

RESUMEN:

Bonos en dólares: En la última semana, los bonos cayeron con fuerza. Las Obligaciones Negociables que seguimos se mantuvieron.

Escenarios de Bonos en dólares: Nuestros bonos preferidos para esperar un acuerdo con el FMI son por orden el AE38, GD38 y GD35. Si bien cuando aumenta la brecha rara vez suben de precio los bonos, si se alcanzara un acuerdo con el FMI en feb-22, podrían mejora las cotizaciones.

		18-oct-21		07-oct-21	16-sep-21	10-mar-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM	Desde mínimos
Hard Dollar Ley Local						
AL29	09/07/2029	22,8%	37,3	-2,2%	-8,0%	10,4%
AL30	09/07/2030	21,9%	35,8	-1,5%	-6,1%	10,2%
AL35	09/07/2035	17,7%	33,4	-4,2%	-7,3%	16,3%
AE38	09/01/2038	19,1%	37,1	-2,4%	-6,4%	20,5%
AL41	09/07/2041	16,5%	36,4	-3,4%	-7,7%	22,5%
Hard Dollar Ley NY						
GD29	09/07/2029	20,2%	41,4	0,4%	-5,2%	14,6%
GD30	09/07/2030	19,7%	39,4	-2,8%	-5,4%	19,0%
GD35	09/07/2035	16,9%	35,3	-3,5%	-5,8%	19,4%
GD38	09/01/2038	16,8%	42,2	-1,7%	-2,9%	21,0%
GD41	09/07/2041	15,2%	39,5	-2,8%	-3,9%	21,0%
GD46	09/07/2046	16,9%	35,7	-2,0%	-4,2%	18,0%
Obligaciones Negociables						
Tecpetrol 2022	12/12/2022	5,10%	100,8		-0,1%	2,9%
Capex 2024	15/05/2024	9,73%	94,6	0,3%	-1,6%	7,4%
TGS 2025	02/05/2025	9,11%	94,0	-0,4%	-1,3%	7,7%
CGC 2025	08/03/2025	9,98%	100,0	0,0%	-1,0%	
Telecom 2025	06/08/2025	9,97%	97,5	0,0%	-1,5%	8,9%

Reservas en Dólares. En los últimos 5 días el Banco Central habría comprado U\$S 473 mln (según estimaciones privadas), desde ventas netas por U\$S 46 mln la semana previa. Este cambio sería gracias a la reducción en las autorizaciones de pago de importaciones previas al desembarco. Y en los últimos 5 días subieron las reservas brutas del Banco Central U\$S 96 mln (con datos oficiales), hasta U\$S 42.943 mln.

En U\$S mln	31-12-09	31-12-15	31-12-19	18-10-21
1) Activo	47.967	25.563	44.848	42.943
Reservas	47.967	25.563	44.848	42.943
Oro	1.932	2.107	2.684	3.488
Divisas	3.878	11.130	29.060	24.178
Colocaciones	42.216	12.287	13.136	15.230
Derivados	(68)	(8)	(32)	47
Convenios de crédito	9	47	0	0
2) Pasivo	9.875	24.290	35.801	38.158
Encajes en Moneda Extranjera	7.332	10.727	8.909	12.012
Swap Chino	-	10.573	20.417	20.170
BIS	908	191	3.681	3.150
DEG's del FMI	1.636	2.799	2.793	2.825
3) Reservas Netas 1-2	38.092	1.273	9.048	4.785
4) Reservas Líquidas 3-Oro	36.160	(834)	6.363	1.298

FMI:

Sobre el tipo de cambio oficial: Según iprofesional, Jorge Carrera el vicepresidente segundo del Banco Central dijo "se están conversando distintas alternativas" pero rápidamente afirmó que la persona que está detrás de esos temas es Martín Guzmán. Según una fuente, Carrera dió a entender que las discusiones acerca de qué esquema cambiario se llevará adelante, todavía están en curso con el Fondo.

Negociación: Según iprofesional el Ministro de Economía Guzmán, admitió que la situación está "empantanada" por el tema de los sobretasa. "Vamos a cerrar después de que se resuelva eso, no antes". Pero, tal como lo había señalado el presidente Alberto Fernández ante empresarios, tanto el ministro como el Jefe de Gabinete aseguraron que la vocación oficial es sellar un acuerdo con el FMI.

Déficit Fiscal: Según iprofesional el Ministro de Economía Guzmán dijo "No vamos a hacer un ajuste como algunos piden, pero tampoco vamos a relajarnos y que se escapen el resto de las variables. Vamos a seguir resolviendo los problemas tal como lo venimos haciendo"

Bonos en pesos: La semana pasada volvieron a subieron los bonos ajustables por CER, pero la suba mayor se observó en el bono dollar linked con vencimiento el 30-nov-22, T2V2 que ya rinde -6,3% más devaluación del tipo de cambio oficial.

Inflación: La inflación minorista de septiembre fue 3,5% MoM, desde 2,5% MoM en agosto. Si bien esperábamos una inflación mayor a la de agosto, nos sorprendió el aumento de precios en los bienes estacionales, mayormente explicado por el cambio de indumentaria para la temporada de verano (+6,0% MoM). Este aumento podría estar vinculado a las restricciones a las importaciones del sector, y al movimiento del CCL de +9% MoM en septiembre.

Emisión Monetaria: Se confirmó la cancelación de adelantos transitorios por \$75.000 mln hecha el día 7 de octubre y una nueva transferencia al Tesoro por \$17.712 mln el 13-oct.

		18-oct-21		07-oct-21	16-sep-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM
Tasa Variable Badlar o Pase					
SO291	29/10/2021	75,0%	119,1		
SN301	30/11/2021	43,0%	108,9		
BDC22	23/01/2022	44,3%	109,6		
PBY22	31/05/2022	56,0%	100,4		
BDC24	29/03/2024	53,2%	91,0		
PBA25	12/04/2025	57,0%	84,4		
BDC28	22/02/2028	53,7%	90,5		
PR15	04/10/2022	47,7%	58,4	0,8%	-21,3%
AA22	03/04/2022	47,1%	99,9	0,9%	1,5%
CER					
X31D1	31/12/2021	-1,2%	111,8		
X28F2	28/02/2022	3,3%	126,5		
X31M2	31/03/2022	2,7%	124,4		
X18A2	18/04/2022	2,9%	121,4		
X23Y2	23/05/2022	2,7%	115,8		
X30J2	30/06/2022	2,6%	109,6		
X29L2	29/07/2022	2,1%	105,2		
PR13	15/03/2024	3,0%	713,6	-1,5%	1,6%
TX22	18/03/2022	4,0%	174,3	0,9%	4,0%
TX23	25/03/2023	3,3%	170,8	0,9%	5,0%
TC23	06/03/2023	3,4%	408,6	0,4%	5,3%
TX24	25/03/2024	4,8%	162,3	0,4%	7,7%
TX26	09/11/2026	6,6%	133,5	1,7%	10,0%
DICP	31/12/2033	8,9%	2678,0	0,1%	7,3%
PARP	31/12/2038	10,6%	1028,0	-1,2%	3,5%
CUAP	31/12/2045	10,2%	1503,0	4,3%	5,8%
Tasa Fija					
S29O1	29/10/2021	44,3%	98,9		
S30N1	30/11/2021	41,2%	96,1		
S31D1	31/12/2021	48,5%	92,5		
S31E2	31/01/2022	48,2%	89,5		
S28F2	28/02/2022				
TO23	17/10/2023	55,6%	60,5	-12,3%	-9,4%
TO26	17/10/2026	56,6%	38,3	-18,2%	-16,9%
Dollar Linked					
T2V1	30/11/2021	10,3%	9814,6	0,3%	2,7%
TV22	29/04/2022	-8,1%	10379,6	0,7%	3,1%
T2V2	30/11/2022	-6,3%	10691,4	2,9%	

- Tipos de Cambio:

- ✓ **Tipo de cambio oficial:** En la última semana subió 0,41% WoW (desde -0,04% la semana previa) a \$99,28, la velocidad más rápida de depreciación desde junio.
- ✓ **Tipo de Cambio oficial post elecciones:** Actualizamos nuestro escenario base, respecto de qué podría suceder con el tipo de cambio oficial luego de las elecciones. Y concluimos que, con el actual equipo económico, el movimiento del tipo de cambio oficial no puede subir 5,7% mensual entre nov-21 y abr-22 como descuenta el bono dollar linked TV22. Ya que la demanda de pesos cae (al contrario de lo que ocurrió entre marzo y agosto de 2020), y el traslado a precios sería muy rápido sin tener las expectativas de inflación ancladas.
- ✓ **Futuros de Dólar:** En la última semana, la curva de futuros operó mixta, bajó en los vencimientos hasta feb-22, y subió en el resto. La TNA a partir de ene-22 es mayor en la curva de futuros que en la curva de letras a tasa fija, lo que sugiere que el Banco Central estaría interviniendo mayormente hasta el vencimiento de futuros de dic-21.

- **Financiamiento del Tesoro:** En la licitación de la semana pasada, el Tesoro obtuvo \$46.403 mln que se suman a la licitación de la primera semana del mes y acumula un 44% de refinanciación hasta el momento. Ordenadas por monto ofrecido, los instrumentos licitados fueron:

- ✓ Letra ajustable por CER, LECER X30J2 (venc 30-jun-22) por VNO \$34,971 mln, cortó con una TNA de 2,84% más CER, se aceptaron el 82% de las ofertas.

- ✓ Letra a descuento, LEDES S31E2 (venc 31-ene-22) por VNO \$7.992 mln, cortó con una TNA de 40,49%, se aceptaron el 86% de las ofertas.
- ✓ Letra a descuento, LEDES S28F2 (venc 28-feb-22) por VNO \$4.058 mln, cortó con una TNA de 41,23%, se aceptaron el 99% de las ofertas.
- ✓ Nueva LELITE (Letra de Liquidez del Tesoro en pesos a descuento únicamente para FCI) con vencimiento el 8-nov-21, cortó con TNA de 33,75%, se aceptaron el 100% de las ofertas.
- ✓ Reapertura del Bono a tasa Badlar +5,25% TB23P, cortó con una TNA de 43,4%, se aceptaron el 100% de las ofertas.
- ✓ Próxima Licitación: Miércoles 27 de octubre.

- **Calendario de la semana (del 18 al 22 de octubre):**

- Miércoles 20, Índice de Precios Mayoristas de septiembre (INDEC). Resultado Fiscal de Septiembre (Hacienda).
- Jueves 21, Estimador de Actividad de agosto y Saldo Comercial de Septiembre (INDEC).

- **Internacional:**

EUA: En septiembre, la inflación general fue de +5,4% YoY desde +5,3% YoY el mes previo y esperado. Energía subió +24,8% YoY y vehículos usados +24,4% YoY. La inflación núcleo tuvo un aumento de +4% YoY, al igual que agosto. A su vez, la inflación mayorista de septiembre fue de +8,6% YoY desde 8,3% YoY en agosto.

Apertura: UST10Y 1,60%, las bolsas del mundo operan caen (S&P -0,36%) y commodities mixtos (sube petróleo, bajan oro y soja).

CONTEXTO INTERNACIONAL

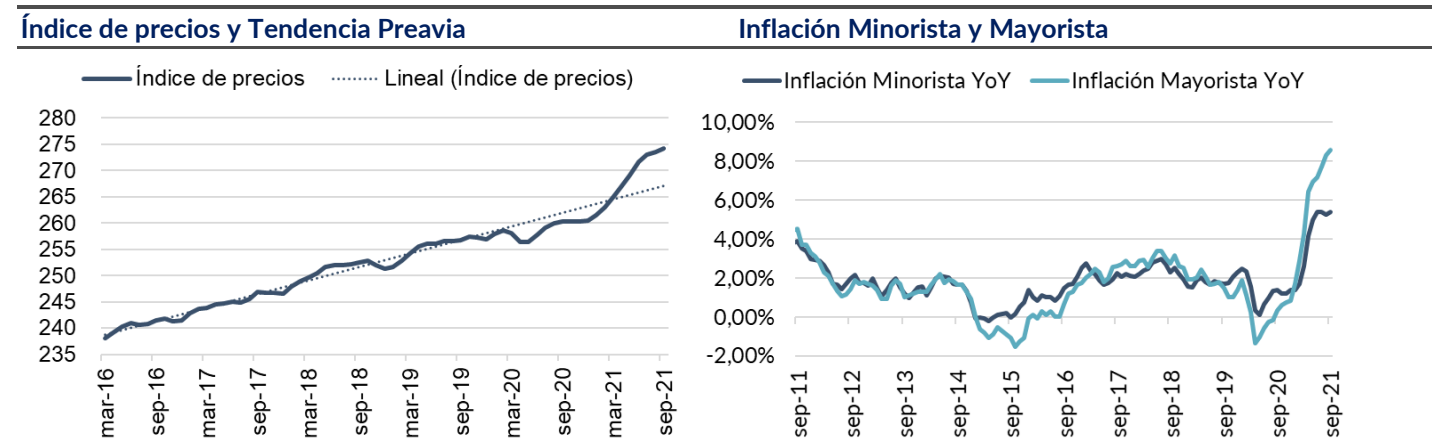
EUA:

Inflación: En septiembre, la inflación fue de +5,4% YoY desde +5,3% YoY el mes previo y esperado. Alimentos tiene una suba de +4,6% YoY, energía +24,8% YoY y vehículos usados +24,4% YoY. La inflación núcleo tuvo un aumento de +4% YoY, al igual que agosto.

La suba en los precios de los autos usados, que era uno de los principales componentes de la aceleración en la inflación en los meses previos viene cayendo por segundo mes consecutivo, mientras que en septiembre la suba en los costos de vivienda contribuyó al aumento mensual de la inflación. Por otro lado, los servicios mas afectados por la pandemia cayeron en septiembre por segundo mes consecutivo, mostrando los efectos que la variante DELTA está teniendo.

El índice de inflación se ubica +2,5% por encima de la tendencia previo a la pandemia.

A su vez, la inflación mayorista de septiembre fue de +0,5% MoM, por debajo de las expectativas de mercado de +0,6% MoM y desde +0,7% MoM en agosto. En términos anuales la suba es de +8,6% YoY desde 8,3% YoY en agosto.



Calendario Semanal				
Fecha	País	Indicador	Previo	Consenso
18-oct	EUA	Producción Industrial MoM SEP	0,40%	0,20%
21-oct	Japón	Inflación Minorista YoY SEP	-0,40%	-0,30%

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 por orden el AE38, GD38 y GD35. Si bien cuando aumenta la brecha rara vez suben de precio los bonos, si se alcanzara un acuerdo con el FMI en feb-22, podrían mejora las cotizaciones.

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	15/10/2021
GD29	39,8	21,2%	21,2%	60,1	51%	78,5	97%	25,0%	29,3	-21%	2,00	9,2%	38,9	3%	1,7
GD30	36,0	21,8%	21,8%	55,3	53%	75,2	109%	23,5%	28,7	-18%	1,00	9,5%	35,0	0%	13,5
GD35	33,9	17,4%	17,4%	47,8	41%	67,3	98%	22,0%	19,6	-34%	2,63	11,3%	51,3	59%	5,9
GD38	40,6	17,5%	17,5%	56,7	40%	75,5	86%	20,5%	24,4	-25%	5,88	10,0%	59,4	61%	1,7
GD41	38,1	15,8%	15,8%	51,4	35%	61,8	62%	19,0%	20,9	-29%	6,00	11,3%	45,3	35%	2,2
GD46	34,3	17,5%	17,5%	48,3	41%	62,3	82%	17,5%	25,2	-19%	2,63	10,0%	55,3	69%	0,0
AL29	35,8	23,8%	23,8%	56,6	58%	76,4	113%	26,0%	28,6	-14%	2,00	9,7%	36,8	8%	0,1
AL30	35,8	22,0%	22,0%	55,1	54%	73,0	104%	24,5%	28,0	-19%	1,00	10,0%	33,0	-5%	24,7
AL35	32,1	18,3%	18,3%	45,8	43%	63,4	98%	23,0%	18,7	-34%	2,63	11,8%	47,2	55%	2,9
AE38	35,6	19,8%	19,8%	51,7	45%	71,8	102%	21,5%	23,4	-18%	5,88	10,5%	56,6	75%	0,1
AL41	35,0	17,1%	17,1%	48,2	38%	58,4	67%	20,0%	19,9	-26%	6,00	11,8%	43,1	40%	0,0

**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).

POLÍTICA MONETARIA ARGENTINA

- Inflación

La inflación minorista de septiembre fue 3,5% MoM, desde 2,5% MoM en agosto. Si bien esperábamos una inflación mayor a la de agosto, nos sorprendió el aumento de precios en los bienes estacionales, mayormente explicado por el cambio de indumentaria para la temporada de verano (+6,0% MoM). Este aumento podría estar vinculado a las restricciones a las importaciones del sector, y al movimiento del CCL de +9% MoM en septiembre.

Nos preguntamos, ¿que esperamos para octubre? Si bien el Gobierno ordenó un congelamiento de precios, el mismo no incluye indumentaria (sólo incluye alimentación, higiene y limpieza), y en general cuando se anuncia que habrá un congelamiento, los precios suben "preventivamente" antes del mismo. Adicionalmente, los meses de octubre (al igual que septiembre y marzo) el rubro de indumentaria vuelve a tener un aumento estacional importante. Todo lo anterior nos lleva a pensar, que octubre volvería a tener una inflación por arriba del 3% mensual.

Inflación

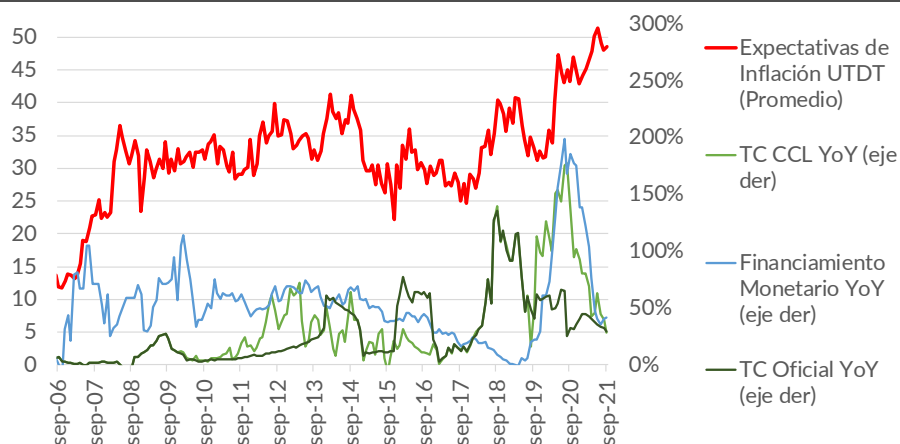
	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	ago-21	sep-21
Mayorista Mensual	3,7%	4,7%	4,2%	4,4%	5,6%	6,1%	3,9%	4,8%	3,2%	3,1%	2,2%	2,5%	
Nacionales	3,7%	4,6%	4,1%	4,4%	5,7%	6,0%	3,8%	5,0%	3,3%	3,2%	2,3%	2,6%	
Primarios	3,2%	5,0%	3,8%	7,2%	8,6%	8,0%	1,4%	4,9%	0,5%	0,7%	2,0%	0,9%	
Manufacturados	3,9%	4,5%	4,2%	3,7%	4,8%	5,3%	4,5%	4,9%	4,2%	4,0%	2,4%	3,2%	
Energía	-0,4%	-0,1%	0,2%	0,2%	2,5%	8,8%	11,6%	8,9%	5,2%	0,8%	1,0%	2,6%	
Internacionales	3,5%	5,6%	5,2%	3,9%	4,4%	7,4%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	1,6%	1,3%	
TC Oficial MoM	2,9%	2,9%	3,5%	3,8%	3,7%	2,9%	2,4%	1,7%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,0%
TC CCL MoM	18,9%	2,0%	-0,8%	-5,5%	7,1%	-3,5%	-0,2%	6,9%	5,1%	2,5%	3,4%	0,3%	9,2%
Minorista Mensual	2,8%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	4,8%	4,1%	3,3%	3,2%	3,0%	2,5%	3,5%
Alimentos y bebidas NA	3,0%	4,8%	2,7%	4,4%	4,8%	3,8%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%	3,4%	1,5%	2,9%
Estacional	7,9%	9,6%	2,0%	1,3%	3,0%	3,1%	7,2%	2,2%	1,5%	0,5%	4,9%	0,6%	6,4%
Núcleo	2,3%	3,5%	3,9%	4,9%	3,9%	4,1%	4,5%	4,6%	3,5%	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%
Regulados	1,9%	1,5%	1,2%	2,6%	5,1%	2,2%	4,5%	3,5%	3,8%	3,2%	1,4%	1,1%	3,0%
Inflación de Bahía Blanca	2,7%	3,6%	2,9%	2,9%	4,2%	2,9%	3,6%	5,2%	3,2%	4,0%	2,8%	2,9%	2,7%
Inflación Minorista Anualizada	39%	56%	46%	60%	60%	53%	76%	62%	48%	46%	42,6%	34,5%	51,1%
Inflación Minorista YoY	36%	37%	36%	36,0%	38%	40%	42%	46%	49%	50%	51,8%	51,5%	52,5%

Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses UTDT:

Entre 2006 y 2019, hubo 13 años en los cuales la máxima inflación esperada era del 40% (funcionaba como techo). El financiamiento monetario y la suba del CCL subieron las expectativas a 45% en 2020, y el financiamiento electoral, subió la expectativa a 505 en 2021.

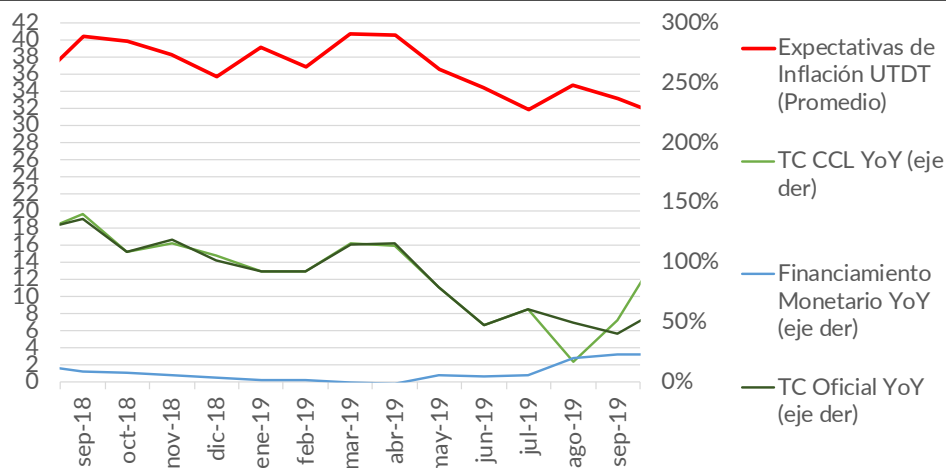
Creemos que hasta que las expectativas de inflación no bajen, será muy difícil ver un ajuste del tipo de cambio oficial en términos reales. Lo lógico sería primero trabajar para anclar las expectativas.

Expectativas



Un ejemplo de lo anterior fue la gestión de Sandleris, que estuvo a cargo del Banco Central entre sep-18 y dic-19 llevando adelante una política monetaria muy restrictiva (bandas cambiarias que imposibilitaban la venta de dólares antes de un ITCRM muy alto, 0% de crecimiento de la base monetaria y 63% de tasa de interés). Y tardó 10 meses en bajar las expectativas de inflación del 42% al 32%. Esto sugiere que anclar las expectativas requiere tiempo, y una política consistente.

Expectativas



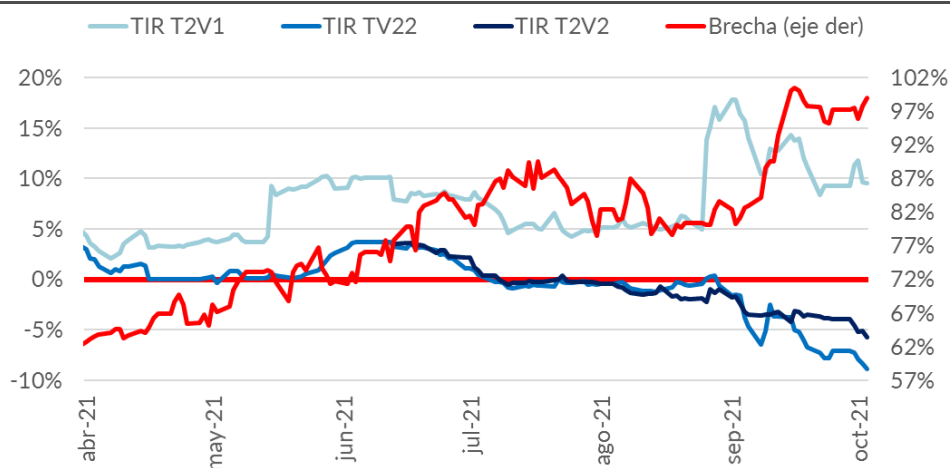
TIPOS DE CAMBIO

- **Índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM):** El índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) se apreció 0,5% la última semana (con datos al 15-oct) a 107,4, en parte explicado por la depreciación del real brasileiro.
- **Tipo de Cambio oficial:** en la última semana subió 0,41% WoW (desde -0,04% la semana previa) a \$99,28, la velocidad más rápida de depreciación desde junio.

Ahora bien, **¿qué puede pasar luego de las elecciones, con el tipo de cambio oficial?**

Primero es útil repasar, que en abr-21 el mercado esperaba una devaluación que no llegó, y los bonos Dollar Linked pasaron de rendir 0% más devaluación, a rendir 4% más devaluación. En el mismo sentido, el TV22 (venc 29-abr-22) hoy rinde -8,1% más devaluación y el T2V2 (venc 30-nov-22) rinde -6,3% más devaluación.

Bonos Dollar Linked y Brecha



Ahora bien, hay tres grandes escenarios post electorales:

1. Salto devaluatorio de 50% o más, que alcance un índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) de 136, como indicó el FMI en su informe (actualmente ese índice es 107).
2. Crawling Peg 2% mensual por arriba de la inflación durante 6 meses, que alcance un índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) de 117, el promedio histórico.

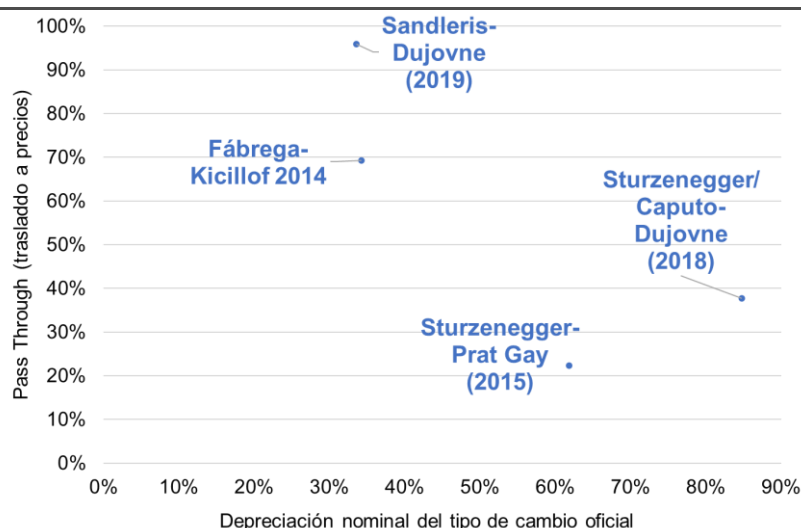
3. Crawling Peg 4% mensual por arriba de la inflación durante 1 mes, y luego un crawling Peg detrás de la inflación, como sucede hoy.

Escenario 1. Salto devaluatorio de 50% o más.

En los últimos 10 años hubo 4 grandes devaluaciones, la que menor traslado a precios (pass through) tuvo fue la de dic-15 (Sturzenegger/Prat Gay). Creemos que el bajo traslado a precios sucedió porque, había crédito internacional (Cambios tomó U\$S 44.000 mln de deuda pública en un año), y había muy buena expectativa sobre el futuro de la economía (el subíndice de expectativa macro dentro del índice de confianza del consumidor de UTDT era de 74 en nov-15).

Como pensamos que en dic-21 no estarán estas dos condiciones (no hay crédito internacional, y el subíndice de expectativa macro dentro del índice de confianza del consumidor de UTDT en sep-21 era de 46,9), de haber una devaluación del tipo de cambio oficial no sería suficiente para cerrar la brecha, porque el rápido traslado a precios volvería a hacer caer el ITCRM, y el salto devaluatorio generaría una recesión y un nuevo salto de la pobreza. Creemos que el equipo del Ministro Guzmán conoce esta relación, y no caerá en este error.

Devaluación y traslado a precios

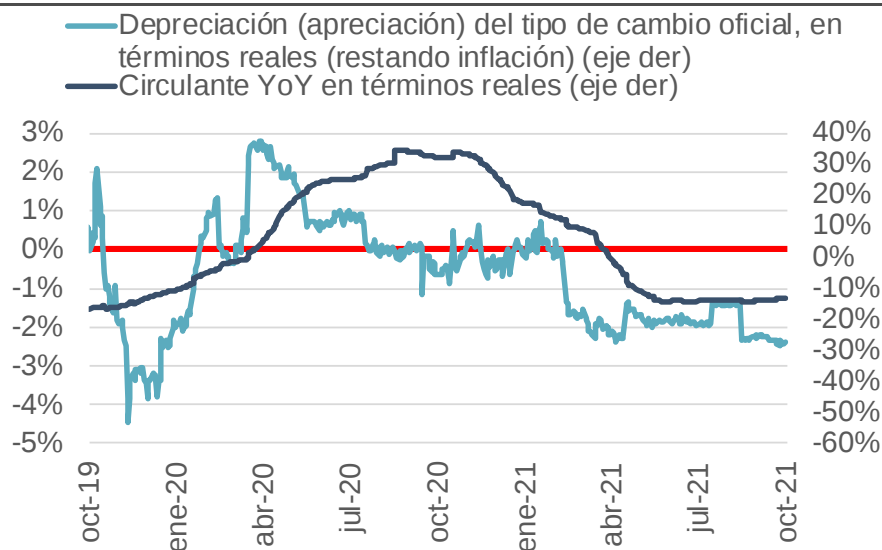


Escenario 2: Crawling Peg 2% mensual por arriba de la inflación durante 6 meses.

Entre mar-20 y ago-20 se utilizó esta estrategia, pero la demanda de pesos (aproximada por el circulante en poder del público) crecía con fuerza por la Pandemia, y aún en ese contexto el ITCRM sólo subió 2% porque gran parte de nuestros socios comerciales depreciaron en términos reales más rápido. Esto sucedió, porque en Argentina se aceleró la inflación (desde 2,7% mensual el trimestre previo, hasta 3,3% mensual el trimestre posterior), porque luego de tantos años de inflación alta, los agentes económicos tienen muy automatizada la actualización de precios.

El ejemplo anterior, sumado a que actualmente la demanda de pesos cae, nos lleva a pensar que será difícil sostener una estrategia de depreciación del tipo de cambio oficial por arriba de la inflación, por más de dos meses.

Devaluación en términos reales, mensuales



Escenario 3. Crawling Peg 4% mensual por arriba de la inflación en dic-21, y luego un crawling Peg detrás de la inflación, como sucede hoy.

A favor de este escenario:

- ✓ El equipo económico de Guzmán, conoce el alto pass through que existe en la economía, y la inutilidad de devaluar cuando las expectativas de inflación no están ancladas. Desde ya si cambiara el equipo económico, habría que reevaluar los escenarios.
- ✓ Si el Gobierno no encuentra algún artilugio contable para compensar las pérdidas por el pago de intereses de Leliqs, necesitaría subir el tipo de cambio oficial al 31-dic-21, para cerrar el balance del Banco Central sin pérdida.
- ✓ Si el acuerdo con el FMI se cierra entre ene y feb de 2022, habría un plan de reducción del déficit y del financiamiento monetario de mediano plazo (aprobado por todo el arco político), que podría anclar en parte las expectativas sobre la inflación para los siguientes 12 meses.
- ✓ Es mejor devaluar cuando se tiene una mejor posición de reservas de las que habrá en dic-21. Entre dic-21 y jul-22 mejora la estacionalidad el comercio exterior, y el Banco Central se vuelve comprador neto de divisas, lo que mejoraría la posición de reservas de la autoridad monetaria. Adicionalmente, según Ámbito, el acuerdo con el FMI podría devolverle los DEGs al país.
- ✓ Post elecciones, el Banco Central podría dejar de vender futuros, y si llegan a mayo-22 sin posición vendida, evitan las pérdidas de acelerar la devaluación a partir de ese momento.

En contra de este escenario, vemos difícil que se siga atrasando el tipo de cambio real porque se llegaría a dic-21 prácticamente sin dólares líquidos en las reservas, lo que implica mayores restricciones a las importaciones y esto repercute en la actividad.

Conclusión: Creemos que el escenario más probable es el tercero, si se mantiene el equipo económico de Guzmán como esperamos. Si nuestro escenario se verifica, para posiciones en pesos, habría que bajar el porcentaje de la cartera de TV22 (que asume una depreciación mensual del 5,7% desde el 15-nov-21 hasta el 29-abr-22), y aumentar la exposición sobre activos vinculados al CER, y más adelante (después de una corrección), incorporar instrumentos dollar linked de más largo plazo.

INSTRUMENTOS EN PESOS

Pensando en posiciones en pesos al 30-abr-22, la opción más rentable sería la de letra ajustable por CER X23Y2, siempre que se confirme nuestro supuesto de inflación, y que el tipo de cambio oficial entre el 15-nov-21 y el 29-abr-22 sube a un ritmo máximo de 5,7% mensual.

Instrumentos en pesos al 30-abr-22

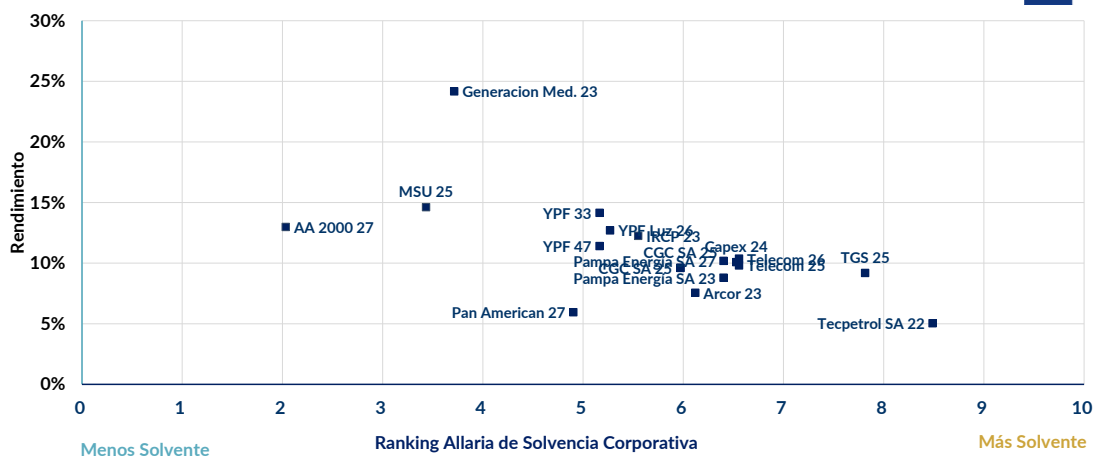
Inversiones en pesos valuadas al 30-abr-2022						 50 años		
Bono	Ajuste	Venc. Orig	Días Remanentes	Precio	Tasa Descuento // Tipo de Cambio	Pago	Retorno P	TNA
Sintético Compra DL venta Futuro abr-22	Tasa Fija	30/04/2022	194				25,5%	47,99%
TO23	Tasa Fija	17/10/2023	193	60,50	55,6%	76,34	26,2%	49,53%
TV22	Dólar linked	29/04/2022	192	10.380	Futuro Abr-22	12.903	24,3%	46,21%
TV22	Dólar linked	29/04/2022	192	10.380	Break Even	13.193	27,1%	51,52%
X23Y2	CER	23/05/2022	192	115,75	2,7%	147,12	27,1%	51,52%

Supuestos al 30-abr-2022		Var Mensual entre el 15-nov y el 29-abr
CER acumulado	25,9%	
Badlar	34,2%	
TC Oficial igual a la curva de Futuros de Dólar	128,9	5,2%
TC Oficial Break Even con la alternativa más rentable	131,8	5,7%

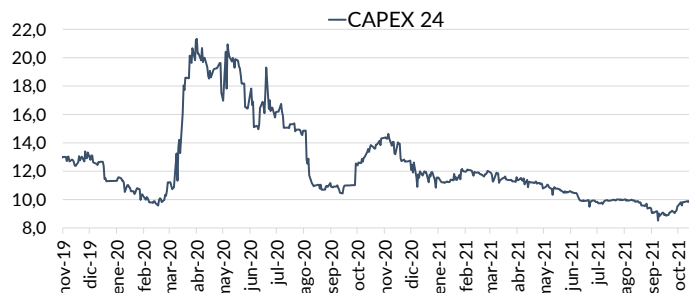
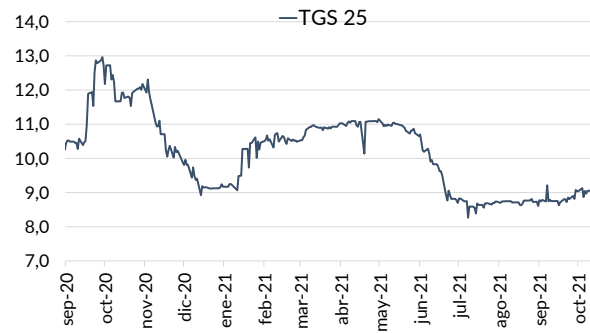
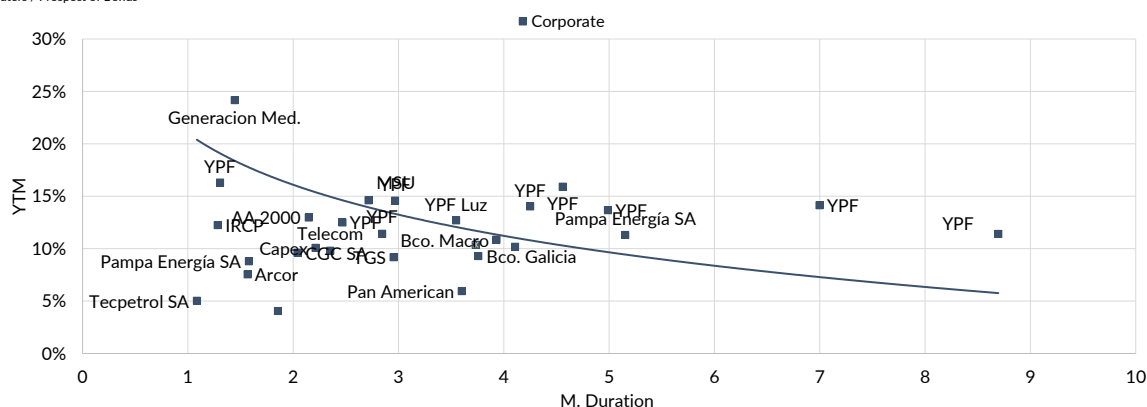


Ratios	IRCP	TECPETROL	YPF	YPF LUZ	MSU	PAMPA	ARCOR	AA2000	GENNEIA	PAN AMERICAN	CLISA	CGC	TELECOM	TGS	CAPEX	Generacion Med.
Ratios de Solvencia:																
Deuda total / Activos	56%	68%	66%	59%	91%	57%	70%	58%	85%	53%	97%	73%	49%	46%	59%	87%
Deuda Fin. Neta / PN	47%	103%	85%	98%	904%	64%	150%	79%	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	9,3%	96,8	97,8	3,76	7,94%	250	200.000	19-jul-26	9,3%	New York	US059538AR97
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	10,9%	85,3	86,3	3,93	6,75%	400	150.000	4-nov-26	10,9%	New York	US05963GAH11
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	9,6%	99,3	100,3	2,04	9,50%	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br.	15-nov-23	4,1%	101,3	102,3	1,85	5,00%	120	150.000	15-ago-23	2,8%	New York	US69784DAA63
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br.	30-abr-27	6,0%	111,9	112,9	3,60	9,13%	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	5,0%	99,9	100,9	1,09	4,88%	500	1.000	12-dic-22	5,0%	New York	US87876TAE47
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	9,2%	93,3	95,5	2,95	6,75%	500	150.000	2-may-24	9,2%	New York	USP9308RAZ66
Energy	YPF SA	4-abr-24	16,3%	90,0	90,5	1,30	8,75%	866	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MAJY76
Energy	YPF SA	23-mar-25	11,4%	91,4	92,4	2,84	8,50%	298	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72
Energy	YPF SA	28-jul-25	14,6%	82,3	83,3	2,97	8,50%	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBE04
Energy	YPF SA	12-feb-26	12,5%	87,6	89,6	2,47	4,00%	775	1	12-feb-26	12,5%	New York	USP989MJBR17
Energy	YPF SA	21-jul-27	14,0%	72,4	72,9	4,25	6,95%	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34
Energy	YPF SA	27-jun-29	13,7%	77,5	78,5	4,99	8,50%	399	150.000	27-jun-29	13,7%	New York	USP989MJB50
Energy	YPF SA	30-jun-29	15,9%	68,5	69,3	4,56	2,50%	748	1	30-mar-29	15,9%	New York	USP989MJB59
Energy	YPF SA	30-sep-33	14,1%	56,4	57,4	7,00	1,50%	576	1	30-jun-33	14,2%	New York	USP989MJBT72
Energy	YPF SA	15-dic-47	11,4%	65,2	67,3	8,69	7,00%	537	10.000	15-dic-47	11,4%	New York	USP989MJBN03
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infra	20-jul-23	80,6%	44,3	46,3	1,09	9,50%	6	1.000	20-jul-23	80,6%	New York	US20445PAE51
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	24,2%	81,5	82,5	1,44	9,63%	336	150.000	27-jul-23	24,2%	New York	US36875LAA70
Utilities	Capex SA	15-may-24	10,1%	93,4	94,4	2,21	6,88%	300	1.000	15-may-24	10,1%	New York	USP20058AC08
Utilities	MSU Energia SA	1-feb-25	14,6%	81,4	82,4	2,72	6,88%	600	150.000	1-feb-25	14,6%	New York	US76706AA25
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	8,8%	98,0	99,0	1,58	7,38%	397	1.000	21-jul-23	8,8%	New York	US71647XAA54
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	10,2%	90,1	91,1	4,11	7,50%	636	150.000	24-ene-27	10,2%	New York	US697660AA69
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	11,3%	91,8	92,8	5,15	9,13%	293	150.000	15-abr-29	11,3%	New York	USP7464EAB22
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	12,7%	91,8	92,8	3,55	10,00%	400	1.000	25-jul-26	12,7%	New York	USP9897PAB06
Consumer Non	Arcor SAIC	6-jul-23	7,6%	97,8	98,8	1,57	6,00%	500	1.000	6-jul-23	7,6%	New York	US03965PAC59
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	9,8%	96,4	97,4	2,35	8,50%	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	10,4%	92,1	93,1	3,73	8,00%	400	1.000	18-jul-26	10,4%	New York	USP9028NAV30
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	13,0%	88,3	89,3	2,15	9,38%	299	150.000	6-feb-27	13,0%	New York	USP0092MAF07
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	12,3%	96,0	98,0	1,28	8,75%	360	500	23-mar-23	12,3%	New York	USP5880UAB63



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	1.482.486	521.841	192.584	110.393	217.613	216.055	147.236	472.770	95.754	88.704	248.447	133.105	98.792
De los cuales Ingresos federales	98.904	484.620	272.651	143.010	42.188	133.102	53.483	110.766	271.682	62.159	76.999	134.242	120.828	74.455
Total gastos	572.099	1.501.472	465.065	174.010	128.933	205.133	216.161	142.442	449.216	99.620	82.513	231.479	132.477	97.402
De los cuales Gastos por intereses	44.469	64.667	12.603	6.183	5.614	7.472	7.913	4.855	6.988	3.663	2.985	8.417	1.671	1.117
De los cuales Gastos por salarios	256.750	475.626	171.013	77.666	70.950	94.714	107.057	85.266	180.687	59.212	45.764	97.176	55.407	41.133
Rdo Corriente antes de intereses	54.217	85.584	100.584	33.222	-5.456	26.675	19.466	14.956	56.242	4.183	16.189	31.551	17.765	16.468
Resultado primario	4.038	45.681	69.379	24.757	-12.925	19.952	7.807	9.649	30.542	-203	9.177	25.385	2.299	2.507
Resultado Financiero	-40.431	-18.987	56.776	18.574	-18.539	12.479	-106	4.794	23.555	-3.866	6.191	16.968	628	1.390
Año del dato fiscal	jun-21	mar-21	jun-21	jun-21	mar-21	jun-21	jun-21	jun-21	jun-21	mar-21	mar-21	jun-21	mar-21	dic-20
Deuda Total (\$mln)	244.053	986.089	266.496	59.692	96.489	106.712	124.724	55.603	81.527	54.883	84.596	90.496	36.028	21.903
En Moneda Nacional	97.055	92.845	22.853	20.913	23.144	35.656	22.992	10.336	15.888	15.652	21.408	19.820	3.435	10.519
En Moneda Extranjera	146.998	893.244	243.643	38.779	73.345	71.056	101.732	45.267	65.639	39.231	63.188	70.676	32.593	11.384
Fecha del último stock de deuda conocido	jun-21	jun-20	jun-21	jun-21	dic-20	jun-21	jun-21	mar-21	jun-21	mar-21	mar-21	jun-21	mar-21	dic-20

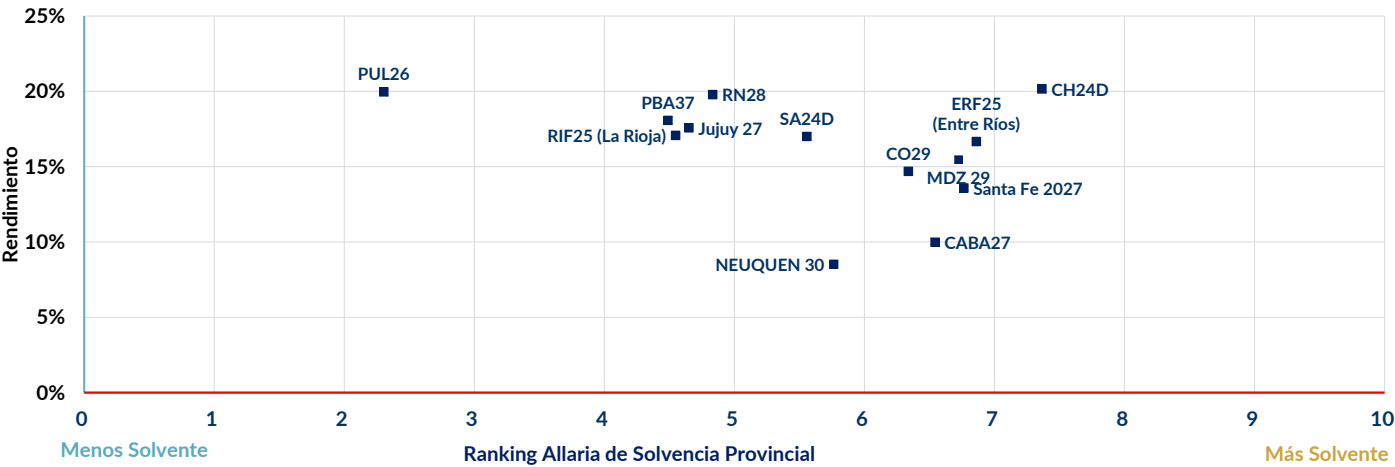
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior v Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

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%	3,1%	13,3%	12,9%	-11,7%	9,2%	3,6%	6,6%	6,5%	-0,2%	10,3%	10,2%	1,7%	2,5%
Ingres. de fuernt. Federales / Ingres. Totales	19%	33%	52%	74%	38%	61%	25%	75%	57%	65%	87%	54%	91%	75%
Salarios / Gastos Totales	45%	32%	37%	45%	55%	46%	50%	60%	40%	59%	55%	42%	42%	42%
Intereses / ingresos totales	8,4%	4,4%	2,4%	3,2%	5,1%	3,4%	3,7%	3,3%	1,5%	3,8%	3,4%	3,4%	1,3%	1,1%
Deuda Pública / Ingresos Totales	46%	67%	51%	31%	87%	49%	58%	38%	17%	57%	95%	36%	27%	22%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda ⁽¹⁾	60%	91%	91%	65%	76%	67%	82%	81%	81%	71%	75%	78%	90%	52%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	3%	5%	40%	2%	20%	21%	24%	9%	23%	29%	41%	10%	37%
Transparencia Presupuestaria (2020) CIPPEC	9,4	5,9	9,9	6,9	4,0	8,8	9,5	8,2	10,0	8,7	7,5	10,0	8,6	8,4
Ranking Allaria de Solvencia Provincial	6,5	4,5	6,3	7,4	2,3	6,7	5,8	5,6	6,8	4,8	4,7	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.

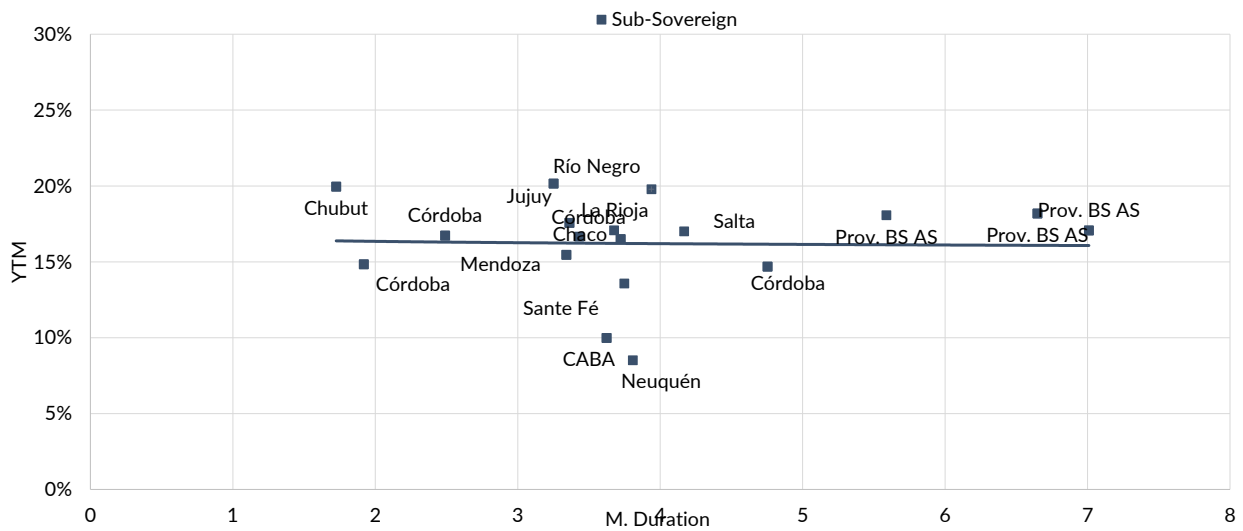
Comparación de Bonos Provinciales en Dólares



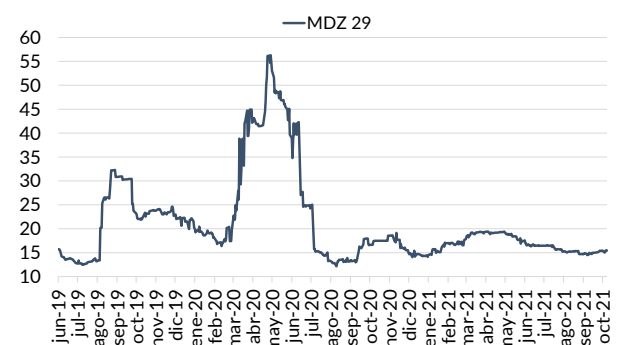
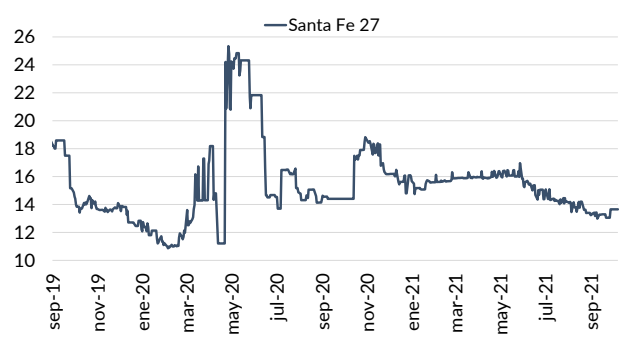
ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT

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	90,75	91,25	9,99%	3,62	7,50%	Caa3	890	200.000	New York
Neuquén	27-oct-30	62,63	63,63	14,90%	10,11	1,00%	NULL	366	1	New York
Neuquén	12-may-30	91,63	92,63	8,52%	3,81	3,00%	NULL	315	150.000	New York
Entre Ríos	8-ago-28	70,00	71,00	16,67%	3,43	5,00%	NULL	517	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	49,86	50,68	18,08%	5,59	3,90%	Ca	6.202	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	40,72	42,54	18,19%	6,65	3,50%	Ca	778	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	40,56	42,25	17,07%	7,01	3,00%	Ca	153	1	New York
Córdoba	10-dic-25	75,50	76,50	16,74%	2,49	5,00%	Ca	722	150.000	New York
Córdoba	1-jun-27	67,00	68,00	16,50%	3,72	5,00%	Ca	516	150.000	New York
Córdoba	27-oct-26	56,75	56,86	14,84%	1,92	7,13%	WR	197	1	Argentina
Córdoba	1-feb-29	65,25	67,25	14,69%	4,75	5,00%	Ca	456	150.000	New York
Mendoza	19-mar-29	69,13	70,13	15,46%	3,34	4,25%	Ca	590	1.000	New York
Chubut	26-jul-30	77,75	79,75	19,96%	1,73	7,24%	Ca	613	150.000	New York
Salta	1-dic-27	71,75	73,75	17,01%	4,17	5,00%	NULL	357	1	New York
Chaco	18-feb-28	61,92	62,23	20,16%	3,25	3,50%	Ca	250	150.000	New York
Sante Fé	1-nov-27	76,11	76,56	13,58%	3,75	6,90%	Ca	250	150.000	New York
La Rioja	24-feb-28	66,25	67,25	17,08%	3,68	3,50%	NULL	318	1	New York
Jujuy	20-mar-27	66,75	68,75	17,58%	3,36	5,75%	NULL	210	150.000	New York
Río Negro	10-mar-28	61,50	63,50	19,78%	3,94	4,88%	Ca	300	150.000	New York

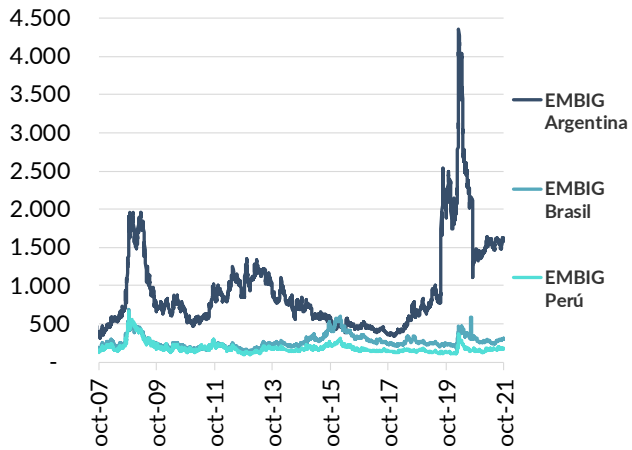
Fuente: Reuters



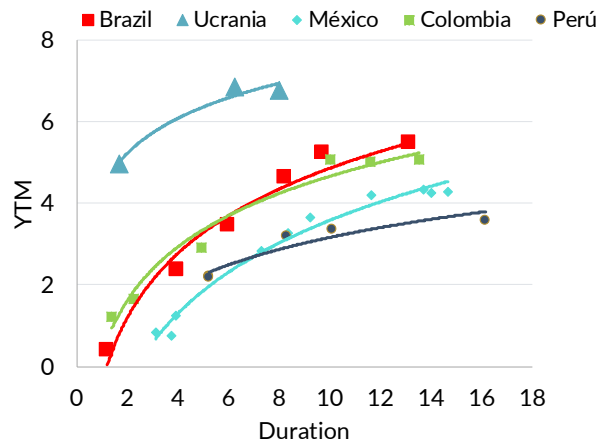
YTM



Emerging Markets Bond Index (EMBI)

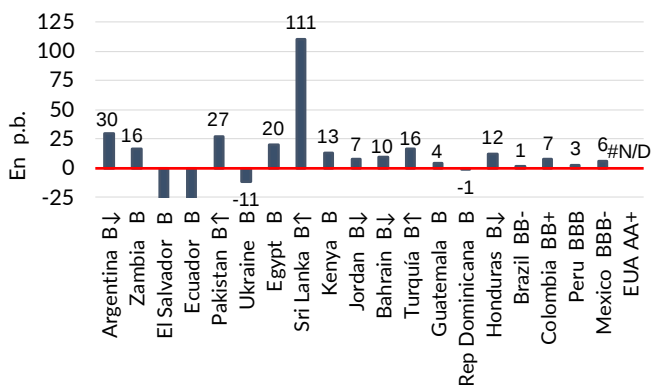


Curva en Dólares

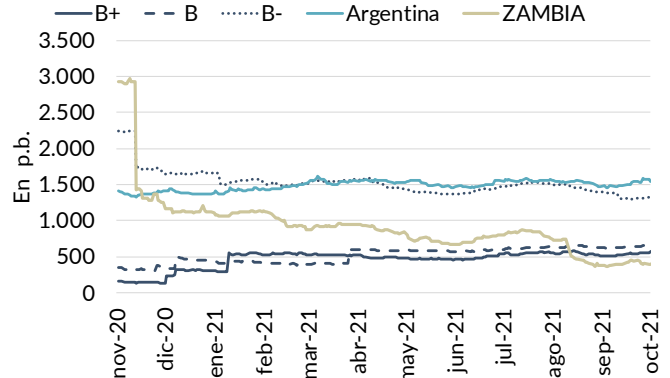


Rendimientos por Calificación Crediticia

Bonos a 10 años Var WoW

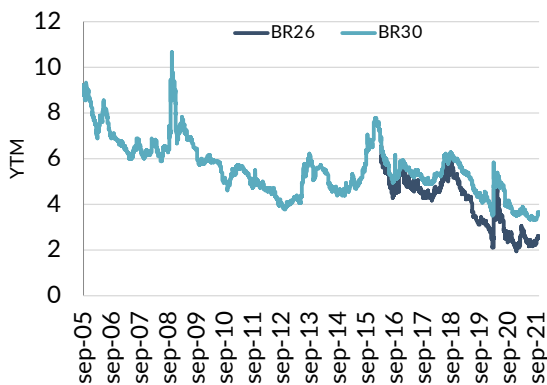


Spread 10Y promedio

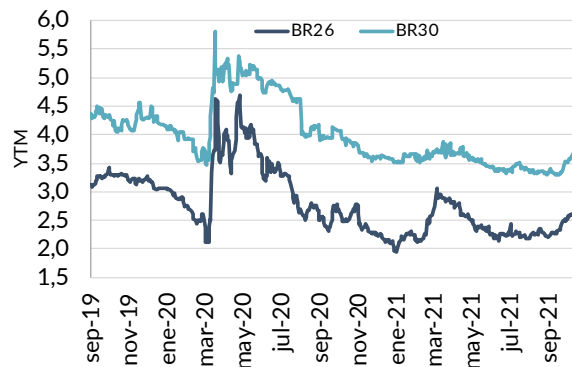


Brasil

BR30 vs BR26



BR30 vs BR26

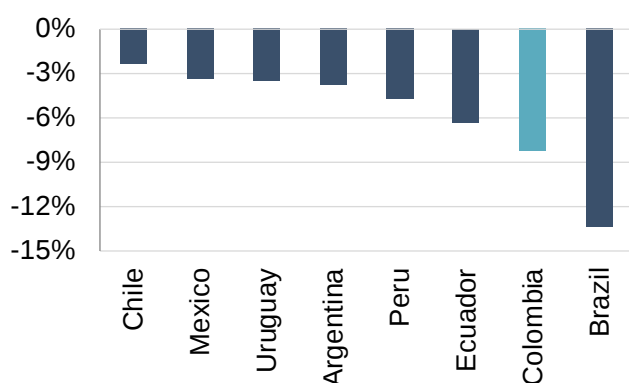


Fundamentos Macro

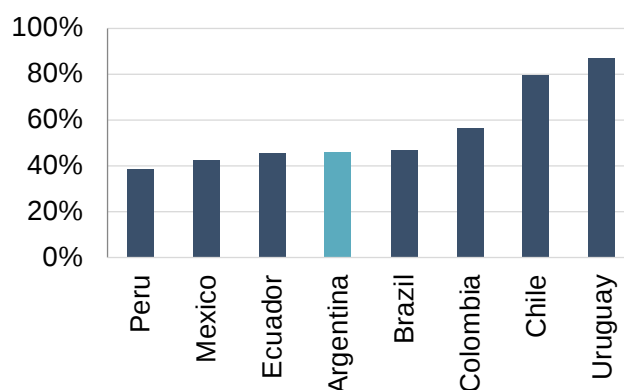
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	10,5	19,4	3,6	1,4	2,6	1,3	2,2	
EMBI	826	1625	306	135	288	360	173	142
Reservas Internacionales / PIB	6%	11%	26%	32%	20%	16%	34%	13%
Cuenta Corriente / PIB	3%	1,0%	-1%	-1%	-4%	3%	-1%	-1%
Deuda Externa / PIB	45%	46%	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	99,2	5,4	43,9	3760,5	20,5	3,9	826,2
Variación del tipo de cambio WoW	0%	0,3%	-1,2%	1,4%	-0,1%	-0,8%	-4,2%	0,3%
Déficit Financiero (últimos 12 meses) / PIB	-6,3%	-3,8%	-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%	45,6%	8,6%	6,9%	3,0%	6,0%	1,9%	3,6%

Fuente: Reuters

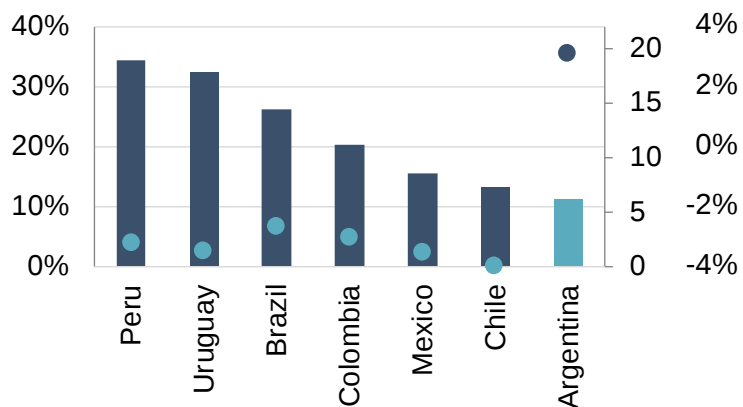
Resultado Financiero/ PIB



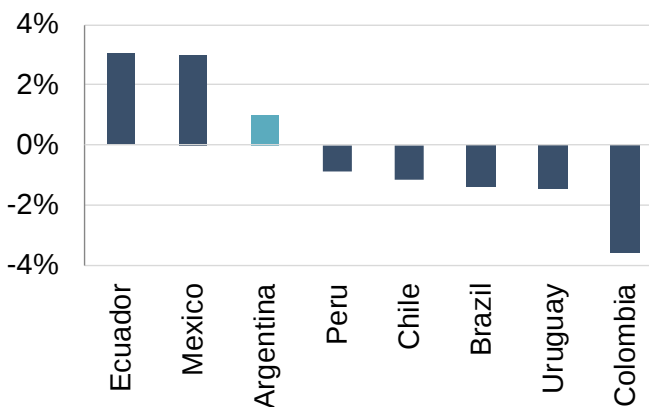
Deuda Externa / PIB



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.