YPF SA	12-feb-26	11,2%	89,7	91,3	2,58	4,00%	775	1	12-feb-26	11,2%	New York	USP989MJBRI7	
Energy	YPF SA	21-jul-27	13,1%	75,8	76,3	4,39	6,95%	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34	
Energy	YPF SA	27-jun-29	13,6%	77,5	78,5	5,08	8,50%	399	150.000	27-jun-29	13,6%	New York	USP989MJBPO5	
Energy	YPF SA	30-jun-29	15,6%	68,8	69,9	4,66	2,50%	748	1	30-mar-29	15,6%	New York	USP989MJBSP9	
Energy	YPF SA	30-sep-33	13,4%	58,5	59,5	7,10	1,50%	576	1	30-sep-33	13,4%	New York	USP989MJBT72	
Energy	YPF SA	15-dic-47	10,9%	68,3	70,9	9,11	7,00%	537	10.000	15-dic-47	10,9%	New York	USP989MJBNO3	
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infra	20-jul-23	82,1%	42,0	44,0	1,15	9,50%	6	1.000	20-jul-23	82,1%	New York	US20445PAE51	
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	25,5%	79,3	80,3	1,52	9,63%	336	150.000	27-jul-23	25,5%	New York	US36875LAA70	
Utilities	Capex SA	15-may-24	9,0%	95,4	96,4	2,32	6,88%	300	1.000	15-may-24	9,0%	New York	USP20058AC08	
Utilities	MSU Energy SA	1-feb-25	14,6%	81,0	82,0	2,81	6,88%	600	150.000	1-feb-25	14,6%	New York	US76706AAA25	
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	7,4%	100,1	101,1	1,68	7,38%	397	1.000	21-jul-22	7,3%	New York	US71647XAA54	
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	9,6%	92,3	93,3	4,22	7,50%	636	150.000	24-ene-27	9,6%	New York	US697660AA69	
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	10,8%	93,9	94,9	5,03	9,13%	293	150.000	15-abr-29	10,8%	New York	USP7464EAB22	
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	12,8%	91,3	92,3	3,63	10,00%	400	1.000	25-jul-26	12,8%	New York	USP9897PAB06	
Consumer Non	Arcor SAIC	6-jul-23	6,5%	99,4	100,4	1,67	6,00%	500	1.000	6-jul-23	6,5%	New York	US03965PAC59	
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	8,9%	98,5	99,5	2,46	8,50%	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44	
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	9,2%	96,3	97,3	3,87	8,00%	400	1.000	18-jul-26	9,2%	New York	USP9028NAV30	
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	12,6%	88,4	89,4	2,25	9,38%	299	150.000	6-feb-27	12,6%	New York	USP0092MAF07	
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	12,1%	95,9	97,9	1,32	8,75%	360	500	23-mar-23	12,1%	New York	USP5880UAB63	
Source: Reuters / Prospect of Bonds														



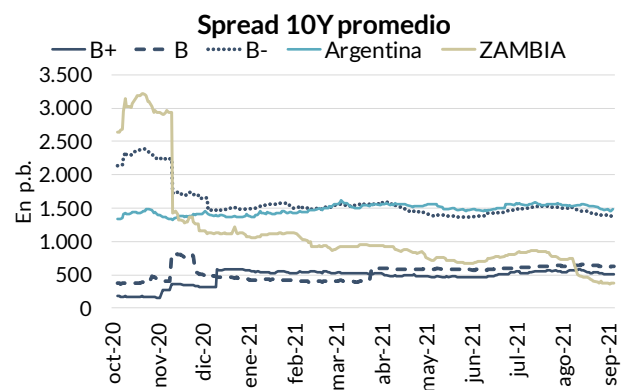
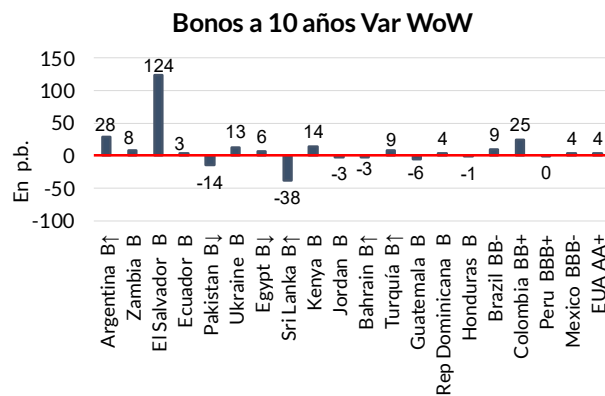
Emerging Markets Bond Index (EMBI)



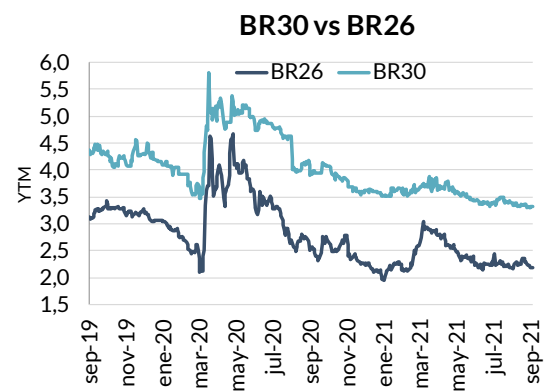
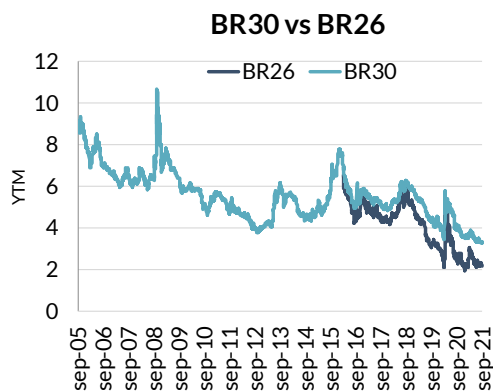
Curva en Dólares



Rendimientos por Calificación Crediticia



Brasil

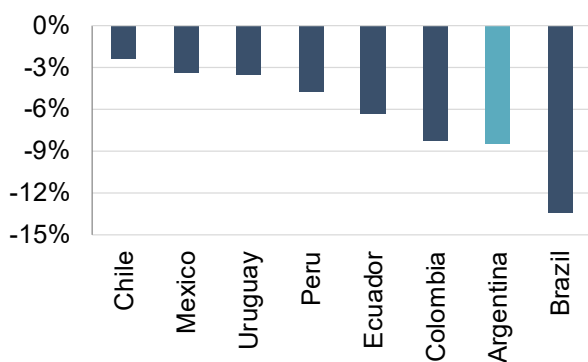


Fundamentos Macro

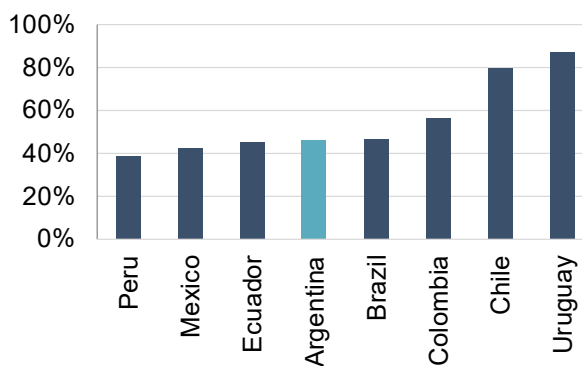
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	10,5	18,3	3,1	1,1	2,4	1,1	1,9	3,2
EMBI	770	1504	290	129	272	342	174	136
Reservas Internacionales / PIB	6%	12%	26%	31%	20%	16%	34%	13%
Cuenta Corriente / PIB	3%	1,0%	-1%	-1%	-4%	3%	-1%	-1%
Deuda Externa / PIB	45%	46%	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	98,1	5,2	42,6	3831,5	19,9	4,1	790,3
Variación del tipo de cambio WoW	0%	0,3%	0,4%	0,0%	0,9%	-0,3%	0,1%	3,2%
Déficit Financiero (últimos 12 meses) / PIB	-6,3%	-8,5%	-13,4%	-3,5%	-8,3%	-3,4%	-4,8%	-2,3%
PIB en mln de Dólares	97.666	388.892	1.403.737	53.444	289.024	1.160.048	221.254	289.354
Tasa de Referencia	8%	38,0%	5%	9%	2%	4%	0,3%	1%
Inflación Esperada proximos 12 meses YoY	-1,1%	43,7%	8,6%	6,9%	3,0%	6,0%	1,9%	3,6%

Fuente: Reuters

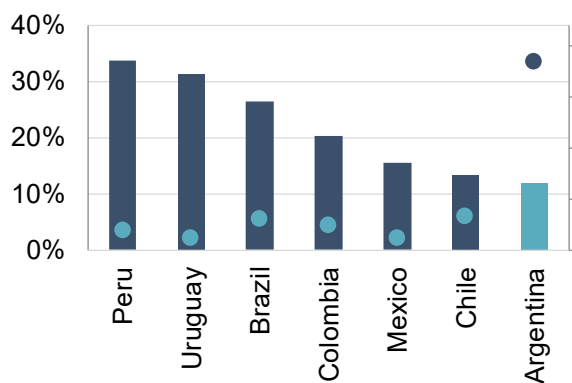
Resultado Financiero/ PIB



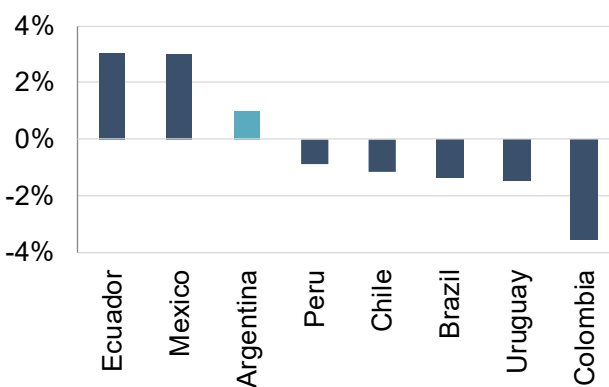
Deuda Externa / PIB



RRII / PBI - YTM 10 años (eje der)



Cuenta Corriente / PIB



Gerente de Research

Christian Reos

Equity

Guido Bizzozero

Natalia Silveira

Julia Ayzaguer

Rodrigo Reyes Molina

Ignacio Murua

research@allaria.com.ar

@allarialedesma

Renta Fija

Soledad Tortarolo - Gerente

Federico Pomi

Rodrigo Pereyra



25 de Mayo 359 piso 12, Buenos Aires - Argentina
www.allaria.com.ar

(54 11) 5555-6000

Este reporte fue elaborado con propósito puramente informativo. De las opiniones vertidas sobre predicciones de mercado de cualquier tipo no deben asumirse invitaciones ni sugerencias de comprar o vender activo alguno. La información en este reporte ha sido compilada de fuentes consideradas confiables y si bien se han tomado recaudos razonables no podemos garantizar plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el reporte constituyen nuestro juicio al momento de salir este reporte y están sujetas a cambio sin previo aviso.

Disclosures

Analyst disclosures

The name of the person(s) responsible for the recommendations and information contained in this report is identified on the report last page. The functional job title of the person(s) responsible for the recommendations and information contained in this report is: **Research Analyst** unless otherwise stated on the cover.

Regulation AC - Analyst Certification: Each Research Analyst(s) listed on the front-page of this report, principally responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to an issuer or security that the Research Analyst covers in this research report, all of the views expressed in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each Research Analyst(s) also certifies that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that Research Analyst in this research report.

Each Research Analyst certifies that he is acting independently and impartially from ALED shareholders, directors and is not affected by any current or potential conflict of interest that may arise from any ALED activities.

Registration of non-US Analysts: Unless otherwise noted, the non-US analysts listed on the front of this report are employees of Allaria Ledesma y Cia. S.A. Allaria Ledesma y Cia. S.A. ("ALED") refers to ALED and its affiliates, which is a non-US affiliate and entity under common control and ownership Allaria Securities LLC ("ASEC") a SEC registered and FINRA member broker-dealer. Research Analysts employed by ALED, are not registered/qualified as research analysts under FINRA/NYSE rules, may not be associated persons of ASEC or any other U.S. broker-dealer and may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with covered companies, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

Other disclosures

This product is not for retail clients or private individuals within the US.

The information contained in this publication was obtained from various publicly available sources believed to be reliable, but has not been independently verified by ALED. ALED does not warrant the completeness or accuracy of such information and does not accept any liability with respect to the accuracy or completeness of such information, except to the extent required by applicable law.

This publication is a brief summary and does not purport to contain all available information on the subjects covered. Further information may be available on request. This report may not be reproduced for further publication unless the source is quoted. This publication is for information purposes only and shall not be construed as an offer or solicitation for the subscription or purchase or sale of any securities, or as an invitation, inducement or intermediation for the sale, subscription or purchase of any securities, or for engaging in any other transaction. This publication is not for private individuals.

Any opinions, projections, forecasts or estimates in this report are those of the author only, who has acted with a high degree of expertise. They reflect only the current views of the author at the date of this report and are subject to change without notice. ALED has no obligation to update, modify or amend this publication or to otherwise notify a reader or recipient of this publication in the event that any matter, opinion, projection, forecast or estimate contained herein, changes or subsequently becomes inaccurate, or if research on the subject company is withdrawn. The analysis, opinions, projections, forecasts and estimates expressed in this report were in no way affected or influenced by the issuer. The author of this publication benefits financially from the overall success of ALED.

The investments referred to in this publication may not be suitable for all recipients. Recipients are urged to base their investment decisions upon their own appropriate investigations that they deem necessary. Any loss or other consequence arising from the use of the material contained in this publication shall be the sole and exclusive responsibility of the investor and ALED accepts no liability for any such loss or consequence. In the event of any doubt about any investment, recipients should contact their own investment, legal and/or tax advisers to seek advice regarding the appropriateness of investing. Some of the investments mentioned in this publication may not be readily liquid investments. Consequently it may be difficult to sell or realize such investments. The past is not necessarily a guide to future performance of an investment. The value of investments and the income derived from them may fall as well as rise and investors may not get back the amount invested. Some investments discussed in this publication may have a high level of volatility. High volatility investments may experience sudden and large falls in their value which may cause losses. International investing includes risks related to political and economic uncertainties of foreign countries, as well as currency risk.

To the extent permitted by applicable law, no liability whatsoever is accepted for any direct or consequential loss, damages, costs or prejudices whatsoever arising from the use of this publication or its contents.

ALED (and its affiliates) has implemented written procedures designed to identify and manage potential conflicts of interest that arise in connection with its research business, which are available upon request. The ALED research analysts and other staff involved in issuing and disseminating research reports operate independently of ALED Investment Banking business. Information barriers and procedures are in place between the research analysts and staff involved in securities trading for the account of ALED or clients to ensure that price sensitive information is handled according to applicable laws and regulations.

Country and region disclosures

United States: This communication is only intended for, and will only be distributed to, persons residing in any jurisdictions where such distribution or availability would not be contrary to local law or regulation. This communication must not be acted upon or relied on by persons in any jurisdiction other than in accordance with local law or regulation and where such person is an investment professional with the requisite sophistication to understand an investment in such securities of the type communicated and assume the risks associated therewith.

This communication is confidential and is intended solely for the addressee. It is not to be forwarded to any other person or copied without the permission of the sender.

Notice to U.S. investors

This material is not for distribution in the United States, except to Major US institutional Investors as defined in SEC Rule 15a-6 ("Rule 15a-6"). ALED has entered into arrangements with ASEC which enables this report to be furnished to eligible U.S. recipients in reliance on Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended.

Each U.S. recipient of this report represents and agrees, by virtue of its acceptance thereof, that it is such a "major U.S. institutional investor" (as such term is defined in Rule 15a-6) and that it understands the risks involved in executing transactions in such securities. Any U.S. recipient of this report that wishes to discuss or receive additional information regarding any security or issuer mentioned herein, or engage in any transaction to purchase or sell or solicit or offer the purchase or sale of such securities, should contact a registered representative of ASEC, which maintains a chaperoning arrangement with ALED.

ASEC is a broker-dealer registered with the SEC, Member of FINRA and SIPC. You can reach 1110 Avenue, Suite 603, Office D, Miami, Florida 33131, phone (305)898-8429. You may obtain information about SIPC, including the SIPC brochure, by contacting SIPC directly at 202-371-8300; website: <http://www.sipc.org>.

ALED is under common control and ownership of ASEC. ALED is a registered Clearing and Settlement Agent and Broker-Dealer in Argentina. The company is a member of the Stock Exchange Buenos Aires and regulated by the Comisión Nacional de Valores. ALED also provides financial advising and portfolio management services for local and foreign stocks, sovereign and corporate bonds, financial trusts, options and futures and money markets for individuals, companies, and institutions. ALED is located at 25 de Mayo, 12th Floor, zip code: C1002ABG, Buenos Aires, Argentina. Further information is also available at: www.allaria.com.ar

Investing in non-U.S. Securities may entail certain risks. The securities referred to in this report and non-U.S. issuers may not be registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and the issuer of such securities may not be subject to U.S. reporting and/or other requirements. The information available about non-U.S. companies may be limited, and non-U.S. companies are generally not subject to the same uniform auditing and reporting standards as U.S. companies. Securities of some non-U.S. companies may not be as liquid as securities of comparable U.S. companies. Investment products provided by or through ASEC are not FDIC insured, may lose value and are not guaranteed by ASEC or the entity that published the research as disclosed on the front page of this report.

Analysts employed by ALED, a non-U.S. broker-dealer, are not required to take the FINRA analyst exam. The information contained in this report is intended solely for certain "major U.S. institutional investors" and may not be used or relied upon by any other person for any purpose.

In jurisdictions where ASEC is not registered or licensed to trade in securities, or other financial products, transactions may be executed only in accordance with applicable law and legislation, which may vary from jurisdiction to jurisdiction and which may require that a transaction be made in accordance with applicable exemptions from registration or licensing requirements.

The information in this publication is based on sources believed to be reliable, ASEC or ALED do not make any representation with respect to its completeness or accuracy. All opinions expressed herein reflect the author's judgment at the original time of publication, without regard to the date on which you may receive such information, and are subject to change without notice.

ALED may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. These publications reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is provided in relation to future performance.

The information contained herein may include forward-looking statements within the meaning of U.S. federal securities laws that are subject to risks and uncertainties. Factors that could cause a company's actual results and financial condition to differ from expectations include, without limitation: political uncertainty, changes in general economic conditions that adversely affect the level of demand for the company's products or services, changes in foreign exchange markets, changes in international and domestic financial markets and in the competitive environment, and other factors relating to the foregoing. All forward-looking statements contained in this report are qualified in their entirety by this cautionary statement.

Other countries: Laws and regulations of other countries may also restrict the distribution of this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly.