RESUMEN:

Bonos en dólares: La semana pasada, los bonos operaron mixtos. Se destacaron, dentro los bonos más líquidos, en Ley Arg el AL30 +1,1%, y en Ley NY el GD38 +1,5%.
Las Obligaciones Negociables que seguimos operaron mixtas, subió TGS, se mantuvo Tecpetrol y bajaron el resto.

FMI: El presidente dijo la semana pasada, "Hoy tenemos que presentar el presupuesto dando por cierto que el año que viene no tenemos que cumplir compromisos externos, pero la realidad eso exige seguir adelante una negociación con el Fondo, conseguirla, lograrla".
Mientras el vocero del FMI dijo la semana pasada[1], "continuamos el trabajo con las autoridades argentinas para profundizar las discusiones técnicas que estamos teniendo hacia un programa respaldado por el FMI."

Escenarios de Bonos en dólares: Nuestros bonos preferidos para esperar un acuerdo con el FMI son en Ley Arg AE38/AL35 y en Ley NY GD38/GD35, los 2038 porque en todos los escenarios son de los mejores bonos, y tienen un buen devengamiento de cupones, y los 2035 porque tienen baja paridad, quedan bien posicionados en casi todos los escenarios, y tienen bastante liquidez.

	17-sep-21		10-sep-21		17-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	20,3%	40,5	39,1	3,6%	37,0	9,6%
AL30	20,2%	38,1	37,7	1,1%	35,7	7,5%
AL35	16,4%	36,0	35,8	0,5%	33,9	7,0%
AE38	17,7%	39,6	40,2	-1,6%	38,1	5,6%
AL41	15,1%	39,4	39,8	-1,1%	37,6	6,8%
Hard Dollar Ley NY			**HD Ley NY**		**HD Ley NY**	
GD29	18,6%	43,4	43,3	0,4%	41,4	6,1%
GD30	18,2%	41,5	41,1	1,0%	39,1	7,1%
GD35	15,9%	37,5	37,0	1,2%	35,0	7,9%
GD38	15,9%	44,0	43,3	1,5%	42,1	4,8%
GD41	14,5%	41,1	41,3	-0,4%	39,9	5,7%
GD46	16,0%	37,2	37,1	0,1%	35,3	6,8%
Obligaciones Negociables						
Tecpetrol 2022	4,98%	100,9	100,8	0,1%	100,6	0,2%
Capex 2024	8,98%	96,1	96,4	-0,3%	94,1	2,1%
TGS 2025	8,63%	96,4	94,9	1,6%	95,1	1,3%
CGC 2025	9,50%	101,0	101,8	-0,7%		
Telecom 2025	9,31%	99,0	99,5	-0,5%	100,1	-1,1%

Bonos en pesos: La semana pasada subieron con fuerza los bonos Dollar Linked, por una mayor expectativa de devaluación, y bajaron casi todos los bonos ajustables por inflación, en línea con una inflación que se desaceleró con fuerza.

Inflación minorista de agosto fue +2,5% MoM, desde 3,0% MoM en julio, mostrando una desaceleración por quinto mes consecutivo. El dato de servicios regulados, y los subíndices de energía y bienes internacionales del índice mayorista, sugieren que la baja de inflación se debe al atraso del tipo de cambio y al de tarifas, y creemos que ambos deberán actualizarse post elecciones.

	17-sep-21		10-sep-21		17-ago-21	
Curva	Última TIR	Último Precio	Precio hace una semana	WoW	Precio de hace un mes	MoM
Badlar			**Badlar**		**Badlar**	
PR15	50,3%	74	72	2,7%	72	2,6%
AA22	48,3%	105	105	0,4%	102	3,5%
CER			**CER**		**CER**	
PR13	5,0%	702	732	-4,1%	721	-2,7%
TX22	6,4%	168	168	-0,3%	166	1,2%
TX23	5,7%	162	161	0,5%	160	0,9%
TC23	6,2%	383	377	1,6%	399	-4,0%
TX24	7,3%	150	152	-1,1%	154	-2,1%
TX26	8,3%	122	123	-0,8%	125	-2,6%
DICP	9,8%	2471	2505	-1,4%	2541	-2,8%
PARP	11,0%	987	1002	-1,5%	1010	-2,3%
CUAP	10,6%	1402	1391	0,8%	1451	-3,4%
Tasa Fija			**Tasa Fija**		**Tasa Fija**	
TO21	54,1%	108	107	0,8%	104	3,2%
TO23	55,9%	66	67	-0,8%	68	-2,9%
TO26	54,7%	46	46	-1,0%	48	-4,1%
Dollar Linked			**Dollar Link**		**Dollar Link**	
T2V1	14,1%	9591	9510	0,9%	9464	1,3%
TV22	-4,7%	10129	9850	2,8%	9753	3,9%
T2V2	-3,5%	10287	9955	3,3%		

[1] https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/09/16/tr091621-transcript-of-imf-press-briefing?cid=em-COM-123-43619

- **Política:**
  - **Carta de la Vice presidenta (16-sep-21)[2]:** Considera que la caída en los ingresos de la población es la causante de la derrota electoral. Indica que la solución es aumentar el gasto sub ejecutado. No pidió la renuncia del Ministro Guzmán, pese a que es el responsable de la ejecución presupuestaria, lo que sugiere la importancia de Guzmán como negociador ante el FMI.
  - **Cambios de Gabinete:** Juan Manzur ocupará la Jefatura de Gabinete. Aníbal Fernández Seguridad, Daniel Filmus Ciencia y Técnica y Julián Domínguez en Agro. Santiago Cafiero pasa a Relaciones Exteriores y Wado de Pedro continúa en Interior.

- **Prespuesto 2022:**

  FINANCIAMIENTO MONETARIO
  - Mirando los límites normativos, el Banco Central le podría transferir al Tesoro adelantos transitorios por aproximadamente $1.000.000 mln adicionales (contando el ingreso extraordinario de DEGs por $422.000 mln) y $130.000 mln de utilidades (en total 3,0% del PIB).
  - Sin embargo, con el circulante en poder del público (una estimación de la demanda de dinero) cayendo 13% YoY en términos reales, vemos muy difícil que la economía pueda absorber una emisión del 40% de la base monetaria en tres meses y medio, sin generar un salto del tipo de cambio implícito de bonos y una mayor caída de la demanda de dinero.

  PRESUPUESTO 2022
  - Supuestos Macro: El presupuesto prevé un tipo de cambio oficial de $102,4 promedio en dic-21 y de $131 promedio en dic-22 (+28% YoY, con una inflación de 33% YoY).
  - Sobre el valor de dic-21, si bien nunca un gobierno puede anticipar una devaluación, llama la atención que mantuvieron el mismo nivel de tipo de cambio oficial que en sep-20, aún cuando la inflación aumentó desde 29% hasta 45% (estimado por el mismo presupuesto para dic-21).
  - En términos fiscales: el presupuesto proyecta cerrar 2021 con un déficit primario de 4,0% del PIB, sin embargo el ejecutado a julio es de 0,9% del PIB, con lo cuál creemos que será difícil de instrumentar un aumento del déficit tan grande (aún cuando se pueda financiar con emisión), y más bien creemos que la proyección obedece a la necesidad de conformar los reclamos de una parte de la coalición gobernante que reclama mayores gastos.
  - Para 2022 el presupuesto proyecta un déficit primario de -3,3% del PIB.

- **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 jueves 16 de septiembre) vimos una caída del monto negociado de especies C y D, se negociaron U$S 88 mln diarios en promedio (con un pico de U$S 140 mln el viernes antes de las PASO). Como en la semana previa a las últimas restricciones (12 de agosto), el monto negociado fue de U$S 102 mln diarios (promedio semanal), creemos que con los montos negociados actualmente, no habría un nuevo cambio normativo.
    - ✓ **Tipo de Cambio Oficial:** En la última semana subió 0,23% WoW (desde 0,26% la semana previa) y cerró en $98,36.

- **Calendario de la semana (del 20 al 24 de septiembre):**
  - Martes 21, Precios Mayoristas de agosto (INDEC). Resultado Fiscal de agosto (Ministerio).
  - Miércoles 22, Balanza comercial de agosto (INDEC). EUA: La Fed decide si modifica su política monetaria.
  - Jueves 23, Tasa de Desocupación 2Q21 (INDEC).
  - Viernes 24, Balance Cambiario de agosto (BCRA).

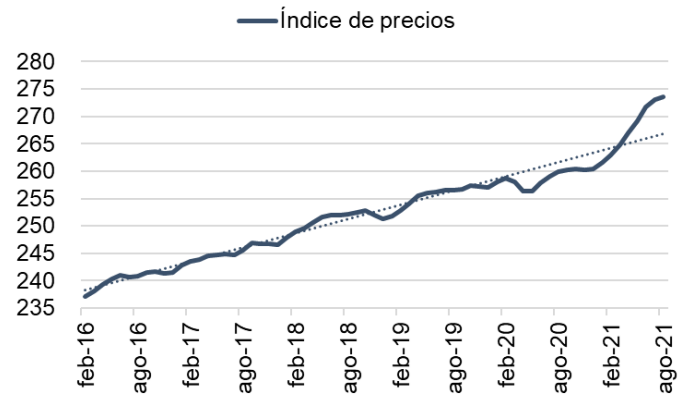
- **Internacional:**
  - **EUA:** En Agosto la inflación fue de +0,3% MoM, por debajo del dato de julio de +0,5% MoM y por debajo de lo esperado por el mercado en +0,4% MoM.
  - **Apertura:** UST10Y 1,36%, las bolsas del mundo negativas (S&P -0,75%) y commodities bajan (petróleo, oro y soja).

[2] https://www.cfkargentina.com/como-siempre-sinceramente/

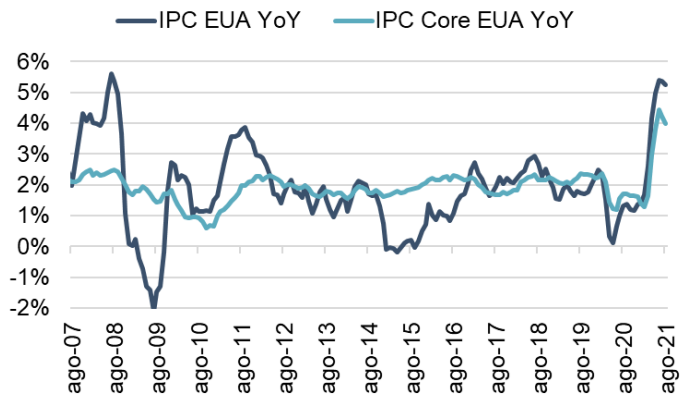
CONTEXTO INTERNACIONAL

- **EUA: Inflación:** En Agosto la inflación fue de +0,3% MoM, por debajo del dato de julio de +0,5% MoM y por debajo de lo esperado por el mercado en +0,4% MoM. En términos anuales la variación fue de +5,3% YoY, por debajo del dato de julio (+5,4% YoY) y en línea con lo esperado. La inflación núcleo fue de +4% YoY.
  La desaceleración en la inflación, tiene su explicación en dos factores: el primero es el factor transitorio que llevó a la suba en los meses previos en algunos rubros (autos usados cayó -1,5% MoM, aunque sigue +32% YoY). El segundo factor es el efecto que está teniendo la nueva variante del COVID en la economía, impacto que se vio en el dato de empleo, reduciendo la circulación y las actividades de las personas (los servicios de transporte cayeron -2,3% MoM).
  A pesar de que estos meses la inflación no se aceleró, todavía vemos que se ubica +2,4% por encima de su tendencia previa a la pandemia.

Índice de Precios y Tendencia



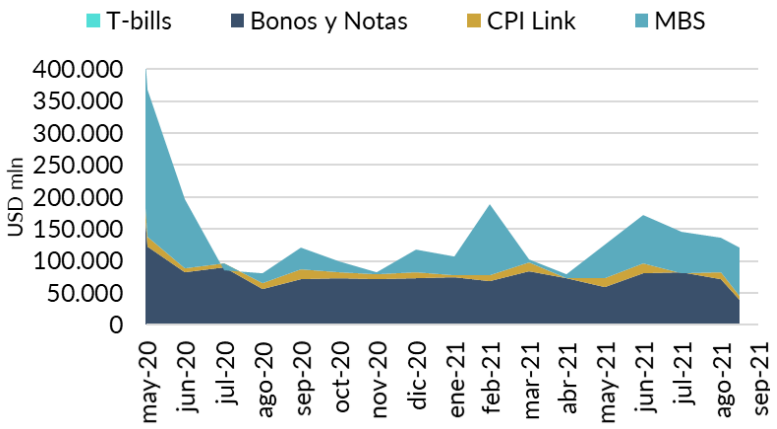
IPC General YoY IPC Núcleo YoY



Ventas Minoristas: Durante agosto subieron +0,7% MoM desde una caída de -1,8% MoM en julio. Este dato se encuentra bien por encima de lo esperado por el mercado de una caída de -0,8% MoM. La suba está liderada por las ventas minoristas fuera de las tiendas ("non-store retailers") de +5,3% MoM.

Esta semana habrá una nueva reunión de la FED para decidir sobre la política monetaria. En las reuniones previas empezaron a comentar sobre cuando empezarían a analizar una reducción en la recompra de bonos (pero no se analizó la reducción en sí). Las compras de securities (bonos mayores a dos años, bonos vinculados a la inflación y MBS) vienen bajando mensualmente desde junio. En particular, la FED estuvo comprando menos bonos del Tesoro, y más MBS (Bonos de hipotecas), lo que sugiere que estaría estimulando una suba de las tasas del Tesoro.

Compras mensuales de securities de la FED



- **EUROPA: Producción Industrial:** Luego de dos meses consecutivos de contracción, en julio subió +1,5% MoM, por encima de las expectativas de mercado de +0,6% MoM.

Resumen de Indicadores

Monitor Financiero		Último Dato 17/9/2021	DoD	WoW	MoM	YoY	Min 6M	Max 6M
Tasas del Tesoro	EUA10Y	1,4%	5	4	12	70	1,17%	1,74%
	Alemania 10Y	-0,3%	3	6	21	21	-0,50%	-0,11%
	China 10Y	2,9%	0	1	4	-24	2,82%	3,27%
	Japón 10Y	0,0%	0	1	3	3	0,00%	0,12%
	Spread UST10Y vs UST2Y	115	4	3	11	61	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	92,99	0,1%	0,4%	-0,2%	-0,1%	89,64	93,57
	Euro	1,17	-0,2%	-0,6%	0,3%	-0,9%	1,17	1,23
	Yuan	6,46	0,1%	0,3%	-0,3%	-4,7%	6,37	6,57
	Yen	110,00	0,3%	0,1%	0,2%	4,3%	107,91	111,50
	Real	5,34	1,6%	1,8%	-0,8%	1,2%	4,91	5,78
	Rupia	73,54	0,0%	0,0%	-1,0%	-0,1%	72,37	75,42
	Lira	8,61	1,0%	1,8%	1,9%	15,0%	7,21	8,76
	Peso	98,34	0,0%	0,4%	1,1%	30,9%	91,13	98,34
Bolsas e Índices	S&P	4.451	-0,5%	-0,2%	1,2%	30,9%	3.889	4.537
	DAX	15.575	-0,5%	-0,2%	-2,4%	17,8%	14.558	15.977
	Nikkey 225	30.500	0,6%	0,4%	10,6%	30,0%	27.013	30.670
	MSCI Japón	73,4	-0,7%	0,8%	9,1%	23,9%	65,4	74,1
	Bovespa U$S	21.015	-3,0%	-3,5%	-3,1%	10,5%	19.937	26.358
	MSCI Brasil	33,1	-3,2%	-4,2%	-4,9%	7,2%	32,1	42,0
	MSCI China	69	1,1%	-4,1%	0,9%	-7,9%	66	85
	Nifty 50 U$S	239	-0,2%	1,2%	7,2%	52,8%	190	240
	MSCI India	49	-1,0%	0,3%	7,6%	43,7%	40	50
	BIST 100 U$S	165	-0,6%	-2,8%	-3,6%	11,4%	156	212
	Merval U$S	811	0,0%	4,6%	17,5%	36,5%	504	816
	MSCI EM	51,4	-0,3%	-2,0%	2,1%	14,0%	49,5	56,1
	VIX	19,5	4,5%	-6,8%	-9,5%	-23,7%	15,1	27,6
Commodities	USO	49,95	-1,5%	2,4%	10,0%	81,5%	39,37	51,15
	Commodities	34,65	-0,7%	0,2%	4,1%	37,3%	29,52	35,07
	WTI	71,27	-1,8%	2,2%	8,9%	86,2%	57,76	75,25
	ORO	1.749,25	-0,2%	-2,1%	-2,1%	-10,5%	1.684,80	1.907,94

Calendario Semanal

Fecha	País	Indicador	Previo	Consenso
22-sep	EUA	Decisión de POL MON con proyecciones	0,25%	0,25%
22-sep	Japón	Decisión de POL MON	-0,1	-0,1
22-sep	Brasil	Decisión de POL MON	5,25%	6,25%

POLÍTICA

- **Carta de la Vice presidenta (16-sep-21)[3]:**
  - **Considera la caída en los ingresos de la población es la causante de la derrota electoral** "siempre le plantee al Presidente lo que para mí constituía una delicada situación social y que se traducía, entre otras cosas, en atraso salarial, descontrol de precios -especialmente en alimentos y remedios- y falta de trabajo".
  - **Indica que la solución es aumentar el gasto sub ejecutado "**se estableció que el déficit fiscal iba a ser del 4,5% del PBI"… "A agosto de este año, a cuatro meses de terminar el año y faltando apenas unos días para las elecciones, el déficit acumulado ejecutado en este año era del 2,1% del PBI. Faltan ejecutar, según la previsión presupuestaria, 2,4% del PBI"
  - **No pidió la renuncia del Ministro Guzmán, pese a que es el responsable de la ejecución presupuestaria, lo que sugiere la importancia de Guzmán como negociador ante el FMI**. "me comuniqué con el Ministro de Economía cuando se difundió falsamente que en la reunión que mantuve con el Presidente de la Nación, había pedido su renuncia."
- **Cambios de Gabinete:** Juan Manzur ocupará la Jefatura de Gabinete. Aníbal Fernández Seguridad, Daniel Filmus Ciencia y Técnica y Julián Domínguez en Agro. Santiago Cafiero pasa a Relaciones Exteriores y Wado de Pedro continúa en Interior.

FMI

El presidente dijo la semana pasada, "Hoy tenemos que presentar el presupuesto dando por cierto que el año que viene no tenemos que cumplir compromisos externos, pero la realidad eso exige seguir adelante una negociación con el Fondo, conseguirla, lograrla. Pero lo cierto es que si ese acuerdo no existiera nosotros tenemos que hacer frente al pago de USD 19 mil millones el año entrante y las condiciones serían otras".

Mientras el vocero del FMI dijo la semana pasada[4], "lo que puedo decirles es que continuamos el trabajo con las autoridades argentinas para profundizar las discusiones técnicas que estamos teniendo hacia un programa respaldado por el FMI que pueda abordar de manera duradera los desequilibrios macroeconómicos de Argentina y sentar las bases para un crecimiento sostenible e inclusivo."… "Las discusiones están en curso. Se llevan a cabo, realmente de forma continua, pero no tengo una fecha para una misión ni nada por el estilo."

[3] https://www.cfkargentina.com/como-siempre-sinceramente/
[4] https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/09/16/tr091621-transcript-of-imf-press-briefing?cid=em-COM-123-43619

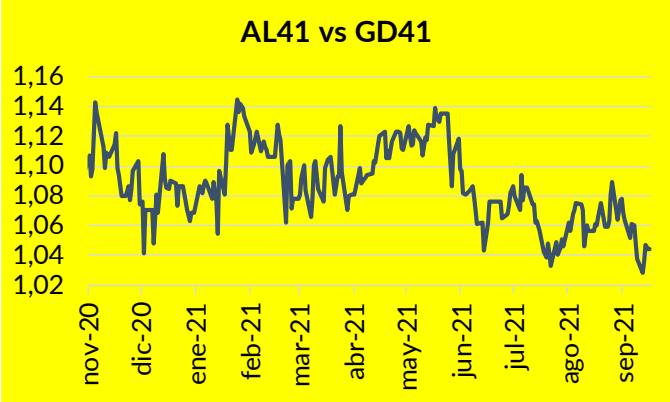
BONOS EN DÓLARES

Bonos en dólares: La semana pasada, los bonos operaron mixtos. Se destacaron, de los bonos más líquidos, en Ley Arg el AL30 +1,1%, y en Ley NY el GD38 +1,5%.
Las Obligaciones Negociables que seguimos operaron mixtas, subió TGS, se mantuvo Tecpetrol y bajaron el resto.

	17-sep-21		10-sep-21		17-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	20,3%	40,5	39,1	3,6%	37,0	9,6%
AL30	20,2%	38,1	37,7	1,1%	35,7	7,5%
AL35	16,4%	36,0	35,8	0,5%	33,9	7,0%
AE38	17,7%	39,6	40,2	-1,6%	38,1	5,6%
AL41	15,1%	39,4	39,8	-1,1%	37,6	6,8%
Hard Dollar Ley NY			**HD Ley NY**		**HD Ley NY**	
GD29	18,6%	43,4	43,3	0,4%	41,4	6,1%
GD30	18,2%	41,5	41,1	1,0%	39,1	7,1%
GD35	15,9%	37,5	37,0	1,2%	35,0	7,9%
GD38	15,9%	44,0	43,3	1,5%	42,1	4,8%
GD41	14,5%	41,1	41,3	-0,4%	39,9	5,7%
GD46	16,0%	37,2	37,1	0,1%	35,3	6,8%
Obligaciones Negociables						
Tecpetrol 2022	4,98%	100,9	100,8	0,1%	100,6	0,2%
Capex 2024	8,98%	96,1	96,4	-0,3%	94,1	2,1%
TGS 2025	8,63%	96,4	94,9	1,6%	95,1	1,3%
CGC 2025	9,50%	101,0	101,8	-0,7%		
Telecom 2025	9,31%	99,0	99,5	-0,5%	100,1	-1,1%

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/AL35 y en Ley NY GD38/GD35, los 2038 porque en todos los escenarios son de los mejores bonos, y tienen un buen devengamiento de cupones, y los 2035 porque tienen baja paridad, quedan bien posicionados en casi todos los escenarios, y tienen bastante liquidez.

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 (U$S 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	16/09/2021
GD29	42,7	19,1%	19,1%	63,0	48%	78,5	84%	25,0%	29,3	-27%	2,00	9,2%	38,9	-4%	0,6
GD30	39,0	19,6%	19,6%	58,4	50%	75,2	93%	23,5%	28,7	-24%	1,00	9,5%	35,0	-8%	12,8
GD35	36,8	16,1%	16,1%	51,2	39%	67,3	83%	22,0%	19,6	-40%	2,63	11,3%	51,3	46%	7,8
GD38	43,2	16,2%	16,2%	59,8	38%	75,5	75%	20,5%	24,4	-30%	5,88	10,0%	59,4	51%	3,6
GD41	40,4	14,7%	14,7%	54,2	34%	61,8	53%	19,0%	20,9	-33%	6,00	11,3%	45,3	27%	0,8
GD46	36,5	16,3%	16,3%	51,0	40%	62,3	70%	17,5%	25,2	-24%	2,63	10,0%	55,3	59%	0,0
AL29	39,8	20,8%	20,8%	60,6	52%	76,4	92%	26,0%	28,6	-23%	2,00	9,7%	36,8	-2%	0,2
AL30	38,1	20,2%	20,2%	57,6	51%	73,0	92%	24,5%	28,0	-24%	1,00	10,0%	33,0	-11%	51,6
AL35	35,4	16,7%	16,7%	49,7	41%	63,4	79%	23,0%	18,7	-40%	2,63	11,8%	47,2	41%	0,0
AE38	38,9	18,0%	18,0%	55,5	43%	71,8	85%	21,5%	23,4	-25%	5,88	10,5%	56,6	61%	0,9
AL41	38,7	15,3%	15,3%	52,5	36%	58,4	51%	20,0%	19,9	-33%	6,00	11,8%	43,1	27%	0,0

**Nornalización 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

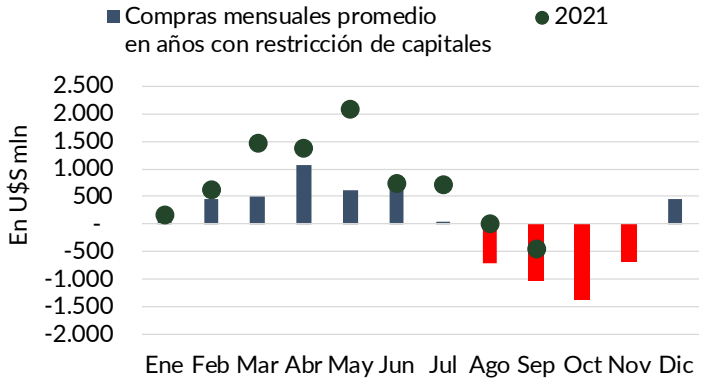
- **Reservas y Depósitos en Dólares.** En los últimos 5 días el Banco Central habría vendido U$S 73 mln (según estimaciones privadas), desde ventas por U$S 338 mln la semana previa a las PASO. Aunque el día viernes 17, en medio de los rumores de cambio de gabinete, la autoridad monetaria vendió U$S 149 mln.
  Sin embargo, también en los últimos 5 días cayeron las reservas brutas del Banco Central U$S 427 mln (con datos oficiales), hasta U$S 45.334 mln.

Reservas Netas

En U$S mln	31-dic-15	31-jul-19	30-dic-19	30-dic-20	31-ago-21	17-sep-21
Reservas Brutas Stock final del día	**25.267**	**67.891**	**44.778**	**39.409**	**46.180**	**45.334**
Menos Swap Chino y fondos rotativos	10.573	18.886	18.608	19.936	20.123	20.139
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**	**10.525**
Depósitos en dólares de privados	10.622	32.163	19.448	15.935	16.388	16.366

- **Estacionalidad.** Las ventas diarias al 17 de septiembre fueron U$S 43 mln en promedio, en línea con el promedio histórico para septiembre (en años con restricciones de capitales) de U$S 47 mln. Aunque vale la pena mencionar, que en 2015 año de elecciones presidenciales, sep-15 tuvo ventas por un valor promedio diario de U$S 85 mln.

Estacionalidad



POLÍTICA MONETARIA ARGENTINA

- **Inflación minorista** de agosto fue +2,5% MoM, desde 3,0% MoM en julio, mostrando una desaceleración por quinto mes consecutivo. En particular, los servicios y bienes regulados por el Gobierno subieron +1,1% MoM, y los servicios "libres aumentaron 3,1% MoM (igual que en julio). El dato de servicios regulados, y los subíndices de energía y bienes internacionales del índice mayorista, sugieren que la baja de inflación se debe al atraso del tipo de cambio y al de tarifas, y creemos que ambos deberán actualizarse post elecciones para ganar divisas (tipo de cambio) y reducir el déficit (tarifas).

Inflación

	jun-20	jul-20	ago-20	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	ago-21
Mayorista Mensual	3,7%	3,5%	4,1%	3,7%	4,7%	4,2%	4,4%	5,6%	6,1%	3,9%	4,8%	3,2%	3,1%	2,2%	
Nacionales	3,8%	3,5%	4,1%	3,7%	4,6%	4,1%	4,4%	5,7%	6,0%	3,8%	5,0%	3,3%	3,2%	2,3%	
Primarios	9,3%	6,1%	7,4%	3,2%	5,0%	3,8%	7,2%	8,6%	8,0%	1,4%	4,9%	0,5%	0,7%	2,0%	
Manufacturados	2,3%	2,8%	3,2%	3,9%	4,5%	4,2%	3,7%	4,8%	5,3%	4,5%	4,9%	4,2%	4,0%	2,4%	
Energía	0,6%	0,4%	-0,1%	-0,4%	-0,1%	0,2%	0,2%	2,5%	8,8%	11,6%	8,9%	5,2%	0,8%	1,0%	
Internacionales	2,6%	3,8%	3,9%	3,5%	5,6%	5,2%	3,9%	4,4%	7,4%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	1,6%	
Minorista Mensual	2,2%	1,9%	2,7%	2,8%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	4,8%	4,1%	3,3%	3,2%	3,0%	2,5%
Alimentos y bebidas NA	1,0%	1,3%	3,5%	3,0%	4,8%	2,7%	4,4%	4,8%	3,8%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%	3,4%	1,5%
Estacional	4,8%	0,9%	4,0%	7,9%	9,6%	2,0%	1,3%	3,0%	3,1%	7,2%	2,2%	1,5%	0,5%	4,9%	0,6%
Núcleo	2,3%	2,5%	3,0%	2,3%	3,5%	3,9%	4,9%	3,9%	4,1%	4,5%	4,6%	3,5%	3,6%	3,1%	3,1%
Regulados	0,7%	0,5%	1,0%	1,9%	1,5%	1,2%	2,6%	5,1%	2,2%	4,5%	3,5%	3,8%	3,2%	1,4%	1,1%
Inflación de Bahía Blanca	1,7%	2,0%	2,4%	2,7%	3,6%	2,9%	2,9%	4,2%	2,9%	3,6%	5,2%	3,2%	4,0%	2,8%	2,9%
Inflación Minorista Anualizada	30%	25%	38%	39%	56%	46%	60%	60%	53%	76%	62%	48%	46%	42,6%	34,5%
Inflación Minorista YoY	43%	42%	41%	36%	37%	36%	36%	38%	40%	42%	46%	49%	50%	51,8%	51,5%

- **Emisión Monetaria:** El 8 de septiembre, el banco central le transfirió al Tesoro $ 80.000 mln, sumando $140.000 mln hasta el 14-sep, desde $200.000 mln en igual cantidad de días de agosto y $80.000 mln en igual cantidad de días de julio. Esperamos que se acelere la emisión monetaria.

- **Tasas y Datos monetarios (tomando datos promedio diarios de 30 días):** En septiembre (con datos al 14), la base monetaria creció 0,2% en el último mes, desacelerándose desde 3,9% que crecía los 30 días previos, gracias a que los PASES/Leliqs crecieron 5,4% MoM (desde 7,1% 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	17-09-21	10-09-21	WoW	20/08/2021	MoM
Caución 7d	33,72	33,97	-25	34,21	-49
Caución 30d	34,71	34,75	-4	34,92	-21
	16-09-21	09-09-21		20/08/2021	MoM
Badlar	34,25	34,19	6	34,19	6
	14-09-21	13-08-21	MoM	14-07-21	MoM
Depósitos	6.595.832	6.381.326	3,4%	6.145.716	3,8%
Plazos Fijos	3.037.174	2.916.876	4,1%	2.806.284	3,9%
PF CER	176.879	182.763	-3,2%	172.655	5,9%
Circulante	1.930.658	1.899.300	1,7%	1.799.335	5,6%
Leliqs, Pases y Lebacs	4.099.303	3.889.805	5,4%	3.632.450	7,1%
Base Monetaria	2.920.347	2.913.172	0,2%	2.913.172	3,9%

En $ mln	Leliqs, Pases y Lebacs	Depósitos Gob	Cta cte en BCRA
16-09-21	4.261.600		
15-09-21	4.238.856	33.486	738.443
14-09-21	4.227.037	48.594	684.020
	34.564	(15.108)	54.423

- **Expectativas de Mercado:**

Subió la expectativa de inflación de mediano plazo, de 48% (el viernes previo a las PASO) a 50% YoY (el viernes 17-sep) (+2%).

Subió la expectativa de devaluación de mediano plazo, de 55% (el viernes previo a las PASO) a 61% YoY (el viernes 17-sep) (+6%).

Subió la expectativa de depreciación real de mediano plazo, de 7% (el viernes previo a las PASO) a 11% YoY (el viernes 17-sep) (+4%).

TIPOS DE CAMBIO

- **CCL:** En la última semana (con datos al 16 de septiembre) vimos una caída del monto negociado de especies C y D, se negociaron U$S 88 mln diarios en promedio (con un pico de U$S 140 mln el viernes antes de las PASO). Como en la semana previa a las últimas restricciones (12 de agosto), el monto negociado fue de U$S 102 mln diarios (promedio semanal), creemos que con los montos negociados actualmente, no habría un nuevo cambio normativo.

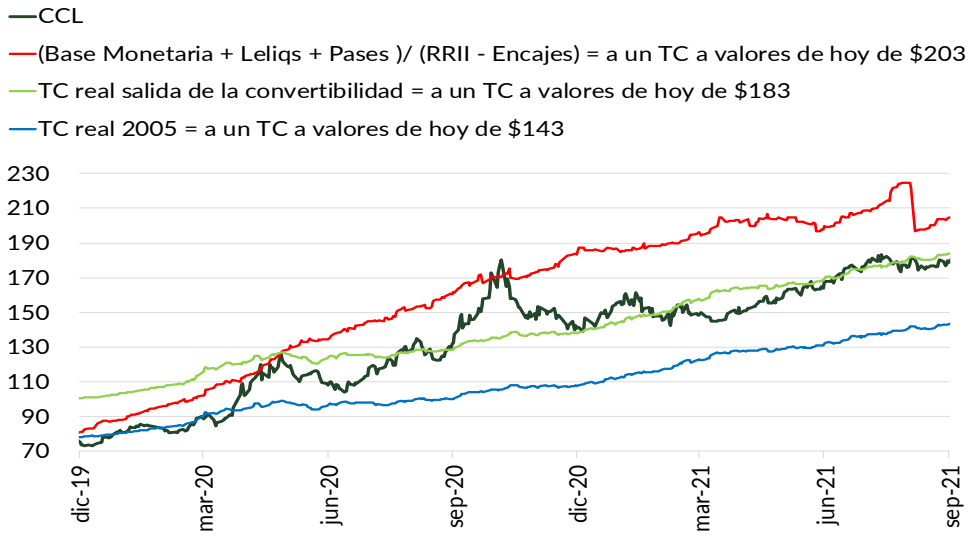
Montos Negociados

En U$S mln	Promedio Semana											
	16-sep	12-ago	Var	17-sep	16-sep	15-sep	14-sep	13-sep	10-sep	12-ago	11-ago	10-ago	09-ago	06-ago
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI C	24,2	55,3	-56%		19,6	13,3	28,7	26,3	33,2	49,6	71,4	54,2	59,5	41,9
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI D	63,2	46,7	35%		58,7	47,5	51,5	51,2	107,3	43,5	51,3	42,4	45,2	51,3
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI C+D	87,5	102,1	-14%		78,3	60,8	80,2	77,5	140,5	93,1	122,6	96,6	104,7	93,3
Compra de RRII	17	2		-149	0	15	46	16	8	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 = Índice de tipo de cambio real multilateral promedio de los años 2003-2007.
- ✓ **En promedio**, CCL= Índice de tipo de cambio real multilateral de la salida de la convertibilidad (overshooting).

Bandas de Cotización del CCL



- **Tipo de Cambio Oficial:** En la última semana subió 0,23% WoW (desde 0,26% la semana previa) y cerró en $98,36.

- **Índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM):** El índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) argentino se apreció 1,1% la última semana (con datos al 16-sep) a 111, en parte explicado por la depreciación del real brasilero. 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 (estas condiciones son, abundante crédito internacional, y muy buenas expectativas sobre la macro futura).

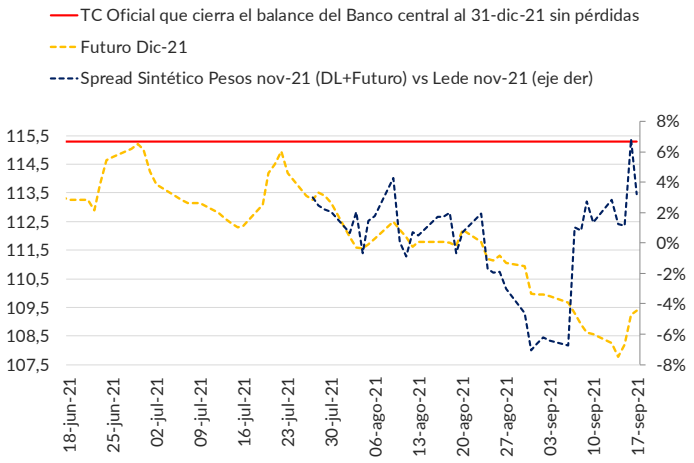
- **Futuros de Dólar:** En la última semana, la curva de futuros subió a partir del vencimiento de nov-21, en línea con nuestra lectura de que el Gobierno seguiría atrasando el tipo de cambio hasta las elecciones, y aumentaría el crawling peg a partir de allí.

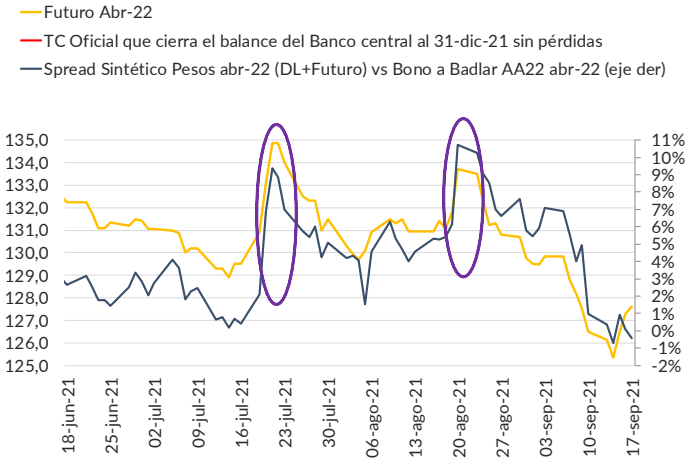
Futuros de Dólar, última semana

$ 98,36	17-09-21		Variación (centavos)	$ 98,14	10-09-21	
	Valor	Tasa Nominal Anual (TNA)			Valor	Tasa Nominal Anual (TNA)
sep-21	99,19	**23,7%**	**-19**	sep-21	99,38	**23,1%**
oct-21	101,38	**26,7%**	**-24**	oct-21	101,62	**26,4%**
nov-21	104,39	**30,2%**	**20**	nov-21	104,19	**27,8%**
dic-21	109,38	**38,9%**	**82**	dic-21	108,56	**34,6%**
ene-22	114,80	**44,9%**	**115**	ene-22	113,65	**40,4%**
feb-22	118,70	**46,0%**	**135**	feb-22	117,35	**41,8%**
mar-22	123,49	**47,8%**	**148**	mar-22	122,01	**44,0%**
abr-22	127,60	**48,4%**	**110**	abr-22	126,50	**45,7%**
may-22	132,30	**49,2%**	**180**	may-22	130,50	**45,8%**
jun-22	136,30	**49,2%**	**80**	jun-22	135,50	**47,4%**
			83			

Mirando el spread entre los sintéticos en pesos[5] (comprar un bono dollar 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).

Tasas en pesos y Futuros





Mirando este spread, la semana pasada dijimos que el lunes 13 de septiembre (post PASO) podían subir los futuros, pero bajaron 234 centavos en promedio. Esta relación falló por primera vez, lo que nos llevó a pensar que el Banco Central vendió futuros.
Sin embargo, a partir del miércoles 15 (el día que puso a disposición su renuncia el Ministro del Interior Wado De Pedro y otros funcionarios), subieron los futuros con vencimiento a partir de nov-21.

[5] Este sintético en pesos implica comprar un bono dollar 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 dollar 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 dollar 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 dollar 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.

Con datos al cierre del viernes 17 de septiembre, el sintético armado a abr-22, da un spread sobre otras opciones en pesos de -0,4%. Estos datos sugieren, que los inversores podrían dejar de armar el sintético haciendo subir la curva hoy lunes 20 de septiembre. Sin embargo, creemos que el Banco Central podría vender futuros de dólar, y tiene mucho margen para vender si así lo quisiera.

POLITICA FISCAL

PRESUPUESTO 2021 (sub ejecución)

La ejecución del Déficit primario hasta julio (este martes 21 se publica agosto) fue de $306.668 mln. Si tomamos los datos históricos de los años 2016, 2017, 2018 y 2020 (excluimos 2019 porque fue un año de ajuste, e incluimos 2020 porque 2021 es una mezcla entre un año normal y un año con pandemia), a julio el gasto ejecutado es en promedio el 44% del año. Si se cumpliera esa ejecución porcentual para este año, 2021 cerraría con un déficit primario de $695.952 mln (-1,7% del PIB), cuando el presupuesto indica un déficit primario de $1.733.174 (-4,0% del PIB).

FINANCIAMIENTO MONETARIO

Nos preguntamos, ¿Cuánto se puede emitir hasta fin de año?. Mirando los límites normativos, el Banco Central le podría transferir al Tesoro adelantos transitorios por aproximadamente $1.000.000 mln adicionales (contando el ingreso extraordinario de DEGs por $422.000 mln) y $130.000 mln de utilidades (en total 3,0% del PIB).
Sin embargo, con el circulante en poder del público (una estimación de la demanda de dinero) cayendo 13% YoY en términos reales, vemos muy difícil que la economía pueda absorber una emisión del 40% de la base monetaria en tres meses y medio, sin generar un salto del tipo de cambio implícito de bonos y una mayor caída de la demanda de dinero.

PRESUPUESTO 2022

Supuestos Macro: Según el mensaje enviado al congreso la semana pasada, el presupuesto prevé un tipo de cambio oficial de $102,4 promedio en dic-21. Si bien nunca un gobierno puede anticipar una devaluación, llama la atención que mantuvieron el mismo nivel que en sep-20, aún cuando la inflación aumentó desde 29% hasta 45% (según el mismo presupuesto).
Además el presupuesto prevé menores ingresos comerciales (por menores precios de granos), esto está en línea con nuestra proyección, y advierte que el año 2022 no será uno de menores tensiones cambiarias.

Supuestos Macro

Proyecciones Macro	Presupuesto sep-20		Presupuesto sep-21			
	2020	2021	2020	2021	2022	2023
Tipo de Cambio Oficial promedio a Dic	82,6	102,4	82,6	102,4	131,1	161,3
Tipo de Cambio YoY		23,97%		23,97%	28,03%	23,04%
Inflación Dic YoY		29,00%	36,10%	45,10%	33,00%	25,00%
Saldo Comercial	0	15.086	12.392	12.878	9.322	10.415
Exportaciones		74.432	64.345	81.067	85.887	93.384
Importaciones		59.346	51.953	68.189	76.565	82.969
PIB real		5,50%	-9,90%	8,00%	4,00%	3,00%
PIB Nominal	27.011.548	37.332.274	27.481.440	43.100.735	60.177.212	78.411.038

En términos fiscales, el presupuesto proyecta cerrar 2021 con un déficit primario de 4,0% del PIB, sin embargo el ejecutado a julio es de 0,9% del PIB, con lo cuál creemos que será difícil de instrumentar un aumento del déficit tan grande (aún cuando se pueda financiar con emisión), y más bien creemos que la proyección obedece a la necesidad de conformar los reclamos de una parte de la coalición gobernante que reclama mayores gastos.

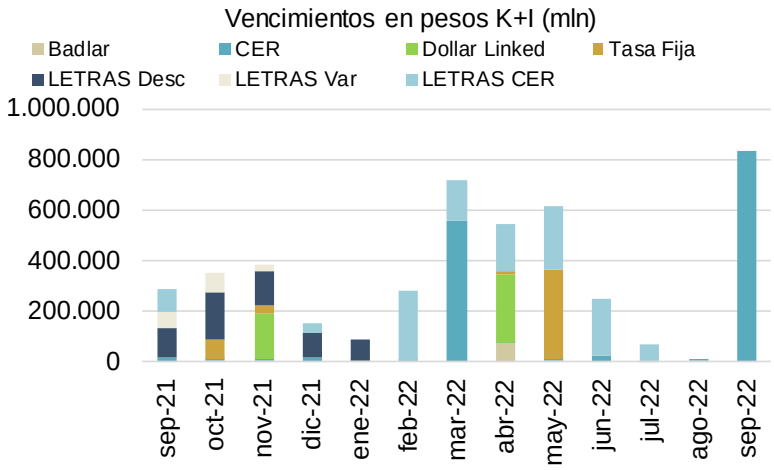
Resultados Fiscales

	Presupuesto en % PIB				
	Presupuesto sep-20		Presupuesto sep-21		
	2020	2021	2020	2021	2022
Recursos Totales	17,3%	18,0%	17,6%	18,5%	18,4%
Gastos Totales	27,6%	23,7%	24,0%	23,9%	23,4%
Resultado Primario	-8,3%	-4,2%	-6,4%	-4,0%	-3,3%
Intereses	2,0%	1,5%	2,0%	1,3%	1,6%
Resultado Financiero	-10,3%	-5,7%	-8,3%	-5,4%	-4,9%

FINANCIAMIENTO POR MERCADO SEP-21

- **Licitación del Tesoro:** El jueves 16, el Tesoro colocó VN$ 22.455 mln sobre un total de VN$ 42.723 mln ofertados (apenas el 52% de lo ofertado fue aceptado, sugiriendo que no quisieron convalidar tasas más altas). En pesos la colocación fue de $21.947 mln superior a los $15.000 mln que vencen esta semana.
  La mayor demanda estuvo en las letras ajustables por CER aunque también tuvieron el mayor corte ya que se aceptaron solamente el 41% de esas ofertas.
  - Reapertura de LEDES S31E2. Ayer cerró con una TNA de 40,48%.
  - Reapertura de LECER X18A2. Ayer cerró con una TNA de 3,48% más CER.
  - Reapertura de LECER X29L2. Ayer cerró con una TNA de 4,01% más CER.
- La próxima licitación es el martes 28-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 subieron con fuerza los bonos Dollar Linked, por una mayor expectativa de devaluación, y bajaron casi todos los bonos ajustables por inflación, en línea con una inflación que se desaceleró con fuerza.

	17-sep-21		10-sep-21		17-ago-21	
Curva	Última TIR	Último Precio	Precio hace una semana	WoW	Precio de hace un mes	MoM
Badlar						
PR15	50,3%	74	72	2,7%	72	2,6%
AA22	48,3%	105	105	0,4%	102	3,5%
CER						
PR13	5,0%	702	732	-4,1%	721	-2,7%
TX22	6,4%	168	168	-0,3%	166	1,2%
TX23	5,7%	162	161	0,5%	160	0,9%
TC23	6,2%	383	377	1,6%	399	-4,0%
TX24	7,3%	150	152	-1,1%	154	-2,1%
TX26	8,3%	122	123	-0,8%	125	-2,6%
DICP	9,8%	2471	2505	-1,4%	2541	-2,8%
PARP	11,0%	987	1002	-1,5%	1010	-2,3%
CUAP	10,6%	1402	1391	0,8%	1451	-3,4%
Tasa Fija						
TO21	54,1%	108	107	0,8%	104	3,2%
TO23	55,9%	66	67	-0,8%	68	-2,9%
TO26	54,7%	46	46	-1,0%	48	-4,1%
Dollar Linked						
T2V1	14,1%	9591	9510	0,9%	9464	1,3%
TV22	-4,7%	10129	9850	2,8%	9753	3,9%
T2V2	-3,5%	10287	9955	3,3%		

RENDIMIENTOS. Pensando en una posición en pesos al 30-nov-21, si se cumplen nuestros supuestos, encontramos más valor en el sintético en pesos[6].

Inversiones en pesos de corto plazo

Inversiones en pesos valuadas al 30 de noviembre 2021								
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	74				9,0%	44,30%
S30N1	T. Fija	30/11/2021	70	93,05		100,00	7,5%	38,95%
T2V1	Dólar linked	30/11/2021	70	9591		10343	7,8%	40,87%
X31D1	CER	31/12/2021	70	106,60	4,8%	114,75	7,6%	39,87%

Supuestos al 30-nov-21		
	REM	Supuestos
CER acumulado	6,2%	6,2%
Badlar	34,2%	34,2%
TC Oficial	101,9	103,4

[6] Un sintético en pesos, implica comprar un bono dollar linked (como el TV22, supongamos que 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 en con una TEA de 51% y paga si el tipo de cambio oficial es menor al futuro $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:

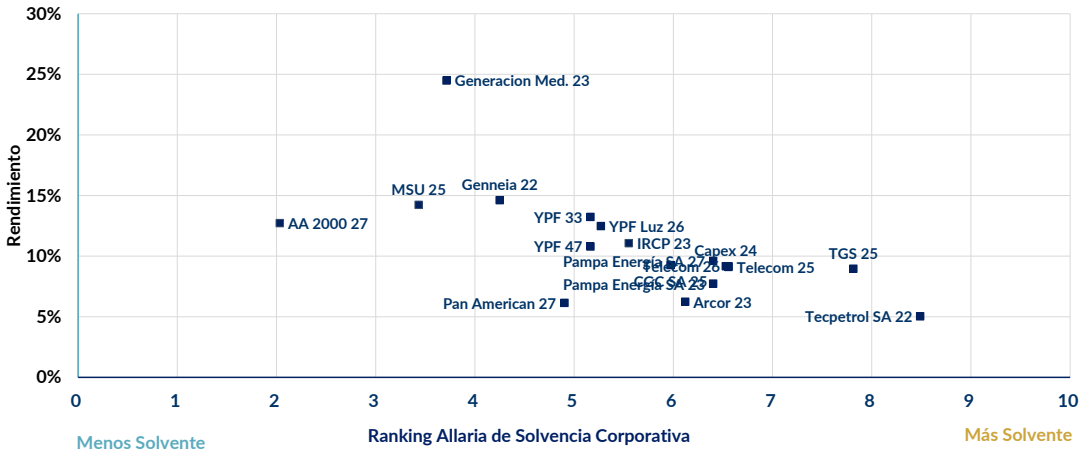
- ✓ $96,91, igual al tipo de cambio oficial supongamos de $96,91: con el dollar linked se pierde -0,43 centavos, y con el futuro vendido se gana $33,99. Total $33,56 o TEA 50,1%.
- ✓ $150, mayor al del futuro de abr-22 supongamos que vale $130,9: con el dollar linked se gana devaluación $53,09 menos 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 que vale $130,9: con el dollar 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%.

Fundamentos de Corporativos

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%	91%	57%	70%	58%	85%	53%	97%	73%	49%	46%	59%	87%
Deuda Fin. Neta / PN	47%	103%	85%	98%	904%	64%	150%	79%	347%	42%	17469%	68%	40%	46%	76%	462%
Ratios de Cobertura																
EBITDA / Intereses	4,5	20,4	3,8	5,6	2,3	4,2	5,1	0,6	3,4	2,6	4,0	5,5	7,8	13,5	9,1	2,4
Efect. / Deuda de Corto Plazo	68%	86%	23%	30%	10%	140%	26%	21%	19%	16%	8%	75%	41%	60%	78%	6%
Ingresos Operativos / Deuda Total	11%	68%	64%	27%	18%	53%	169%	37%	21%	41%	61%	48%	77%	91%	50%	20%
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2,4	1,0	2,8	3,4	5,6	1,8	2,0	15,5	3,6	3,5	4,3	0,8	1,6	1,1	2,3	4,7
RANKING	5,6	8,5	5,2	5,3	3,4	6,4	6,1	2,0	4,2	4,9	3,1	6,0	6,6	7,8	6,5	3,7

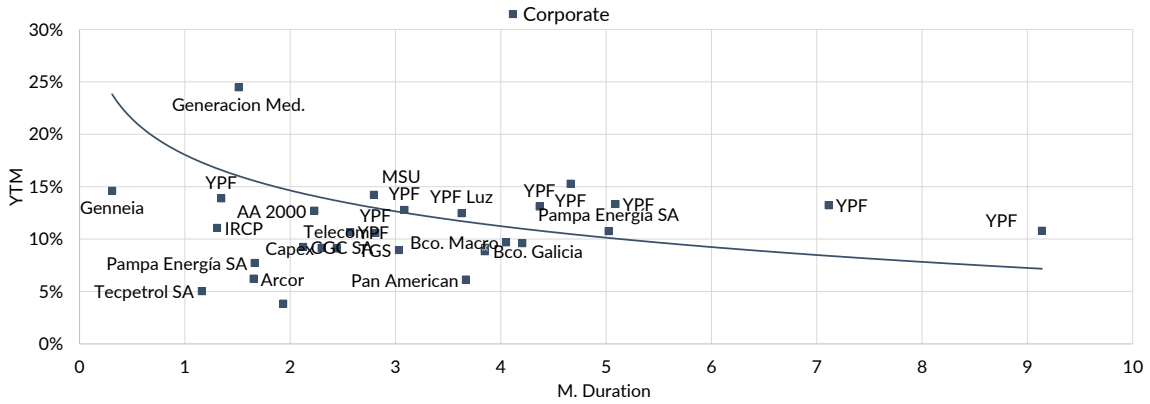
Comparación de Bonos Corporativos en Dólares



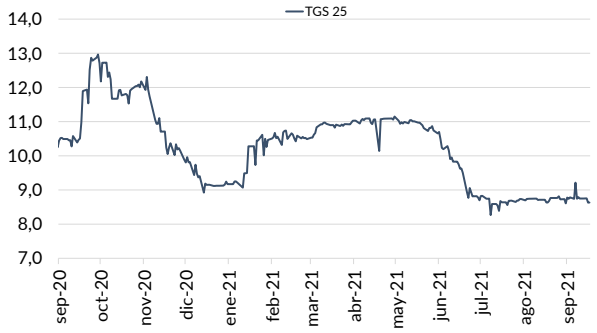
ARGENTINA CORPORATE DEBT

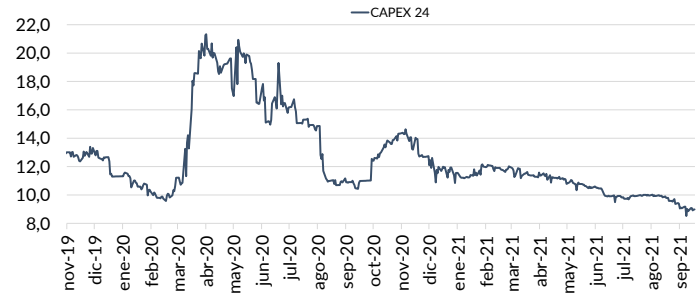
Sector	Issuer Name	Maturity	YTM (Bid)	Bid Price	Ask Price	Modified Duration	Coupon	Outs. Amount (U$S mln)	Minimum Denom.	YTW Date	YTW (ask)	Governing Law	ISIN
Financials	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	19-jul-26	8,8%	98,4	99,4	3,85	7,94%	250	200.000	19-jul-26	8,8%	New York	US059538AR97
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	9,7%	89,1	90,1	4,05	6,75%	400	150.000	4-nov-26	9,7%	New York	US05963GAH11
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	9,3%	100,0	101,0	2,12	9,50%	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84
Energy	Genneia SA	20-ene-22	14,6%	98,3	98,8	0,31	8,75%	92	1.000	20-ene-22	14,6%	New York	USP46756AH86
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br.	15-nov-23	3,8%	101,8	102,8	1,93	5,00%	120	150.000	15-ago-23	2,7%	New York	US69784DAA63
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br.	30-abr-27	6,1%	111,3	112,3	3,67	9,13%	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	5,0%	99,9	100,9	1,16	4,88%	500	1.000	12-dic-22	5,0%	New York	US87876TAE47
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	9,0%	93,8	96,4	3,03	6,75%	500	150.000	2-may-24	9,0%	New York	USP9308RAZ66
Energy	YPF SA	4-abr-24	13,9%	92,6	93,1	1,34	8,75%	866	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76
Energy	YPF SA	23-mar-25	10,6%	93,5	94,5	2,81	8,50%	341	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72
Energy	YPF SA	28-jul-25	12,8%	86,8	87,8	3,08	8,50%	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBE04
Energy	YPF SA	12-feb-26	10,7%	91,0	92,1	2,57	4,00%	775	1	12-feb-26	10,7%	New York	USP989MJBR17
Energy	YPF SA	21-jul-27	13,1%	75,1	75,6	4,37	6,95%	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34
Energy	YPF SA	27-jun-29	13,3%	78,6	79,6	5,09	8,50%	399	150.000	27-jun-29	13,3%	New York	USP989MJBP50
Energy	YPF SA	30-jun-29	15,3%	69,8	70,8	4,66	2,50%	748	1	30-mar-29	15,3%	New York	USP989MJBS99
Energy	YPF SA	30-sep-33	13,2%	59,5	60,5	7,11	1,50%	576	1	30-sep-33	13,2%	New York	USP989MJBT72
Energy	YPF SA	15-dic-47	10,8%	68,8	70,8	9,14	7,00%	537	10.000	15-dic-47	10,8%	New York	USP989MJBN03
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infra	20-jul-23	82,9%	42,0	44,0	1,13	9,50%	6	1.000	20-jul-23	82,9%	New York	US20445PAE51
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	24,5%	80,5	81,5	1,51	9,63%	336	150.000	27-jul-23	24,5%	New York	US36875LAA70
Utilities	Capex SA	15-may-24	9,2%	95,1	96,1	2,30	6,88%	300	1.000	15-may-24	9,2%	New York	USP20058AC08
Utilities	MSU Energy SA	1-feb-25	14,2%	81,9	82,9	2,79	6,88%	600	150.000	1-feb-25	14,2%	New York	US76706AAA25
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	7,7%	99,6	100,6	1,66	7,38%	397	1.000	21-jul-23	7,7%	New York	US71647XAA54
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	9,6%	92,1	93,1	4,20	7,50%	636	150.000	24-ene-27	9,6%	New York	US697660AA69
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	10,8%	94,3	95,3	5,02	9,13%	293	150.000	15-abr-29	10,8%	New York	USP7464EAB22
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	12,5%	92,4	93,4	3,63	10,00%	400	1.000	25-jul-26	12,5%	New York	USP9897PAB06
Consumer Non	Arcor SAIC	6-jul-23	6,2%	99,8	100,8	1,65	6,00%	500	1.000	6-jul-23	6,2%	New York	US03965PAC59
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	9,1%	98,0	99,0	2,44	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	3,85	8,00%	400	1.000	18-jul-26	9,2%	New York	USP9028NAV30
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	12,7%	88,1	89,1	2,23	9,38%	299	150.000	6-feb-27	12,7%	New York	USP0092MAF07
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	11,1%	97,3	99,3	1,30	8,75%	360	500	23-mar-23	11,1%	New York	USP5880UAB63

Source: Reuters / Prospect of Bonds



YTM





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)	242.925	979.237	264.627	59.395	95.926	106.167	123.944	55.256	82.179	54.582	84.111	89.954	35.778	21.815
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	145.870	886.393	241.774	38.482	72.782	70.511	100.952	44.919	65.373	38.930	62.704	70.134	32.343	11.297
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

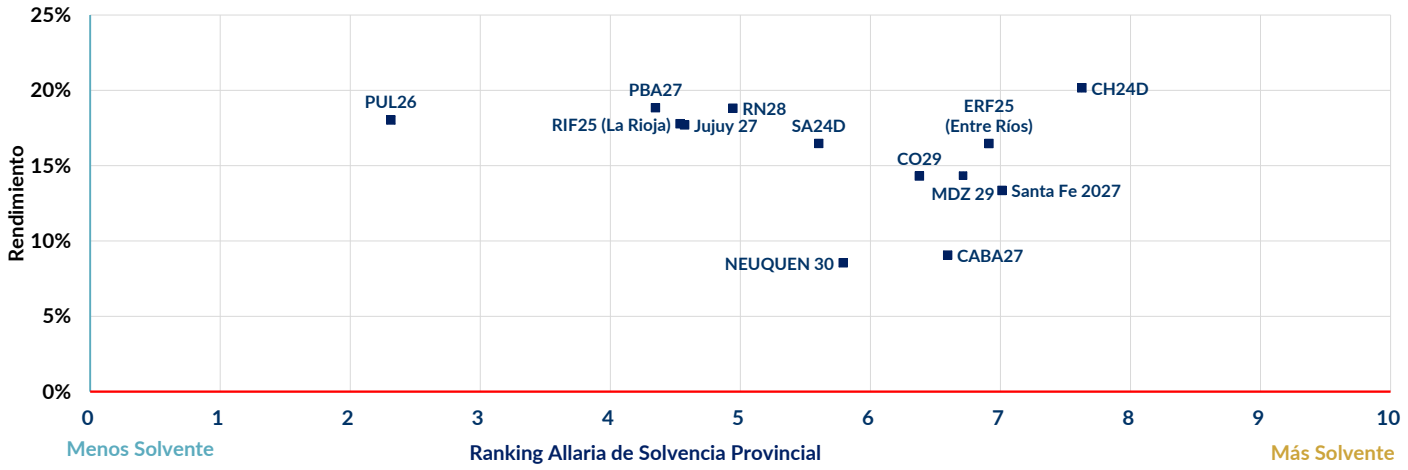
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior y Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

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 fuent. 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%	38%	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%	41%	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.

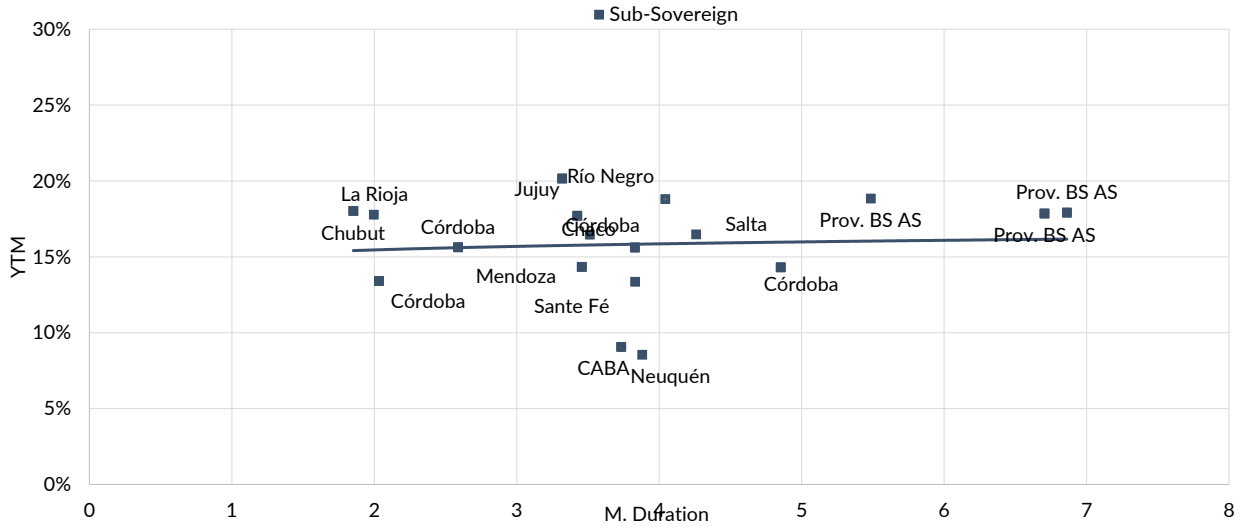
(1) Stock de deuda en moneda extranjera ajustado al tipo de cambio mayorista Ask al cierre de ayer.

Comparación de Bonos Provinciales en Dólares

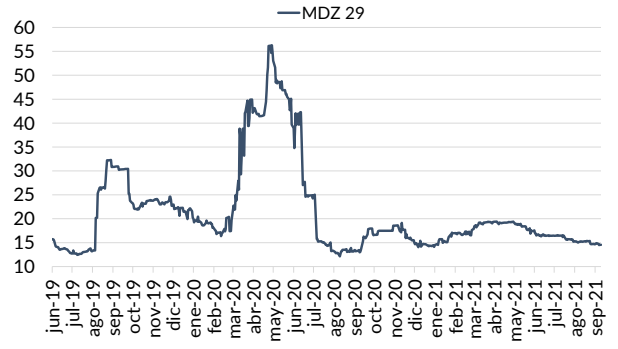


ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT										
Issuer Name	Maturity	Bid Price	Ask Price	YTM (Bid)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U$S mln)	Minimum Denom.	Governing Law
CABA	1-jun-27	93,88	94,38	9,07%	3,73	7,50%	Caa3	890	200.000	New York
Neuquén	27-oct-30	63,13	64,13	14,51%	10,18	1,00%	NULL	366	1	New York
Neuquén	12-may-30	91,13	92,13	8,55%	3,88	3,00%	NULL	315	150.000	New York
Entre Ríos	8-ago-28	70,00	71,00	16,47%	3,51	5,00%	NULL	517	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	47,40	48,15	18,85%	5,48	3,90%	NULL	6.202	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	41,00	42,00	17,86%	6,70	3,50%	NULL	778	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	38,00	39,00	17,92%	6,86	3,00%	NULL	153	1	New York
Córdoba	10-dic-25	77,13	78,13	15,64%	2,59	5,00%	Ca	722	150.000	New York
Córdoba	1-jun-27	68,88	69,88	15,62%	3,83	5,00%	Ca	516	150.000	New York
Córdoba	27-oct-26	57,75	57,87	13,41%	2,03	7,13%	WR	197	1	Argentina
Córdoba	1-feb-29	66,25	68,25	14,31%	4,85	5,00%	Ca	456	150.000	New York
Mendoza	19-mar-29	70,88	71,88	14,34%	3,46	2,75%	Ca	590	1.000	New York
Chubut	26-jul-30	80,00	82,00	18,03%	1,85	7,24%	Ca	613	150.000	New York
Salta	1-dic-27	72,50	74,50	16,48%	4,26	5,00%	NULL	357	1	New York
Chaco	18-feb-28	61,09	61,40	20,17%	3,32	3,50%	Ca	250	150.000	New York
Sante Fé	1-nov-27	76,50	76,95	13,36%	3,83	6,90%	Ca	250	150.000	New York
La Rioja	24-feb-25	66,63	67,63	17,78%	2,00	9,75%	NULL	300	150.000	New York
Jujuy	20-mar-27	65,75	67,75	17,71%	3,42	5,25%	NULL	210	150.000	New York
Río Negro	10-mar-28	63,00	65,00	18,81%	4,04	4,88%	Ca	300	150.000	New York

Fuente: Reuters

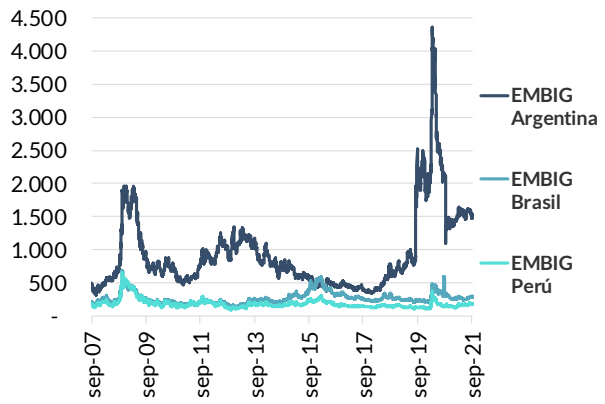


YTM

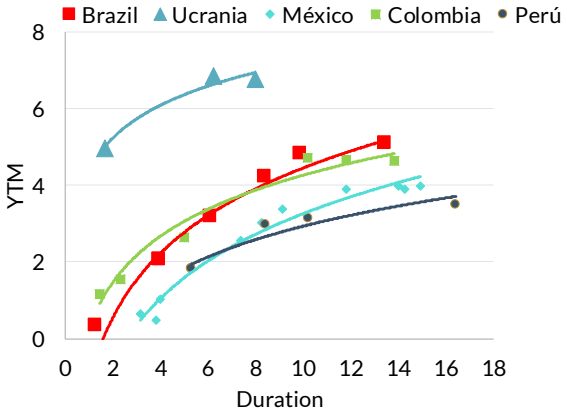


Allaria Ledesma & Cia | RESEARCH

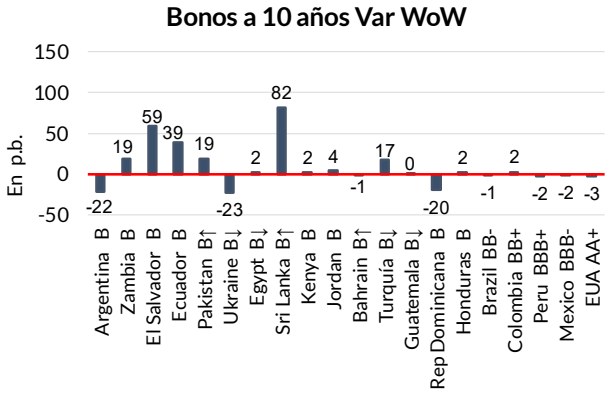
Emerging Markets Bond Index (EMBI)

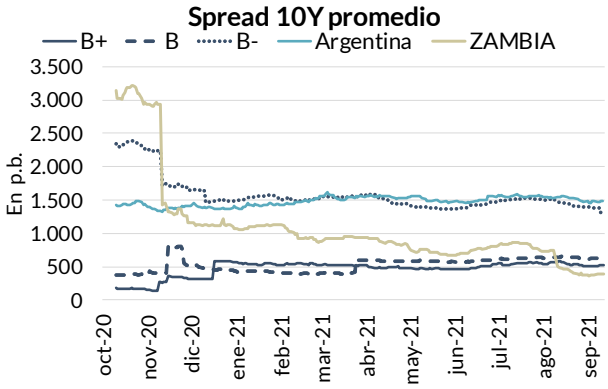


Curva en Dólares

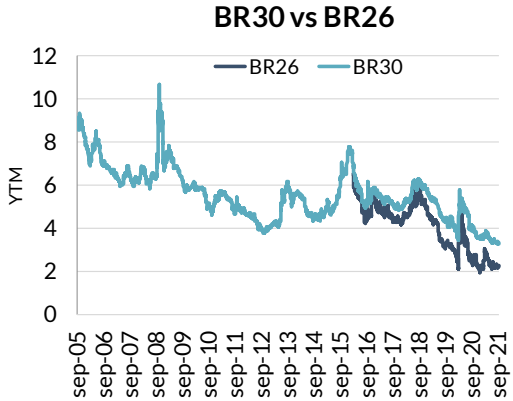


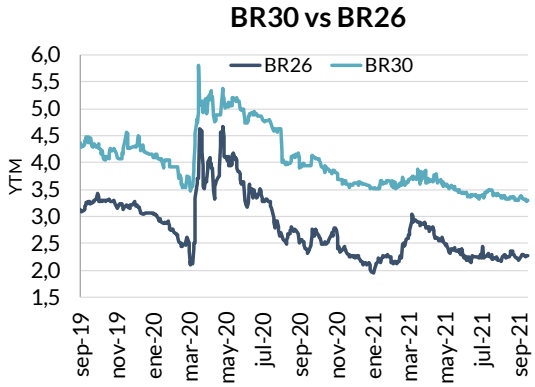
Rendimientos por Calificación Crediticia





Brasil

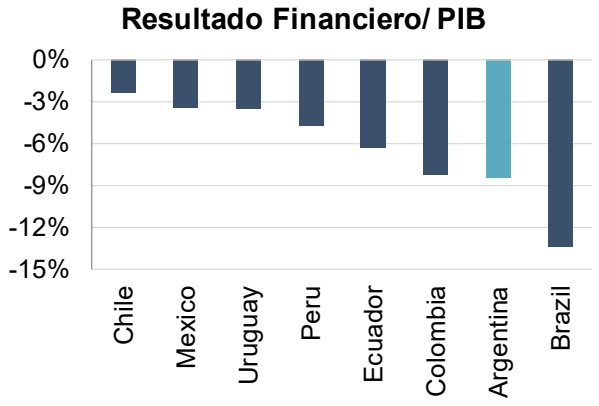


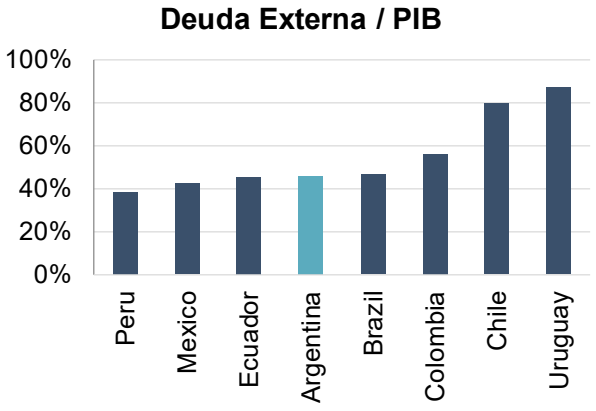


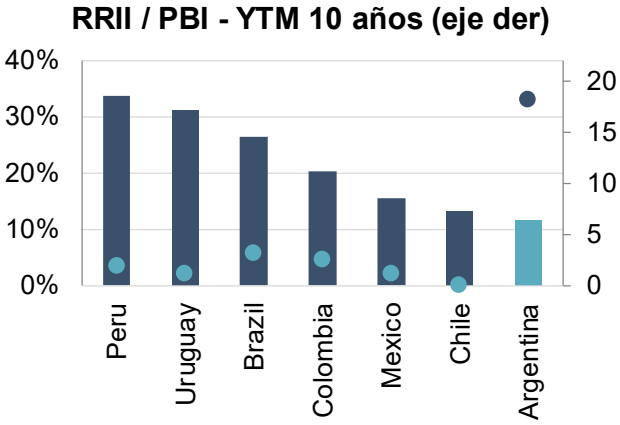
Fundamentos Macro

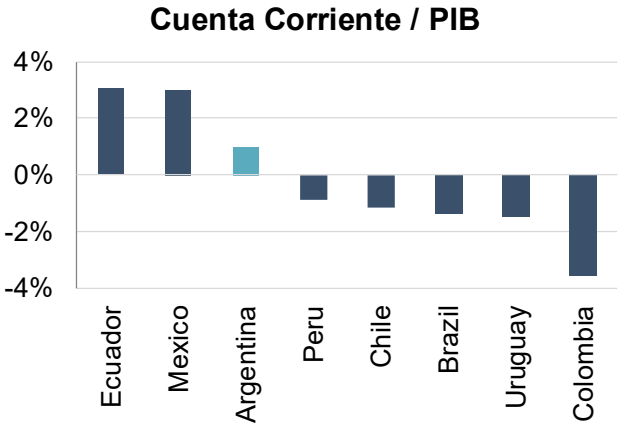
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	10,5	**18,1**	3,1	1,1	2,5	1,1	1,9	
EMBI	805	**1496**	290	135	279	344	172	142
Reservas Internacionales / PIB	6%	**12%**	26%	31%	20%	16%	34%	13%
Cuenta Corriente / PIB	3%	**1,0%**	-1%	-1%	-4%	3%	-1%	-1%
Deuda Externa / PIB	45%	**46%**	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	**98,3**	5,3	42,6	3822,5	19,9	4,1	783,3
Variación del tipo de cambio WoW	0%	**0,2%**	1,2%	-0,2%	-0,3%	0,2%	0,1%	-0,6%
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









Gerente de Research
Christian Reos

Equity
Guido Bizzozero
Natalia Silveira
Julia Ayzaguer
Rodrigo Reyes Molina
Ignacio Murua

Renta Fija
Soledad Tortarolo - Gerente
Federico Pomi
Rodrigo Pereyra

research@allaria.com.ar
@allarialedesma

Allaria Ledesma & Cia

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.