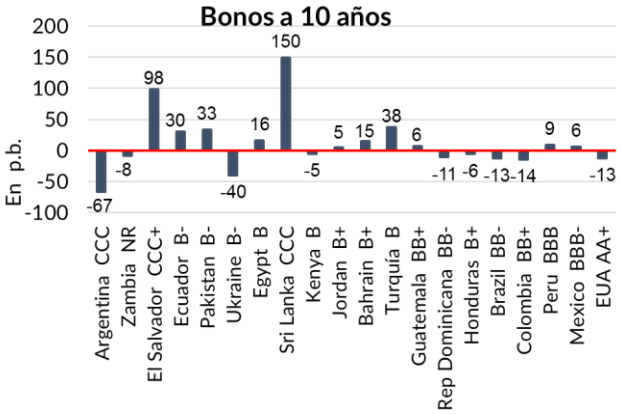
RESUMEN:

Bonos en dólares: En la última semana los bonos soberanos subieron, luego de varias semanas de caída, destacándose en Ley Arg (AL30 +8,6%) y en Ley NY (GD35 +8,8%). La suba empezó el día que se anunció, que una misión técnica viajaría a Washington para negociar con el FMI, lo que sugiere que cuando el Gobierno alcance un acuerdo con el FMI, los bonos podrían tener importantes subas.
Algunos precios, como el del AL30 están debajo del mínimo del año, pero pensando en un pronto acuerdo con el FMI, sugerimos estar posicionados en AL35/GD35, ya que los inversores estarían priorizando los bonos de menor paridad.

		03-dic-21		26-nov-21	03-nov-21	10-mar-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM	Desde mínimos
Hard Dollar Ley Local						
AL29	09/07/2029	27,5%	30,8	6,9%	-2,0%	-7,9%
AL30	09/07/2030	27,4%	30,0	8,6%	-15,6%	-9,7%
AL35	09/07/2035	20,2%	28,0	5,7%	-1,1%	-1,6%
AE38	09/01/2038	21,8%	31,7	2,2%	-4,3%	2,3%
AL41	09/07/2041	19,0%	30,8	7,1%	0,1%	3,3%
Hard Dollar Ley NY						
GD29	09/07/2029	24,9%	34,8	-0,5%	-3,0%	-0,5%
GD30	09/07/2030	23,6%	34,0	5,9%	0,0%	2,3%
GD35	09/07/2035	19,1%	31,5	8,8%	1,8%	7,9%
GD38	09/01/2038	19,5%	35,8	-1,4%	-3,9%	1,7%
GD41	09/07/2041	17,6%	33,8	0,1%	-1,5%	5,2%
GD46	09/07/2046	19,8%	30,0	2,8%	-3,5%	-1,1%
Obligaciones Negociables						
Tecpetrol 2022	12/12/2022	5,6%	100,3	-1,0%	-0,5%	2,4%
Capex 2024	15/05/2024	9,4%	95,6	0,0%	0,1%	8,5%
TGS 2025	02/05/2025	9,5%	93,1	-0,9%	-0,8%	6,7%
CGC 2025	08/03/2025	10,5%	99,0	0,3%	0,1%	36,6%
Telecom 2025	06/08/2025	10,1%	97,4	-0,1%	-0,1%	8,8%

Bonos en dólares emergentes: Mirando el gráfico de la derecha, podemos ratificar que la mejora en los bonos locales se debió a la noticia de la misión técnica que está reunida con el FMI, ya que la mayoría de los bonos con calificaciones BB o menos, subió su rendimiento la última semana.



Reservas en Dólares: En los últimos 5 días hábiles, las reservas brutas cayeron U$S 832 mln a U$S 41.312 mln (desde una caída de U$S 214 mln la semana previa).
La caída de esta semana, está explicada en parte por ventas del Banco Central por U$S 323 mln, y en parte por la salida de depósitos que se aceleró por la noticia falsa de que habría un corralito a partir del 01-dic-21.

En U$S mln	31-12-09	31-12-15	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	31-12-20	03-12-21
1) Activo	47.967	25.563	38.772	55.055	65.786	44.848	39.387	41.312
Reservas	47.967	25.563	38.772	55.055	65.786	44.848	39.387	41.312
Oro	1.932	2.107	2.102	2.299	2.256	2.684	3.758	3.522
Divisas	3.878	11.130	23.246	32.988	43.861	29.060	27.374	24.531
Colocaciones	42.216	12.287	-	20.046	20.110	13.136	8.277	13.261
Derivados	(68)	(8)	13.078	(278)	(441)	(32)	(22)	(1)
Convenios de crédito	9	47	320	0	0	0	0	0
2) Pasivo	9.875	21.932	28.057	25.015	35.882	33.447	37.216	36.665
Encajes en Moneda Extranjera	7.332	10.727	15.544	12.818	14.151	8.909	10.883	10.716
Swap Chino	-	10.573	11.889	11.550	18.596	20.417	22.716	20.352
BIS	908	191	196	194	2.691	3.681	3.158	3.150
DEG´s del FMI	1.636	441	428	453	443	440	459	2.446
3) Reservas Netas 1-2	38.092	3.631	10.714	30.040	29.904	11.401	2.171	4.647
4) Reservas Líquidas 3-Oro	36.160	1.524	8.613	27.741	27.648	8.716	(1.587)	1.126

Depósitos en Dólares (con datos al 30-nov): En el último mes cayeron 4,7% MoM o U$S 756 mln (desde -1,3% MoM que cayeron el mes previo). Si restamos los préstamos en dólares otorgados al sector privado, y sumamos los depósitos públicos que no se reducen, los depósitos privados en dólares tienen una cobertura del 90%.

FMI en línea con nuestro escenario base se aceleran los tiempos de la negociación

Vie 3-dic La directora del FMI dijo "Hemos trabajado hasta ahora de forma constructiva, pero queda mucho por hacer. Así que nos mantenemos comprometidos. Trabajamos juntos hacia un programa. Y estamos listos cuando estemos listos".

Vie 3-dic El Presidente dijo que "antes de cerrar un nuevo acuerdo, haga su evaluación de lo que fue el fallido programa Stand-By por el que se desembolsaron 44.000 millones de dólares que se mal utilizaron en pagar deuda insostenible y en financiar salida de capitales", "Para poder escribir una nueva página, es necesario cerrar el capítulo anterior. Hagámoslo rápido y así avancemos sobre un terreno más firme y despejado".

Vie 3-dic El vocero del FMI le respondió que "La Evaluación Ex-Post se concibió como un mecanismo para trazar lecciones después de que se completa un acuerdo de acceso excepcional. Para los países donde se contempla un nuevo programa posterior, es deseable completar la Evaluación Ex-Post antes de que el Directorio Ejecutivo lo considere. Como tal, esperamos que el Directorio Ejecutivo del Fondo discuta el informe en la semana del 20 de Diciembre".

Dom 5-dic Reunión: Un grupo de funcionarios del Ministerio de Economía y del Banco Central se reunieron con el equipo del FMI en Washington. Según La Nación, en el Ministerio de Economía dijeron que "van a trabajar en armonizar metas, que después elevarán para aquellos que tienen poder resolutivo" (recordamos que el Ministro Guzmán no viajó), y adelantaron que la visita tendrá "bajo perfil comunicacional".

Bonos en pesos: La semana pasada subieron todas las curvas, destacándose el tramo medio y largo de bonos ajustables por CER (TC23 +4,0%, DICP +3,2%), y los bonos Dollar Linked (T2V2, vencimiento en nov-22, +3,2%).

Financiamiento Monetario: En todo el mes de noviembre, el financiamiento monetario fue de $130.000 mln desde $352.712 mln en octubre, una disminución del 63% MoM.
Esperamos que el financiamiento monetario siga disminuyendo con fuerza en los próximos meses, sobre todo desde ene-22. Y esto debería quitarle presión al monto negociado en dólares financieros.

Inflación: Los datos adelantados de inflación (Bahía Blanca e inflación implícita del índice de tipo de cambio real bilateral del Banco Central), sugieren que la inflación en noviembre, habría sido similar a la de octubre (+3,5% MoM).

REM: Los analistas que responden la encuesta del Banco Central proyectan para Dic-22, una inflación de 52,1%, un tipo de cambio oficial de $161, la tasa Badlar en 36,5%, y el crecimiento del PIB en 2,5%.

		03-dic-21		26-nov-21	03-nov-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM
Tasa Variable Badlar o Pase					
BDC22	23/01/2022	45,9%	104,7		
PBY22	31/05/2022	50,7%	98,6		
BDC24	29/03/2024	54,1%	95,5		
PBA25	12/04/2025	60,9%	85,8		
BDC28	22/02/2028	55,4%	84,0		
PR15	04/10/2022	47,8%	61,4	2,6%	4,7%
AA22	03/04/2022	41,5%	105,9	2,7%	5,6%
CER					
X31D1	31/12/2021	-11,9%	118,5		
X28F2	28/02/2022	-2,0%	135,6		
X31M2	31/03/2022	-2,5%	133,8		
X18A2	18/04/2022	-2,5%	130,9		
X23Y2	23/05/2022	-2,9%	125,6		
X30J2	30/06/2022	-1,2%	118,4		
X29L2	29/07/2022	-1,4%	114,0		
PR13	15/03/2024	0,2%	750,0	1,8%	4,0%
TX22	18/03/2022	-3,4%	187,5	2,1%	5,0%
TX23	25/03/2023	0,5%	187,0	3,1%	5,9%
TC23	06/03/2023	1,2%	445,0	4,0%	5,5%
TX24	25/03/2024	2,4%	181,3	3,2%	5,7%
TX26	09/11/2026	5,3%	146,7	2,3%	7,2%
DICP	31/12/2033	7,5%	3061,0	3,2%	10,8%
PARP	31/12/2038	9,5%	1210,0	3,0%	11,1%
CUAP	31/12/2045				
Tasa Fija					
S31D1	31/12/2021	42,0%	97,7		
S31E2	31/01/2022	41,5%	94,9		
S28F2	28/02/2022	42,6%	92,3		
TO23	17/10/2023	55,0%	64,5	1,4%	8,5%
TO26	17/10/2026	31,8%	40,8	2,6%	5,8%
Dollar Linked					
TV22	29/04/2022	-12,7%	10675	1,8%	2,2%
T2V2	30/11/2022	-6,2%	10790	3,2%	0,9%
TV23	28/04/2023	-2,0%	10460	3,1%	0,4%

Tipos de Cambio:

- ✓ **Tipo de cambio oficial:** En la última semana el TC oficial se depreció 1,7% mensualizado, desde 1,2% mensualizado la semana previa, y +0,8% mensualizado la anterior.
  El presidente del Banco Central Pesce, dijo que la negociación que la Argentina mantiene en estos momentos con el FMI "no incluye una devaluación en la discusión". y que si la inflación acompaña "vamos a cambiar el paso devaluatorio que hemos tenido hasta ahora". Esto último está en línea con lo que esperamos en nuestro escenario base, que el tipo de cambio oficial se empiece a mover como la inflación, y reduce las probabilidades de un salto cambiario en el corto plazo.
- ✓ **Futuros de dólar:** en la última semana, cayeron con fuerza los futuros, 198 centavos en promedio.
  CCL
  - Monto Negociado en BYMA letras C y D: operó en promedio U$S 53 mln diarios en la semana que terminó el 2-dic. Los montos más altos operados, corresponden al día 29 y 30 de noviembre, luego de una falsa noticia de un corralito, pero en los primeros días de diciembre, volvió a caer el monto negociado.
  - El presidente del Banco Central Pesce, dijo que para que se levanten las restricciones cambiarias, es necesario aumentar las exportaciones, y el objetivo es que lleguen a U$S 90.000 mln mínimamente para comenzar a liberar los controles de cambios (este año terminarán en U$S 75.000 mln).
  - Recordamos, que si el gobierno modera el déficit y el financiamiento monetario como esperamos, el CCL estaría caro en términos reales y debería empezar a caer o dejar de subir como la inflación en los próximos meses.

Calendario de la semana (del 6 al 10 de diciembre):

- Miércoles 8, Brasil define si sube la tasa de referencia.
- Jueves 9, Actividad industrial y de la construcción del mes de octubre.

Internacional:

EUA: El presidente de la Reserva Federal, Powell, admitió que es apropiado considerar normalizar la política monetaria ultra acomodaticia en la próxima reunión, dado que la economía se encuentra sólida y las presiones inflacionarias son más altas.

Apertura: UST10Y 1,39%, las bolsas del mundo operan mixtas (S&P +0,66%) y commodities operan mixtos (suben petróleo, bajan oro y soja).

CONTEXTO INTERNACIONAL

- **COVID-19:**
  - La variante Omicron, identificada por primera vez en Sudáfrica, se ha detectado en ubicaciones desde el Reino Unido hasta España y Canadá. Sudáfrica dijo hoy que estaba experimentando un aumento en las reinfecciones de COVID-19 en pacientes que contraían Omicron de una manera que no había experimentado con variantes anteriores. Por otro lado, la OMS dijo que los datos sugieres que la mayoría de los casos de la nueva variante son leves, sin casos graves registrados.
  - Alemania tuvo el mayor número de muertes por coronavirus desde mediados de febrero, ya que los hospitales advirtieron que el país podría tener 6.000 personas en cuidados intensivos para Navidad, por encima del pico del invierno pasado. EUA y Alemania se unieron a países de todo el mundo que planean restricciones más estrictas por la nueva variante.

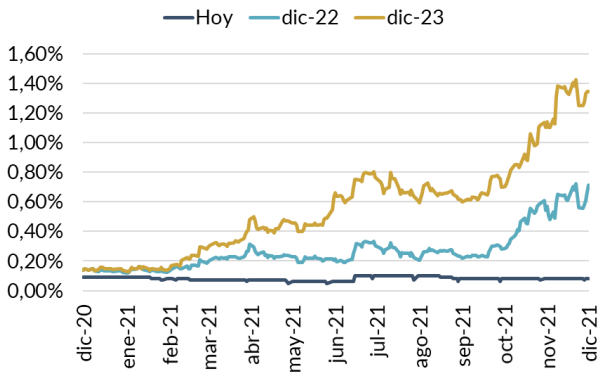
- **EUA:**

  El presidente de la Reserva Federal, Powell, admitió que es apropiado considerar normalizar la política monetaria ultra acomodaticia en la próxima reunión, dado que la economía se encuentra sólida y las presiones inflacionarias son más altas. También dijo que hay que dejar de usar la palabra "transitoria" para describir la inflación elevada y que la reciente aparición de la variante Omicron plantea riesgos a la baja para el empleo y la actividad económica, y una mayor incertidumbre para la inflación.
  Si bien en la reunión de principios de noviembre habían anunciado que la reducción del programa de recompras sería de U$S 15.000 por mes durante noviembre y diciembre, la FED podría ponerse más restrictiva ya en la reunión del 14-15 de diciembre.

  Empleo: En noviembre la creación de empleo no rural fue de apenas 210.000 puestos, desde 546.000 previo y 550.000 esperados (el monto más bajo desde diciembre 2020). Hubo una baja creación en placer y recreación, educación, comercio y transporte.
  La tasa de desempleo cayó a 4,2% desde 4,6% previo y 4,5% esperado, en gran medida por que el empleo total que incluye al sector rural creció en 1,13 millones de puestos (el empleo rural sumó 926 mil puestos).
  La tasa de participación subió a 61,8% desde 61,6% pero se mantiene por debajo del 63% (promedio de los tres años previos a la pandemia). La tasa de empleo también subió a 59,2% desde 58,8%.

  La curva de futuros de tasas de la FED muestra nuevamente que se esperan tres subas para el 2022 (en junio, septiembre y diciembre) desde dos esperadas la semana pasada.

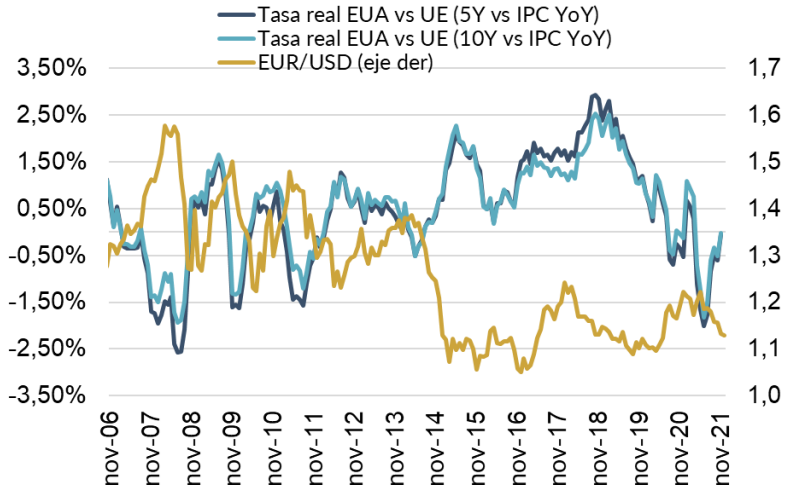
Tasa de la FED esperada por el Mercado



- **EUROPA:**
- Inflación: En noviembre la inflación minorista fue de +4,9% YoY, desde +4,1% YoY previo, y por encima del +4,5% YoY esperado, volviendo a marcar nuevos máximos. La energía se mantiene con variaciones elevadas en +27,4% YoY mientras que alimentos subió +2,2% YoY.
  En Alemania la inflación subió a +6% YoY (desde +4,6%), en España a 5,6% YoY (desde +5,4%), Francia +3,4% YoY (desde +3,2%) e Italia +4% YoY (desde +3,2%).
  La inflación Mayorista fue de +21,9% YoY, por encima de las expectativas en +19% YoY y desde +16,1% YoY previo.

  Mirando la tasa real (usando la tasa de bonos a 5 años), en Europa se ubica en -5,5% al cierre de noviembre, mientras que en EUA, si la inflación de noviembre es de 6,7% YoY como es esperado por el mercado, se ubicaría en -5,53%. Desde marzo de este año que la tasa real de EUA es menor a la de Europa, pero desde julio que esta diferencia se viene achicando, favoreciendo una apreciación del dólar sobre el euro.

Tasa Real EUA y Europa y Dólar vs Euro



Calendario Semanal

Fecha	País	Indicador	Previo	Consenso
8-dic	Brasil	Decisión de Política Monetaria	7,75%	9,25%
10-dic	EUA	Inflación Minorista YoY NOV	6,20%	6,70%
10-dic	Brasil	Inflación Minorista YoY NOV	10,67%	11,00%

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 (con un nivel de liquidez aceptable) son (ordenados de mejor a peor), el AE38, GD38, GD35 y AE35, aunque en la última semana los inversores se volcaron más al 2035 por su menor paridad.

Escenarios

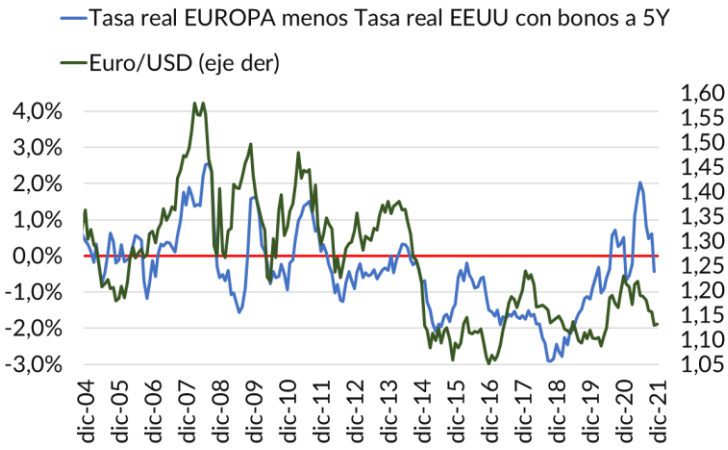
			Escenario Neutro (mantiene TIR actuales)			Escenario Positivo		Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 con quita del 45% del capital			Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 alargando plazo 10 años				Monto Negociado (U$S mln)
	PX	TIR	Misma TIR	PX misma TIR	Retorno	PX**	Retorno	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	Cupones	EY Dic-23 Similar Ene-15	VNA	Retorno Total	02/12/2021
GD29	35,9	24,5%	24,5%	55,8	55%	78,5	119%	25,0%	29,3	-13%	2,00	9,2%	38,9	14%	0,0
GD30	34,0	23,9%	23,9%	52,6	55%	75,2	121%	23,5%	28,7	-13%	1,00	9,5%	35,0	6%	22,0
GD35	31,2	19,0%	19,0%	44,1	41%	67,3	116%	22,0%	19,6	-29%	2,63	11,3%	51,3	73%	11,7
GD38	36,9	19,6%	19,6%	52,0	41%	75,5	105%	20,5%	24,4	-18%	5,88	10,0%	59,4	77%	0,1
GD41	34,9	17,4%	17,4%	47,3	36%	61,8	77%	19,0%	20,9	-23%	6,00	11,3%	45,3	47%	0,7
GD46	30,9	19,7%	19,7%	44,2	43%	62,3	101%	17,5%	25,2	-10%	2,63	10,0%	55,3	88%	0,0
AL29	31,8	24,7%	24,7%	55,5	75%	76,4	141%	26,0%	28,6	-4%	2,00	9,7%	36,8	22%	0,0
AL30	29,4	24,7%	24,7%	51,7	76%	73,0	148%	24,5%	28,0	-1%	1,00	10,0%	33,0	16%	5,3
AL35	28,9	18,5%	18,5%	45,4	57%	63,4	120%	23,0%	18,7	-26%	2,63	11,8%	47,2	73%	3,7
AE38	32,7	19,7%	19,7%	51,8	59%	71,8	120%	21,5%	23,4	-10%	5,88	10,5%	56,6	91%	0,1
AL41	31,7	17,1%	17,1%	48,0	52%	58,4	84%	20,0%	19,9	-18%	6,00	11,8%	43,1	55%	0,1

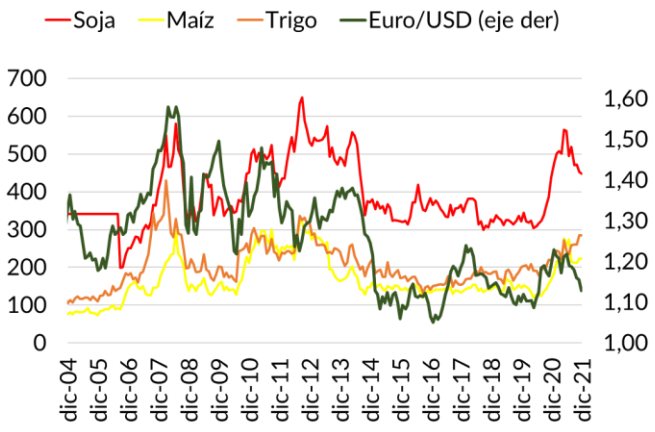
**Nornalización de la curva con pendiente positiva, para Ley NY (TIR de 10,3% tramo corto, 11,3% tramos medio y 12,4% tramo largo) y para Ley Argentina (TIR de 11,3% tramo corto, 12,3% tramos medio y 13,4% tramo largo).

SECTOR EXTERNO

El diferencial de tasas reales entre EUA y EUROPA sugieren que el dólar podría seguir fortaleciéndose en los próximos meses, y esto normalmente es negativo para los precios de commodities. Desde mayo, el dólar se apreció 7% y la soja cayó 20%.

Tasas reales, Dólar y Commodities





	Euro/USD	Soja	Maíz	Trigo
dic-21	1,13	448	223	284
may-21	1,22	561	258	244
Var	-7,2%	-20%	-14%	17%

TIPOS DE CAMBIO

Monto Negociado de Dólares Bolsa: El monto negociado de especies D y C en BYMA operó en promedio U$S 53 mln diarios en la semana que terminó el 2-dic. Los montos más altos operados, corresponden al día 29 y 30 de noviembre, luego de una falsa noticia de un corralito, pero en los primeros días de diciembre, volvió a caer el monto negociado.

Monto Negociado de Dólares Bolsa

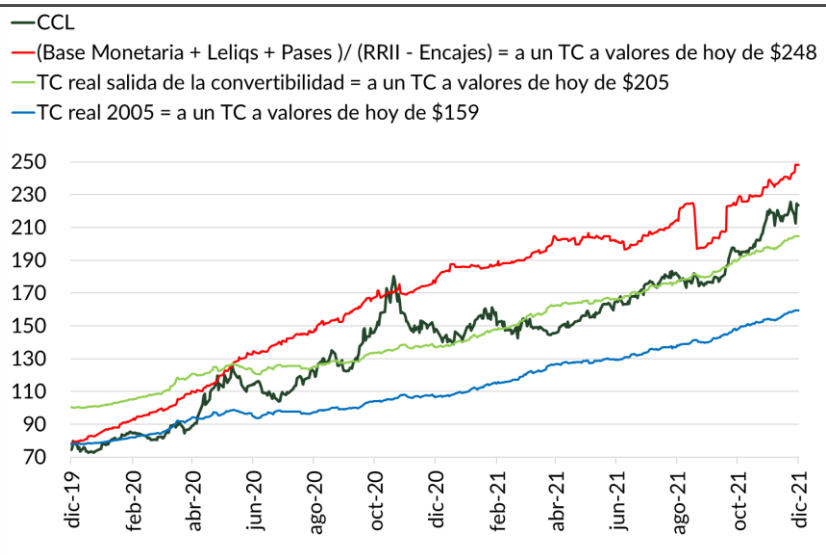
En U$S mln	Promedio Semana									
	02-dic	05-oct	Var	03-dic	02-dic	01-dic	30-nov	29-nov	26-nov
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI C	24,0	21,8	10%		18,7	22,0	36,9	27,4	14,7
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI D	28,6	88,5	-68%		25,1	23,1	35,5	38,5	20,9
Monto Operado BYMA PPT+SENEBI C+D	52,6	110,3	-52%		43,9	45,1	72,4	66,0	35,7
Compra/Venta de RRII	-65	-97		-140	-70	10	-135	-73	-56
Variación Diaria de RRII	-159	-73		-132	-96	-9	-489	-106	-93

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).

Si el Gobierno cumple con enviar la Ley de acuerdo con el FMI en la primera semana de diciembre, acordando un camino de reducción del déficit fiscal y el financiamiento monetario, el CCL estaría "caro" en términos reales.

Bandas de Cotización del CCL



Tipo de Cambio Oficial y Futuros de Dólar:

En la última semana el TC oficial se depreció en la última semana a una velocidad de 1,7% mensualizado, desde 1,2% mensualizado la semana previa, y el viernes cerró en $101,18.

El presidente del Banco Central Pesce, dijo que la negociación que la Argentina mantiene en estos momentos con el FMI "no incluye una devaluación en la discusión". y que si la inflación acompaña "vamos a cambiar el paso devaluatorio que

hemos tenido hasta ahora". Esto último está en línea con lo que esperamos en nuestro escenario base, que el tipo de cambio oficial se empiece a mover como la inflación, y reduce las probabilidades de un salto cambiario en el corto plazo.

Futuros de dólar: en la última semana los futuros cayeron con fuerza (198 centavos en promedio), aunque subió la cantidad de contratos negociados.

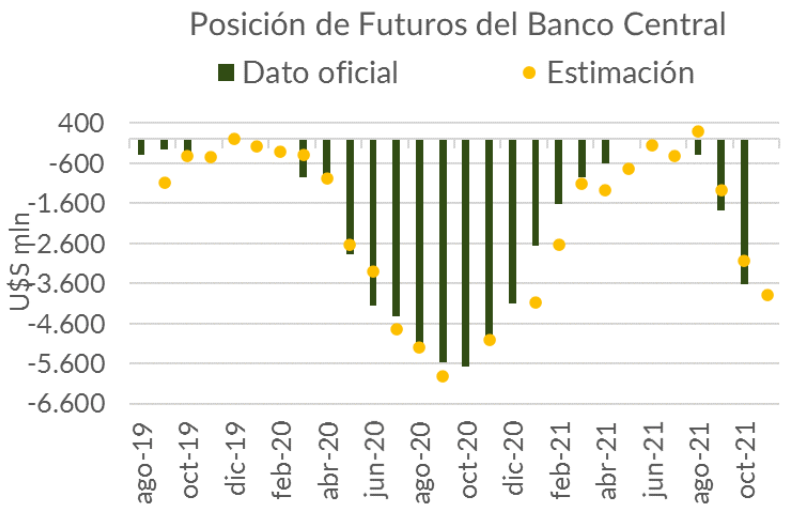
Futuros de Dólar, última semana

MAE	DOLLAR FUTURES ROFEX					Valor / Value			Cantidad de Contratos / # contracts		
$ 101,16	December 3, 2021					Variation			Variation		
	Valor / Value	Días al Vto / Days to maturity	Implicit rate (TNA)	# contracts (1 contract = U$S 1000)	Interés Abierto / Open interest (K U$S)	1 Day	1 Week	1 Month	1 Day	1 Week	1 Month
Dec-21	104,00	28	36,7%	319.588	2.251.268	-34	-150	-347	79.759	215.255	255.136
Jan-22	109,45	59	50,7%	68.619	954.303	-67	-215	-470	30.053	51.021	35.829
Feb-22	113,60	87	51,6%	22.438	854.267	-95	-220	-554	-19.044	14.327	-10.285
Mar-22	119,50	118	56,1%	9.267	495.936	-100	-210	-585	-6.953	0	-3.038
Apr-22	123,95	147	56,0%	20.735	139.099	-150	-230	-705	5.463	5.960	16.625
May-22	129,49	179	57,1%	5.275	42.353	-116	-181	-701	4.803	2.775	-1.661
Jun-22	134,10	209	56,9%	75	24.394	-130	-200	-790	-7.092	21	-315
Jul-22	138,60	238	56,8%	67	19.356	-140	-210	-840	-33	59	1
Aug-22	144,35	271	57,5%	0	6.638	-140	-165	-765	0	-3	0
Sep-22	149,50	301	58,0%	57	7.274						
Total				446.271	4.802.785	-108	-198	-640			

Según información oficial, el Banco Central cerró octubre con una posición vendida de U$S 3.615 mln (nuestra estimación era de U$S 3.100 mln), y en noviembre habría alcanzado los U$S 3.900 mln vendidos (según estimaciones de privados).

Hay que tener en cuenta, que **en oct-20 el Banco Central llegó a tener una posición vendida de USD 5.600 mln y no devaluaron**. De hecho, si viene una política monetaria contractiva, y la autoridad monetaria no tiene planeado devaluar, lo mejor que puede hacer es vender futuros en cantidad para que la ganancia genere una absorción de pesos (y se ahorra pagar intereses por colocar Leliqs).

Posición de Futuros del Banco Central



Índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM): se apreció 0,4% la última semana (con datos al 1-dic) a 102,6. El valor del ITCRM sigue debajo del promedio histórico de 117, debajo del valor que alcanzó en dic-20 y dic-19 (124), pero por arriba de dic-15 (74). Además, vale la pena recordar que el FMI sugiere[1] que el ITCRM debiera ser 15% mayor al promedio de 2020 (118), esto es un nivel de ITCRM de 136.

[1] https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2021/08/02/2021-external-sector-report

POLÍTICA FISCAL

En términos reales, la recaudación en noviembre creció 4% arriba de la inflación y 5% arriba del mismo mes pero de 2019. Los impuestos externos crecieron 20% arriba de la inflación y los internos 0%. Esto último siguiere que en noviembre la actividad pudo haberse estancado en términos reales, y que la mejora en los ingresos podría reducirse si caen los precios de commodities.

Recaudación

	En $ mln			Var YoY en términos reales	Recaudación real vs 2019		
	nov-21	nov-20	YoY	YoY	nov-21	nov-19	YoY
Recursos Tributarios	**1.034.964**	**648.976**	**59%**	**4%**	**327.824**	**311.804**	**5%**
IVA neto	312.196	192.370	62%	6%	98.888	93.660	6%
IVA DGI	192.110	123.604	55%	2%	60.851	68.973	-12%
IVA DGA	127.086	71.365	78%	17%	40.254	28.692	40%
Ganancias	228.250	156.602	46%	-5%	72.298	58.189	24%
Ganancia DGI	208.734	146.787	42%	-7%	66.116	54.046	22%
Ganancia DGA	19.516	9.815	99%	30%	6.182	4.143	49%
Derechos de Expo	78.674	40.259	95%	28%	24.920	35.302	-29%
Derechos de Impo	35.777	20.821	72%	12%	11.332	10.722	6%
Deb y Créd	72.198	45.500	59%	4%	22.869	23.486	-3%
Bs Personales	13.105	19.511	-33%	-56%	4.151	688	503%
Seguridad Social	216.806	127.794	70%	11%	68.673	69.597	-1%
Otros	77.958	46.119	69%	11%	24.693	20.160	22%
Internos	773.911	506.716	53%	0%	245.135	232.945	5%
Externos	261.053	142.261	84%	20%	82.688	78.859	5%
		Inflación		52,8%			

POLÍTICA MONETARIA

Inflación

Los datos adelantados de inflación, que surgen del índice de precios de Bahía Blanca y de la inflación implícita que usa el Banco Central para calcular el índice de tipo de cambio real bilateral Arg-EUA, sugieren que la inflación de noviembre habría sido similar a la de octubre.

INFLACIÓN

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

REM

Los analistas que responden la encuesta del Banco Central proyectan para Dic-22, una inflación de 52,1%, un tipo de cambio oficial de $161, la tasa Badlar en 36,5%, y el crecimiento del PIB en 2,5%.

Relevamiento de Expectativas de Mercado

R.E.M.	Tipo de Cambio Proyectado a:			Inflación				Tasa Badlar		PIB a precios constantes	
Encuesta de:	Próx. 12 meses	dic-21	dic-22	Próx. 12 meses	dic-21	dic-22	ene-23	dic-21	dic-22	2021	2022
oct-20	117,4	125,0		52,1	48,9	35,9		35,0		4,5	
nov-20	121,1	126,5		52,5	50,0	36,3		36,0		4,8	
dic-20	125,8	125,8	171,5	49,8	49,8	39,2	30,0	38,1	33,1	5,5	2,5
ene-21	129,3	125,0	172,0	49,4	50,0	39,0	30,2	38,0	33,1	5,5	2,5
feb-21	125,0	118,6	163,7	45,0	48,1	37,2	30,0	36,1	32,1	6,2	2,4
mar-21	125,6	115,0	160,0	43,1	46,0	39,3	31,0	35,3	31,8	6,7	2,5
abr-21	126,6	112,6	159,1	43,3	47,3	39,6	32,0	35,0	34,4	6,4	2,5
may-21	128,0	110,2	155,7	43,3	48,3	40,0	34,5	35,0	34,2	6,0	2,6
jun-21	131,3	108,1	156,0	42,9	48,0	42,0	35,0	34,8	34,2	6,3	2,5
jul-21	133,0	107,1	153,5	43,2	48,2	42,0	36,0	34,5	34,1	6,8	2,4
ago-21	139,0	105,7	154,5	43,7	48,4	43,1	36,6	34,5	34,5	7,2	2,5
sep-21	143,0	105,0	155,9	45,6	48,2	46,0	37,1	34,4	35,0	7,6	2,3
oct-21	149,0	105,1	158,9	48,6	50,3	48,9	38,8	34,5	35,8	8,3	2,3
nov-21	154,5	103,7	161,0	52,3	51,1	52,1	40,8	34,5	36,5	9,7	2,5
Var	5,5	-1,3	2,1	3,7	0,8	3,2	2,0	0,0	0,7	1,4	0,2

INSTRUMENTOS EN PESOS

Para posiciones al 30-abr-22, si nuestros supuestos se verifican, el mayor retorno lo brindaría el bono a tasa fija TO23, si la tasa de descuento no sube. Sin embargo, como el acuerdo con el FMI genera un riesgo de suba de tasas, sugerimos mantenerse en la opción de CER corta, X23Y2.

Instrumentos en pesos al 30-abr-22

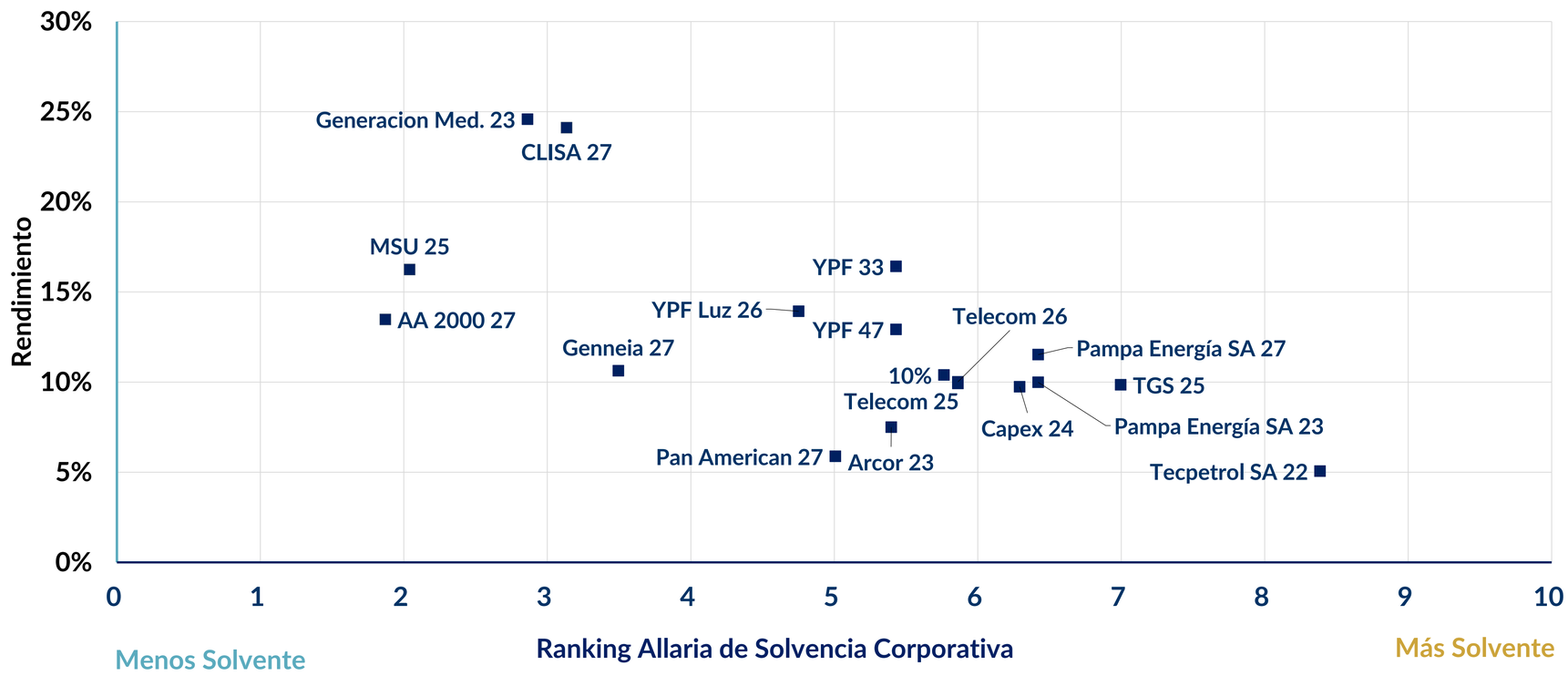
Inversiones en pesos valuadas al 30-abr-2022								
Bono	Ajuste	Venc. Orig	Días Remanentes	Precio	Tasa Descuento // Tipo de Cambio	Pago	Retorno P	TNA
Sintético Compra DL venta Futuro abr-22	Tasa Fija	30/04/2022	148				18,8%	46,46%
TO23	Tasa Fija	17/10/2023	144	64,50	55,0%	76,68	18,9%	47,87%
TV22	Dólar linked	29/04/2022	144	10.675	Futuro Abr-22	12.557	17,6%	44,69%
TV22	Dólar linked	29/04/2022	144	10.675	Break Even	12.691	18,9%	47,87%
X23Y2	CER	23/05/2022	144	125,60	-2,9%	148,65	18,4%	46,51%

Supuestos al 30-abr-2022		Var Mesual entre el 15-nov y el 29-abr
CER acumulado	20,1%	
Badlar	34,2%	
TC Oficial igual a la curva de Futuros de Dólar	125,5	4,7%
TC Oficial Break Even con la alternativa más rentable	126,8	4,9%

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	55%	64%	65%	58%	91%	54%	70%	57%	85%	53%	92%	74%	50%	44%	58%	87%
Deuda Fin. Neta / PN	39%	75%	80%	92%	807%	51%	160%	76%	326%	40%	861%	75%	46%	38%	56%	449%
Ratios de Cobertura																
EBITDA / Intereses	2,3	26,4	6,9	5,3	2,4	5,4	4,8	0,8	3,0	4,0	5,9	6,9	8,4	11,1	6,9	2,2
Efect. / Deuda de Corto Plazo	102%	87%	30%	29%	27%	184%	23%	16%	58%	23%	14%	89%	17%	77%	147%	66%
Ingresos Operativos / Deuda Total	13%	78%	73%	32%	20%	63%	169%	40%	22%	46%	72%	58%	80%	93%	57%	19%
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2,7	0,7	1,6	2,7	5,0	1,4	2,1	10,1	3,5	2,1	3,4	0,8	1,8	1,0	1,3	4,7
RANKING	4,8	8,4	5,4	4,8	2,0	6,4	5,4	1,9	3,5	5,0	3,1	5,8	5,9	7,0	6,3	2,9

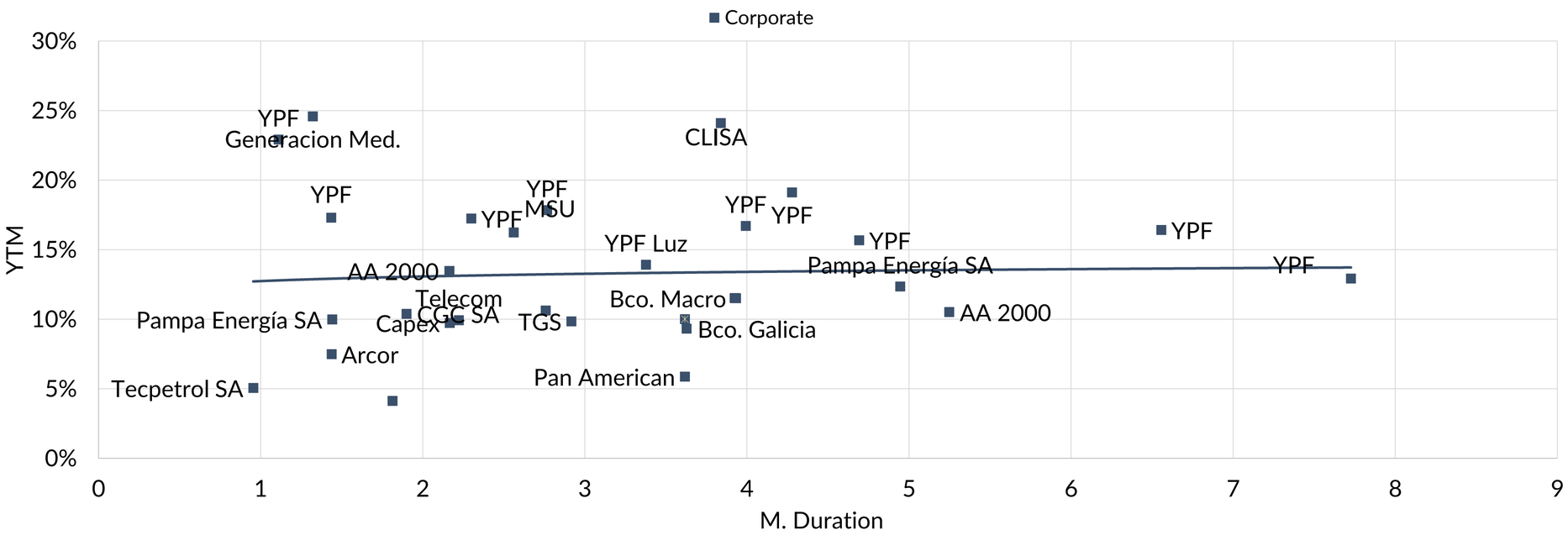
Comparación de Bonos Corporativos en Dólares



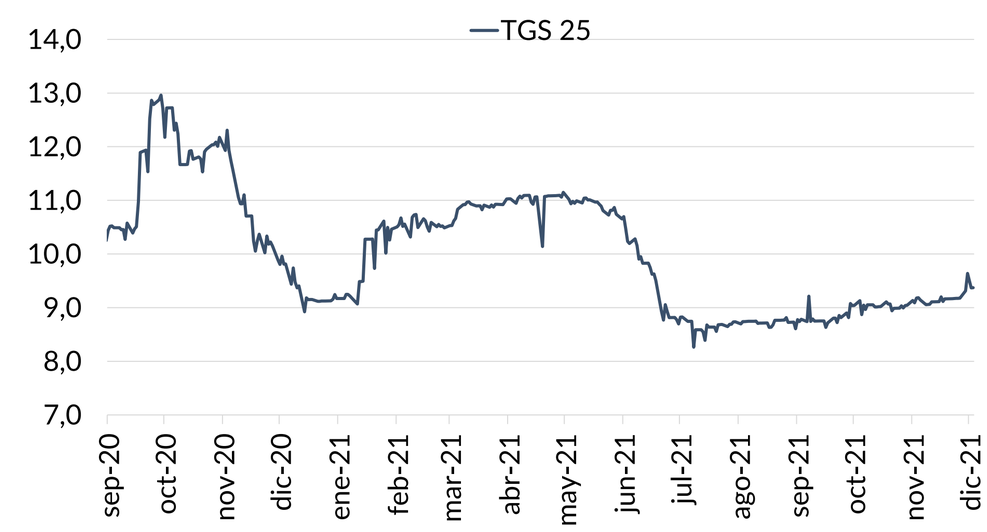
ARGENTINA CORPORATE DEBT

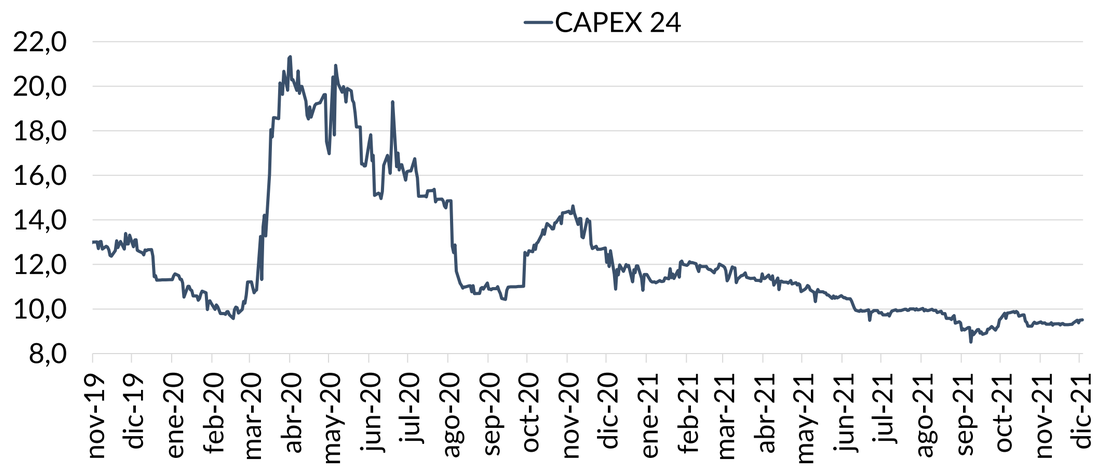
Sector	Issuer Name	Maturity	YTM (Bid)	Bid Price	Ask Price	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U$S mln)	Minimum Denom.	YTW Date	YTW (ask)	Governing Law	ISIN
Financials	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	19-jul-26	9,3%	96,8	97,8	3,63	7,94%	Ca	250	200.000	19-jul-26	9,3%	New York	US059538AR97
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	11,5%	83,5	84,5	3,93	6,64%	Ca	400	150.000	4-nov-26	11,5%	New York	US05963GAH11
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	10,4%	97,8	98,8	1,90	9,50%	NULL	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84
Energy	Genneia SA	2-sep-27	10,6%	94,3	95,3	2,76	8,75%	Caa3	366	2.000	n/a	n/a	New York	USP46756BA25
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Bra	15-nov-23	4,1%	101,1	101,9	1,81	5,00%	NULL	120	150.000	15-ago-23	4,2%	New York	US69784DAA63
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Bra	30-abr-27	5,9%	111,9	112,9	3,62	9,13%	NULL	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	5,1%	99,9	100,9	0,95	4,88%	Caa1	500	1.000	12-dic-22	5,1%	New York	US87876TAE47
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	9,8%	91,8	94,6	2,92	6,75%	Caa3	500	150.000	2-may-24	9,8%	New York	USP9308RAZ66
Energy	YPF SA	4-abr-24	22,9%	84,0	84,5	1,11	8,75%	Caa3	866	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76
Energy	YPF SA	23-mar-25	17,3%	86,9	87,9	1,43	8,50%	NULL	298	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72
Energy	YPF SA	28-jul-25	17,8%	75,2	76,2	2,77	8,50%	Caa3	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBE04
Energy	YPF SA	12-feb-26	17,2%	80,0	81,7	2,30	4,00%	Caa3	776	1	12-feb-26	17,2%	New York	USP989MJBR17
Energy	YPF SA	21-jul-27	16,7%	65,0	65,5	3,99	6,95%	NULL	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34
Energy	YPF SA	27-jun-29	15,7%	70,8	71,8	4,69	8,50%	Caa3	399	150.000	27-jun-29	15,7%	New York	USP989MJBP50
Energy	YPF SA	30-jun-29	19,1%	61,0	62,0	4,28	2,50%	Caa3	748	1	30-mar-29	19,2%	New York	USP989MJBS99
Energy	YPF SA	30-sep-33	16,4%	49,5	50,5	6,56	1,50%	Caa3	576	1	30-jun-33	16,4%	New York	USP989MJBT72
Energy	YPF SA	15-dic-47	12,9%	57,7	62,4	7,73	7,00%	NULL	537	10.000	15-dic-47	12,9%	New York	USP989MJBN03
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infrae	25-jul-27	24,1%	50,3	51,3	3,84	4,50%	NULL	325	100	n/a	n/a	New York	USP3063XAJ74
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	24,6%	82,3	83,3	1,32	9,63%	Caa3	336	150.000	27-jul-23	24,6%	New York	US36875LAA70
Utilities	Capex SA	15-may-24	9,7%	94,4	95,4	2,17	6,88%	NULL	300	1.000	15-may-24	9,7%	New York	USP20058AC08
Utilities	MSU Energy SA	1-feb-25	16,2%	78,8	79,8	2,56	6,88%	Caa3	600	150.000	1-feb-25	16,2%	New York	US76706AAA25
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	10,0%	96,5	97,5	1,44	7,38%	Caa3	390	1.000	21-jul-23	10,0%	New York	US71647XAA54
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	11,5%	85,8	86,8	3,92	7,50%	Caa3	636	150.000	24-ene-27	11,5%	New York	US697660AA69
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	12,4%	87,4	88,4	4,95	9,13%	Caa3	293	150.000	15-abr-29	12,4%	New York	USP7464EAB22
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	13,9%	88,3	89,3	3,38	10,00%	Caa3	400	1.000	25-jul-26	13,9%	New York	USP9897PAB06
Consumer Non-	Arcor SAIC	6-jul-23	7,5%	98,0	99,0	1,44	6,00%	Caa2	500	1.000	6-jul-23	7,5%	New York	US03965PAC59
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	9,9%	96,3	97,3	2,22	8,50%	NULL	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	10,0%	93,5	94,5	3,62	8,00%	NULL	400	1.000	18-jul-26	10,0%	New York	USP9028NAV30
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	13,5%	87,4	88,4	2,16	9,38%	Caa3	103	150.000	6-feb-27	13,5%	New York	USP0092MAF07
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-ago-31	10,5%	87,5	88,3	5,25	8,50%	NULL	273	1.000	1-ago-31	11,4%	New York	US00786PAE43
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	14,1%	94,4	96,4	1,15	8,75%	NULL	360	500	23-mar-23	14,1%	New York	USP5880UAB63

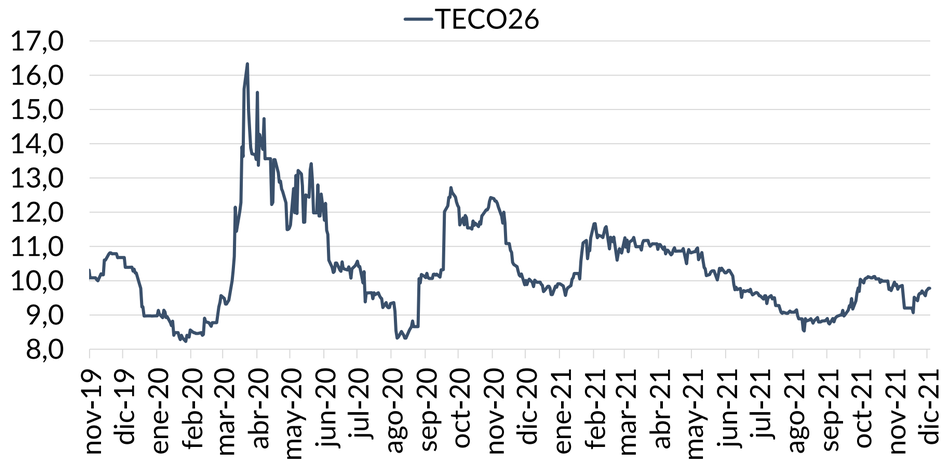
Source: Reuters / Prospect of Bonds



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
Total ingresos	616.512	1.482.486	589.975	219.509	127.651	246.504	249.917	170.279	527.627	95.754	101.245	281.221	133.105
De los cuales Ingresos federales	113.255	484.620	309.508	163.592	46.922	151.880	59.867	125.113	305.692	62.159	86.716	156.845	120.828
Total gastos	640.605	1.501.472	517.679	200.025	137.408	231.495	242.601	160.528	516.729	99.620	91.860	262.154	132.477
De los cuales Gastos por intereses	48.324	64.667	10.605	5.600	6.191	10.499	8.159	3.600	7.498	3.663	3.592	9.844	1.671
De los cuales Gastos por salarios	272.456	475.626	187.420	86.128	71.620	100.632	118.645	93.599	202.080	59.212	50.655	108.036	55.407
Rdo Corriente antes de intereses	83.830	85.584	119.537	39.066	4.903	34.982	29.380	20.341	52.482	4.183	21.559	36.669	17.765
Resultado primario	24.232	45.681	82.901	25.084	-3.566	25.508	15.475	13.352	18.397	-203	12.977	28.911	2.299
Resultado Financiero	-24.093	-18.987	72.295	19.484	-9.757	15.009	7.315	9.752	10.898	-3.866	9.385	19.067	628
Año del dato fiscal	sep-21	mar-21	sep-21	sep-21	jun-21	sep-21	sep-21	sep-21	sep-21	mar-21	jun-21	sep-21	mar-21
Deuda Total ($mln)	245.106	1.004.390	269.821	61.938	90.433	111.195	130.382	53.108	83.023	55.687	87.296	93.239	36.695
En Moneda Nacional	93.260	92.845	22.490	19.712	20.205	39.124	27.604	10.266	15.278	15.652	27.036	19.474	3.435
En Moneda Extranjera	151.845	911.546	247.330	42.226	70.229	72.071	102.778	42.842	67.745	40.035	60.260	73.764	33.261
Fecha del último stock de deuda conocido	sep-21	jun-20	sep-21	sep-21	jun-21	sep-21	sep-21	sep-21	sep-21	mar-21	jun-21	sep-21	mar-21

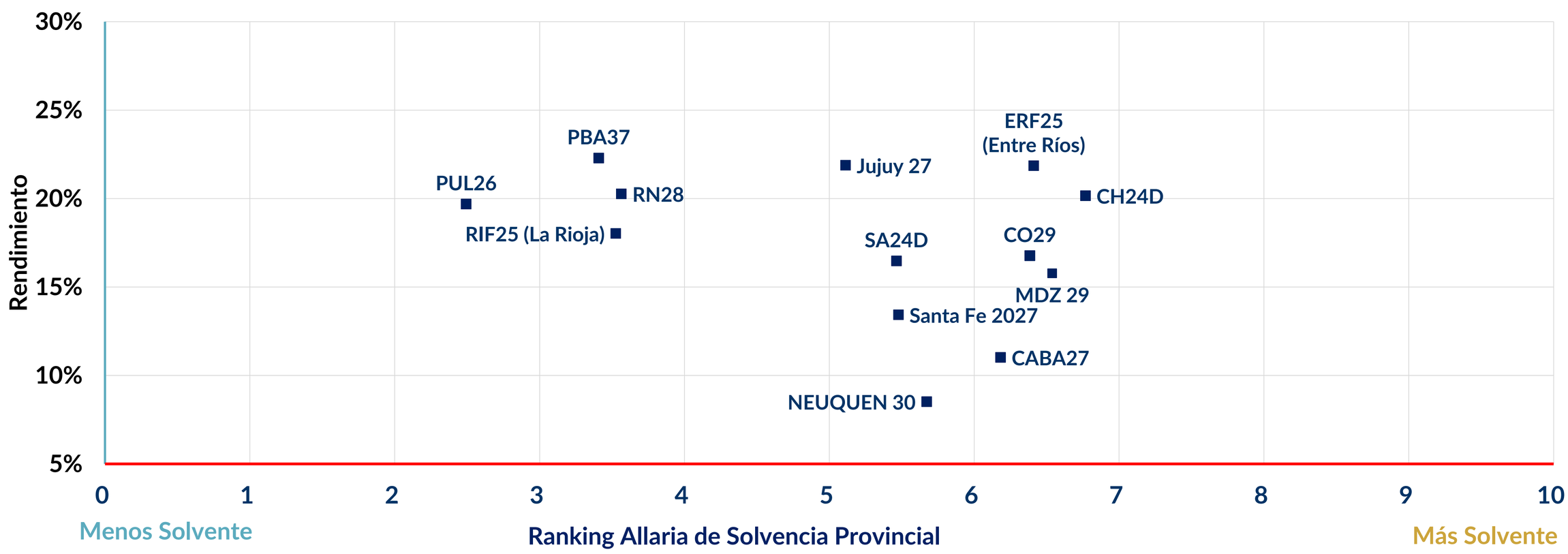
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior y Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

Ratios	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA
Resultado primario / Ingresos Totales	3,9%	3,1%	14,1%	11,4%	-2,8%	10,3%	6,2%	7,8%	3,5%	-0,2%	12,8%	10,3%	1,7%
Ingres. de fuent. Federales / Ingres. Totales	18%	33%	52%	75%	37%	62%	24%	73%	58%	65%	86%	56%	91%
Salarios / Gastos Totales	43%	32%	36%	43%	52%	43%	49%	58%	39%	59%	55%	41%	42%
Intereses / ingresos totales	7,8%	4,4%	1,8%	2,6%	4,8%	4,3%	3,3%	2,1%	1,4%	3,8%	3,5%	3,5%	1,3%
Deuda Pública / Ingresos Totales	40%	68%	46%	28%	71%	45%	52%	31%	16%	58%	86%	33%	28%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda (1)	62%	91%	92%	68%	78%	65%	79%	81%	82%	72%	69%	79%	91%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	3%	5%	38%	2%	19%	20%	25%	9%	23%	32%	41%	9%
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
Ranking Allaria de Solvencia Provincial	6,2	3,4	6,4	6,8	2,5	6,5	5,7	5,5	5,5	3,6	5,1	6,4	3,5

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

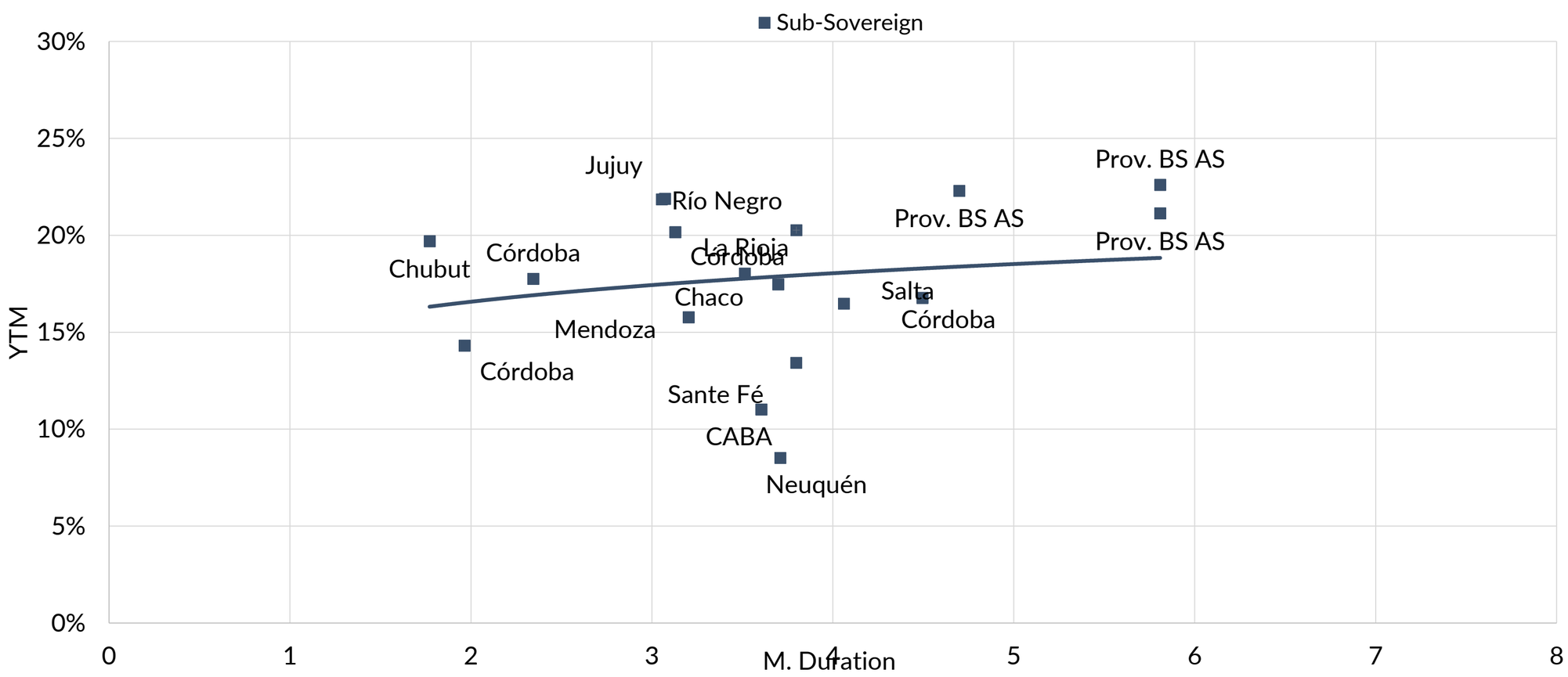
(1) Stock de deuda en moneda extranjera ajustado al tipo de cambio mayorista Ask al cierre de ayer.

Comparación de Bonos Provinciales en Dólares

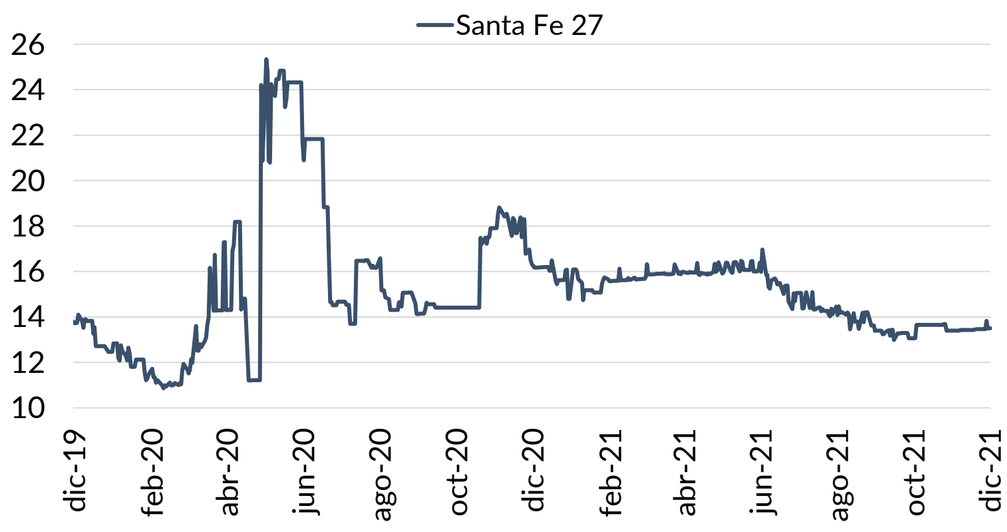


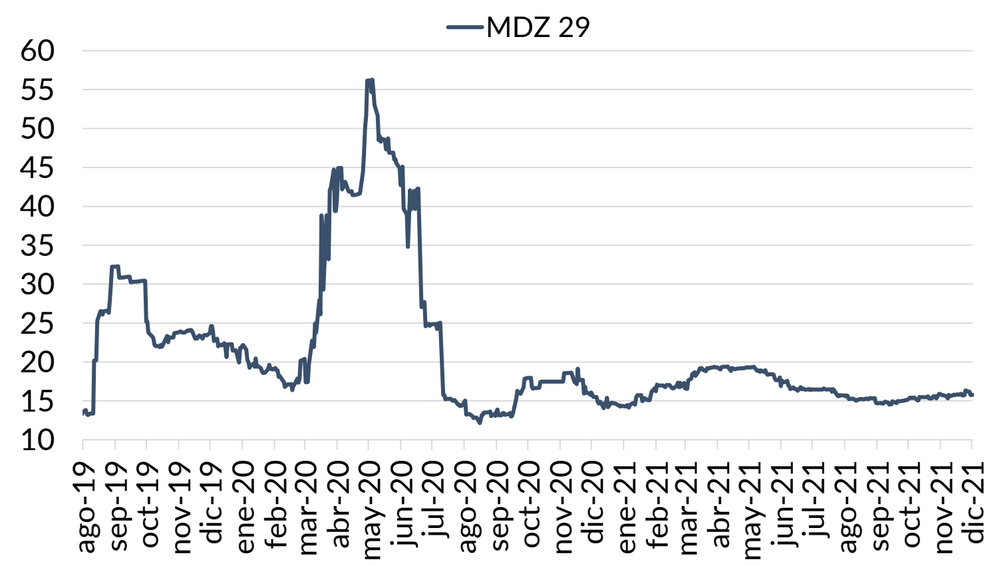
ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT										
Issuer Name	Maturity	Bid Price	Ask Price	YTM (Bid)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U$S mln)	Minimum Denom.	Governing Law
CABA	1-jun-27	87,63	88,13	11,02%	3,60	7,50%	Caa3	890	200.000	New York
Neuquén	27-oct-30	60,50	61,50	15,96%	9,98	4,00%	NULL	366	1	New York
Neuquén	12-may-30	92,13	93,13	8,52%	3,71	5,00%	NULL	314	150.000	New York
Entre Ríos	8-ago-28	59,75	60,75	21,85%	3,05	5,00%	NULL	517	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	42,16	42,27	22,29%	4,70	3,90%	Ca	6.202	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	35,40	35,45	21,14%	5,81	3,50%	Ca	778	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	30,32	31,59	22,60%	5,81	3,00%	Ca	153	1	New York
Córdoba	10-dic-25	74,63	75,63	17,76%	2,34	5,00%	Ca	722	150.000	New York
Córdoba	1-jun-27	65,38	66,38	17,48%	3,70	5,00%	Ca	516	150.000	New York
Córdoba	27-oct-26	54,08	54,19	14,31%	1,96	7,13%	WR	188	1	Argentina
Córdoba	1-feb-29	59,63	61,63	16,77%	4,50	5,00%	Ca	456	150.000	New York
Mendoza	19-mar-29	69,25	70,25	15,77%	3,20	4,25%	Ca	590	1.000	New York
Chubut	26-jul-30	78,00	80,00	19,70%	1,77	7,75%	Ca	610	150.000	New York
Salta	1-dic-27	74,00	76,00	16,47%	4,06	5,00%	NULL	357	1	New York
Chaco	18-feb-28	63,08	63,38	20,16%	3,13	3,50%	Ca	250	150.000	New York
Sante Fé	1-nov-27	77,00	77,44	13,43%	3,80	6,90%	Ca	250	150.000	New York
La Rioja	24-feb-28	65,00	66,00	18,03%	3,51	3,50%	NULL	318	1	New York
Jujuy	20-mar-27	58,63	60,63	21,88%	3,07	5,75%	NULL	210	150.000	New York
Río Negro	10-mar-28	61,50	63,50	20,27%	3,80	4,88%	Ca	300	150.000	New York

Fuente: Reuters

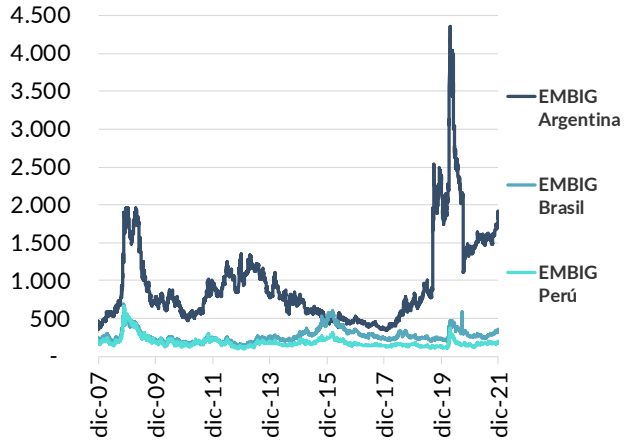


YTM

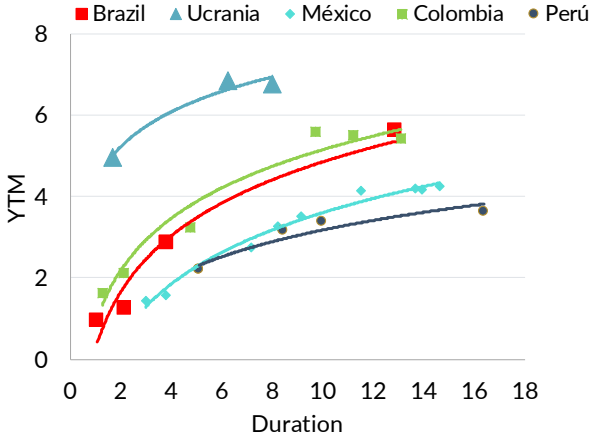




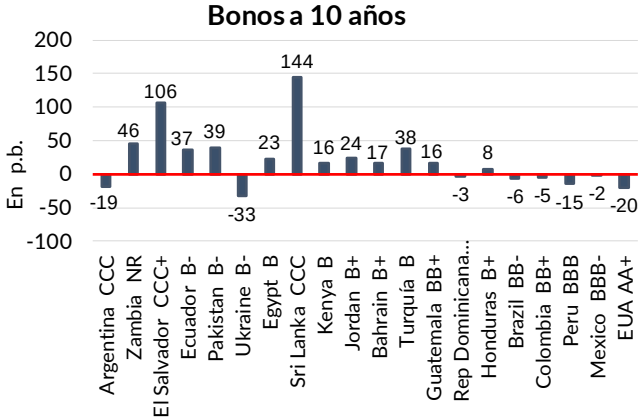
Emerging Markets Bond Index (EMBI)

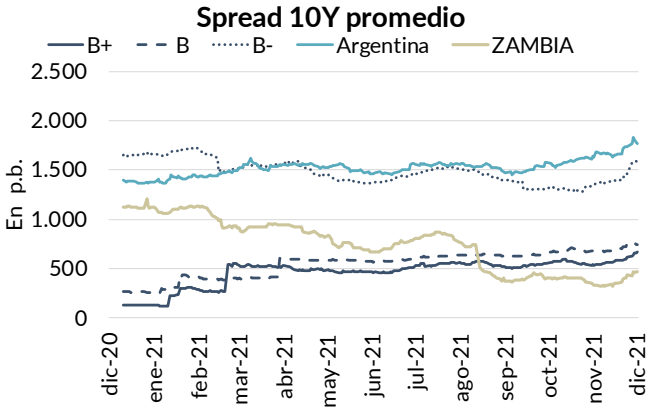


Curva en Dólares

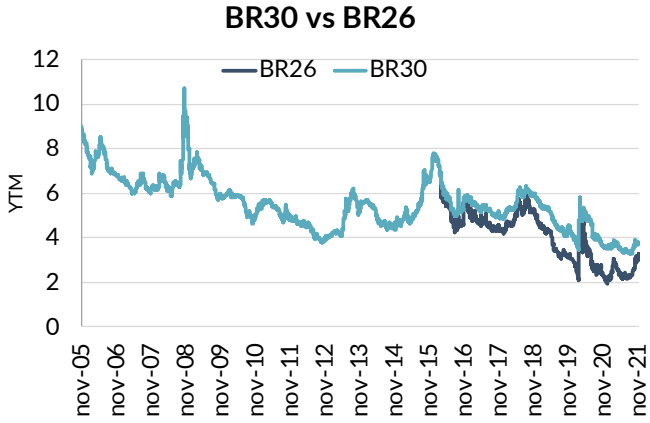


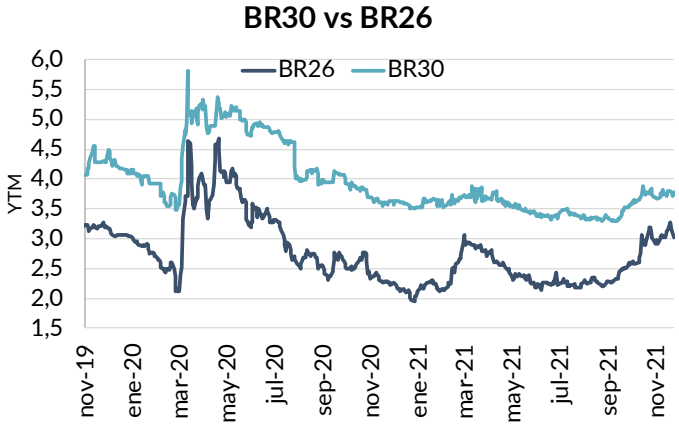
Rendimientos por Calificación Crediticia





Brasil

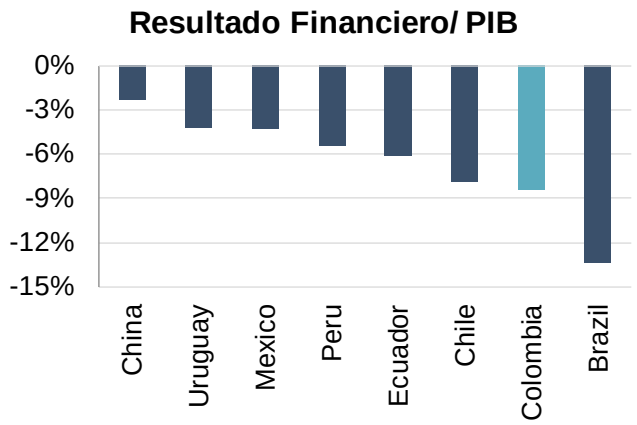


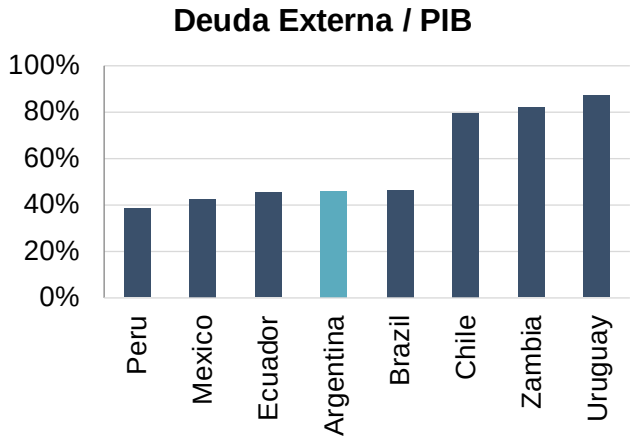


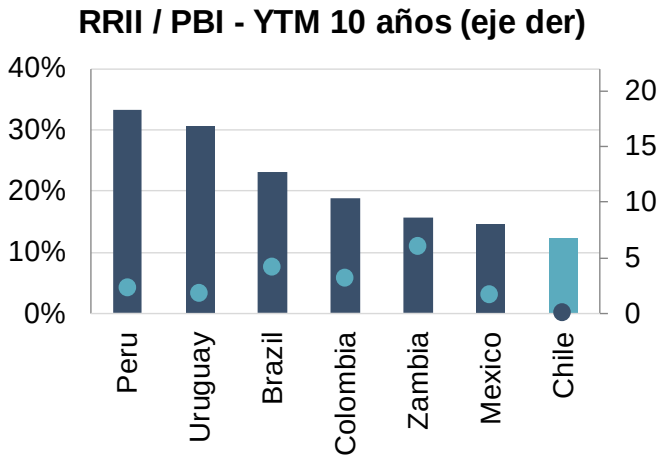
Fundamentos Macro

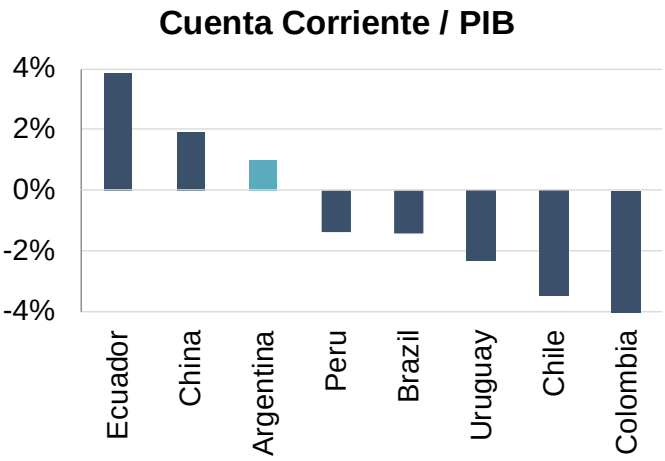
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	10,5	**24,4**	4,1	1,7	3,2	1,6	2,3	
EMBI	877	**1816**	324	136	339	377	185	155
Reservas Internacionales / PIB	8%	**10%**	23%	31%	19%	14%	33%	12%
Cuenta Corriente / PIB	4%	**1,0%**	-1%	-2%	-5%	1%	-1%	-3%
Deuda Externa / PIB	45%	**46%**	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	**101,0**	5,7	44,1	3963,8	21,4	4,1	838,5
Variación del tipo de cambio WoW	0%	**0,4%**	1,6%	0,0%	-0,3%	-0,9%	1,3%	2,2%
Déficit Financiero (últimos 12 meses) / PIB	-6,1%	**-3,8%**	-13,4%	-4,2%	-8,4%	-4,2%	-5,4%	-7,9%
PIB en mln de Dólares	100.281	**423.641**	1.593.942	56.206	312.538	1.247.682	223.334	309.955
Tasa de Referencia	8%	**38,0%**	8%	9%	2%	5%	0,6%	2%
Inflación Esperada proximos 12 meses YoY	0,8%	**48,6%**	10,4%	7,4%	4,3%	5,8%	2,6%	4,9%

Fuente: Reuters









Disclosures

Analyst disclosures

The name of the person(s) responsible for the recommendations and information contained in this report is identified on the report cover 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.