

RESUMEN:

Bonos en dólares: En la última semana los bonos soberanos más líquidos cayeron (GD30 -1,6%, AL30 -2,8%), alcanzando nuevos mínimos desde el canje (sep-20). Sin embargo, la demora en el acuerdo con el FMI, el contexto internacional de suba de tasas, y las pocas probabilidades de acceder al mercado de capitales en 2024 (para refinanciar los vencimientos de capital), sugieren que aún podrían no haber alcanzado el piso.

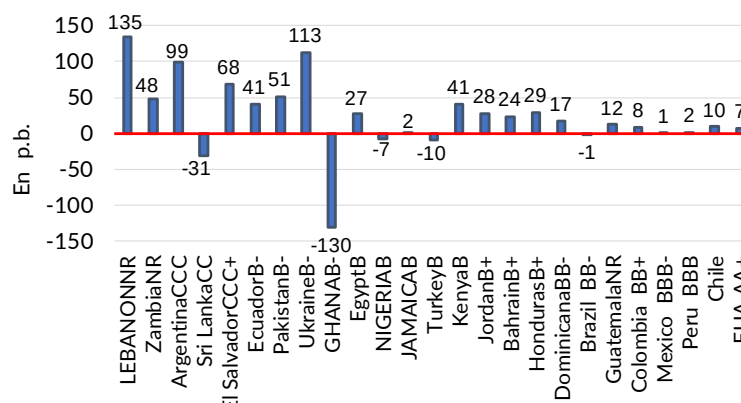
Por lo tanto, sugerimos no aumentar exposición a deuda soberana, hasta ver señales de que se acerca el acuerdo con el FMI o se alcanzó la suba de tasas de bonos soberanos americanos. Dentro de la cartera sugerida, vemos más valor en los bonos del tramo medio AL35/GD35 (porque son los bonos de menor paridad) o AE38/GD38 (por los mayores cupones).

		21-ene-22		14-ene-22	20-dic-21	10-mar-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM	Desde mínimos
Hard Dollar Ley Local						
AL29	09/07/2029	30,5%	29,7	-3,4%	-8,8%	-11,2%
AL30	09/07/2030	30,3%	28,0	-2,8%	-8,2%	-15,7%
AL35	09/07/2035	21,2%	27,5	-3,2%	-10,1%	-3,6%
AE38	09/01/2038	23,1%	31,0	-4,4%	-11,1%	0,0%
AL41	09/07/2041	19,8%	30,2	-6,4%	-10,2%	1,4%
Hard Dollar Ley NY						
GD29	09/07/2029	28,0%	32,3	-7,2%	-8,9%	-7,6%
GD30	09/07/2030	27,0%	30,9	-1,6%	-9,9%	-6,8%
GD35	09/07/2035	20,8%	28,1	-2,8%	-12,1%	-3,9%
GD38	09/01/2038	21,1%	34,3	-3,5%	-10,7%	-2,4%
GD41	09/07/2041	18,5%	32,1	-1,1%	-13,8%	-0,3%
GD46	09/07/2046	21,5%	28,5	-4,5%	-12,6%	-6,2%
Obligaciones Negociables						
Tecpetrol 2022	12/12/2022	6,5%	99,1	-0,4%	-0,5%	1,3%
Capex 2024	15/05/2024	9,4%	95,9	-0,1%	0,4%	8,8%
TGS 2025	02/05/2025	10,5%	90,9	-2,3%	-1,9%	4,2%
CGC 2025	08/03/2025	10,9%	98,4	-0,6%	-0,9%	35,7%
Telecom 2025	06/08/2025	10,2%	97,3	-0,8%	-0,8%	8,7%

Bonos en dólares emergentes: la semana pasada subieron la mayoría de los rendimientos (bajaron los precios) de la deuda soberana de cualquier calificación.

Recordamos que en la medida que suba la UST10Y como esperamos, veremos un aumento en el rendimiento (una caída en los precios) de gran parte de los instrumentos de deuda a nivel global.

Bonos a 10 años



Reservas en Dólares: El 21-ene, las reservas brutas alcanzaron U\$S 38.945 mln, en los últimos 5 días hábiles cayeron U\$S 188 mln, y el Banco Central vendió U\$S 130 mln.

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	31-12-21	21-01-22
1) Activo	47.967	25.563	38.772	55.055	65.786	44.848	39.387	39.662	38.945
Reservas	47.967	25.563	38.772	55.055	65.786	44.848	39.387	39.662	38.945
Oro	1.932	2.107	2.102	2.299	2.256	2.684	3.758	3.214	3.413
Divisas	3.878	11.130	23.246	32.988	43.861	29.060	27.374	28.433	24.825
Colocaciones	42.216	12.287	-	20.046	20.110	13.136	8.277	8.015	10.688
Derivados	(68)	(8)	13.078	(278)	(441)	(32)	(22)	(0)	20
Convenios de crédito	9	47	320	0	0	0	0	0	0
2) Pasivo	13.047	24.336	30.030	27.107	40.247	35.612	35.992	36.971	36.090
Encajes en Moneda Extranjera	7.332	10.727	15.544	12.818	14.151	8.909	10.883	12.083	11.930
Swap Chino	-	10.573	11.889	11.550	18.596	20.417	20.369	20.411	20.369
DEG's del FMI	3.172	2.845	2.401	2.545	4.360	2.605	1.354	673	673
BIS (Obligaciones con Org. Int.)	2.544	191	196	194	3.139	3.681	3.386	3.804	3.118
3) Reservas Netas 1-2	34.920	1.227	8.741	27.948	25.539	9.236	3.395	2.691	2.855
4) Reservas Líquidas 3-Oro	32.988	(880)	6.639	25.650	23.283	6.552	(363)	(523)	(558)

Sector Externo: Según información oficial, en el acumulado ene-sep 2021, los desembolsos del Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial fueron los menores en más de diez años (aunque comparamos 9 meses contra 12). Esto sugiere que

dichos organismos no aprueban nuevos préstamos, y demoran nuevos desembolsos, hasta que se cierre el acuerdo con el FMI.

FMI

Pago: Según Clarín, desde el Gobierno aseguraron que están los fondos para hacer el pago de este viernes. Vencen sólo con el FMI, U\$S 722 el viernes 29-ene-22, U\$S 371 mln el martes 1-feb-22 y U\$S 2.838 mln en mar-22.

Agenda exterior EUA: El comunicado del Secretario de Estado Blinken del martes 18-ene¹, sobre la reunión con el Canciller Cafiero echa luz sobre las prioridades de EUA y sobre un cambio de estrategia de nuestro país. Creemos que el Gobierno busca dejar de lado la discusión técnica por el déficit fiscal objetivo de 2023, y entrar en la agenda internacional de EUA para conseguir los votos en el directorio.

En el comunicado el Gobierno americano escribió que: 1) discutió la negociación de Argentina con el FMI y alentó a Argentina a presentar un marco de política económica sólido que devuelva el crecimiento al país, 2) Expresó su seria preocupación por la reciente visita a Nicaragua del Vicepresidente iraní Mohsen Rezai, objeto de una Notificación Roja de Interpol por homicidio agravado y daños en relación con el atentado con bomba contra la AMIA de 1994, en el que murieron 85 personas en Buenos Aires.

El jueves 20-ene la Justicia argentina pidió a Rusia la detención con fines de extradición de Mohsen Rezai, aunque según los medios se habían equivocado de persona. Esto sugiere que Argentina se pone del lado de EUA en un momento de conflicto con Rusia (el presidente estadounidense Biden dijo que cualquier movimiento de tropas rusas a través de la frontera con Ucrania sería considerado una invasión y que Moscú "pagaría un precio muy alto" por esta acción).

Tipos de Cambio:

- ✓ **Tipo de cambio oficial:** En la última semana el TC oficial subió en términos nominales 2,2% mensualizado, desde 2,4% la semana previa, y el viernes cerró en \$104,35.

Recordamos que el presidente del Banco Central, había declarado a principios de diciembre que "en la medida que lo permita el proceso inflacionario, va a cambiar el paso devaluatorio que se ha visto hasta ahora".

Nos preguntamos, si el dato de inflación minorista de dic-21, de 3,8% MoM, le pone un techo a la depreciación del tipo de cambio oficial, que por ahora encontraría su límite máximo en 3,1% (la tasa de plazos fijos minoristas).

- ✓ **Futuros de dólar:** En la última semana, bajaron 44 centavos en promedio, cayeron en todos los vencimientos. Según información oficial, al 31-dic-21 el Banco Central tenía vendidos U\$S 4.185 mln, casi U\$S 1.000 mln menos que el 30-nov-21, lo que verifica nuestra estimación de que la autoridad monetaria viene reduciendo su posición vendida, y estimamos que habría seguido reduciéndola en ene-22. Aunque, vale la pena tener presente, que el interés abierto sugiere que no habría un salto del tipo de cambio oficial (de más de 5%) en el corto plazo.

✓ CCL

Monto Negociado en BYMA letras C y D: operó en promedio U\$S 50 mln diarios en la semana que terminó el 20-ene, desde U\$S 42 mln la semana previa, lejos de ser un monto relevante.

Respecto al valor, el CCL subió aproximadamente entre 6 y 7% en la semana (dependiendo del bono que se utilice), hasta un valor por arriba del promedio histórico (TC real salida de la convertibilidad).

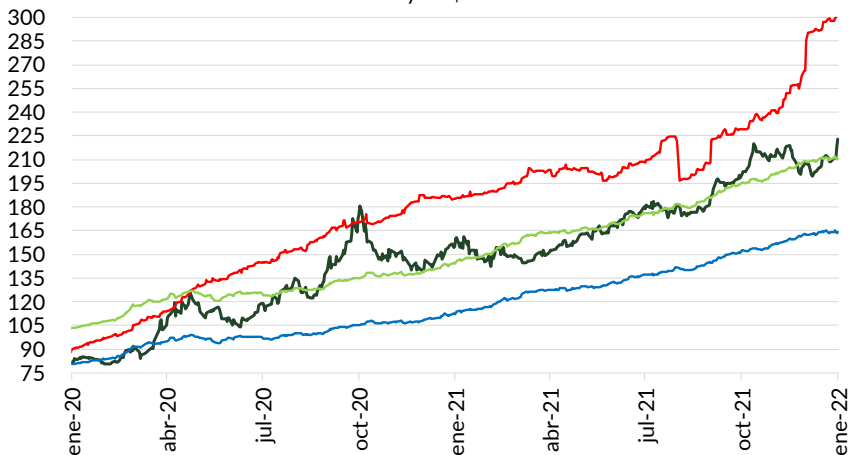
El aumento del CCL está en línea con el movimiento estacional de la demanda de pesos (aproximada con el dinero circulante en poder del público), que sube en la última quincena de diciembre y primera de enero (por las fiestas y las

—CCL

—(Base Monetaria + Leliqs + Pases) / (RRII - Encajes) = a un TC a valores de hoy de \$299

—TC real salida de la convertibilidad = a un TC a valores de hoy de \$212

—TC real 2005 = a un TC a valores de hoy de \$165



¹ <https://www.state.gov/secretary-blinkens-meeting-with-argentine-foreign-minister-cafiero/>

vacaciones) haciendo caer el CCL, y luego baja haciendo subir el CCL.

Sin embargo, lo que nos preocupa es la suba que tiene la línea roja del gráfico, que es el valor que alcanza el CCL en momentos de estrés ((Base Monetaria + Leliqs + Pases)/ (RRII - Encajes), como may-20, oct-20 y oct-21, y que actualmente se sitúa en \$300. El aumento de esta línea sucedió, porque durante los últimos meses, cayeron las reservas (por pagos al FMI y a otros organismos, entre otros motivos) y se exacerbó el financiamiento monetario (1,6% del PIB sólo en dic-21).

Bonos en pesos: La semana pasada subieron los bonos ajustables por inflación (TX26 +3,5%), los ajustados al Dollar Linked (TV23, vencimiento en abr-23, +5,4%), y a Badlar (AA22 +1,6%), y bajaron a tasa fija (TO26 -1,1%).

Inflación Mayorista: La inflación mayorista de dic-21 fue +2,3% MoM, con "Productos importados" subiendo +1,2% MoM, esto es una señal de que el tipo de cambio oficial impactaría poco en la inflación mayorista.

Resultado Fiscal del Tesoro: El resultado primario de 2021 fue un déficit de -3,0% del PIB (sin considerar los DEGs), desde -6,4% del PIB en 2020.

En general, los años que cae la inflación (2009, 2011, 2015 y 2020) el déficit suele subir. En el marco del programa con el FMI, en 2022 se espera un ajuste del déficit, lo que sugiere que con alta probabilidad la inflación de 2022 será igual o mayor a la de 2021.

21-ene-22				14-ene-22	20-dic-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM
Tasa Variable Badlar o Pase					
PBY22	31/05/2022	53,8%	105,0		
BDC24	29/03/2024	50,9%	99,5		
PBA25	12/04/2025	53,6%	94,8		
BDC28	22/02/2028	53,5%	99,2		
PR15	04/10/2022	49,6%	47,4	1,5%	-24,3%
AA22	03/04/2022	44,3%	102,3	1,6%	-3,9%
CER					
X28F2	28/02/2022	-3,8%	141,9		
X31M2	31/03/2022	-5,2%	140,4		
X18A2	18/04/2022	-4,9%	137,5		
X23Y2	23/05/2022	-4,5%	131,8		
X30J2	30/06/2022	-3,4%	125,0		
X29L2	29/07/2022	-3,2%	120,4		
PR13	15/03/2024	-3,0%	757,0	-0,7%	4,1%
TX22	18/03/2022	-4,0%	196,5	1,4%	5,2%
TX23	25/03/2023	-0,9%	199,3	2,1%	7,7%
TC23	06/03/2023	-0,7%	477,0	1,5%	6,5%
TX24	25/03/2024	1,5%	194,3	1,6%	7,6%
TX26	09/11/2026	3,1%	167,1	3,5%	12,9%
DICP	31/12/2033	6,1%	3375,0	0,6%	9,6%
PARP	31/12/2038	6,8%	1650,0	4,8%	15,4%
Tasa Fija					
S28F2	28/02/2022	45,8%	96,6		
S31M2	31/03/2022	42,8%	93,9		
S29A2	29/04/2022	49,1%	90,2		
TO23	17/10/2023	54,0%	69,1	1,6%	6,3%
TO26	17/10/2026	28,4%	44,5	-1,1%	7,3%
Dollar Linked					
TV22	29/04/2022	-9,0%	10696	1,5%	2,8%
T2V2	30/11/2022	-9,7%	11400	4,6%	8,8%
TV23	28/04/2023	-6,5%	11400	5,4%	10,7%

Calendario de la semana (del 24 al 28 de enero):

- Martes 25, Actividad Económica (EMAE) Dic-21 (INDEC).
- Miércoles 26, EUA: comunicado de la reunión de la FED.
- Jueves 27, Licitación del Tesoro Nacional.
- Viernes 28, Vencimiento con el FMI. Balance Cambiario dic-21 (BCRA).

Internacional:

EUA:

Empleo: Los pedidos de seguro de desempleo subieron a 286.000 la semana que finalizó el 14 de enero, desde 231.000 previo, y por encima de lo esperado en 225 mil. Esta es la tercera suba semanal consecutiva.

El mercado de futuros de tasas de Fed Funds comenzó a mostrar que para el 2022 ya se esperan cuatro subas de tasas desde las tres proyectadas por la FED y por el mismo mercado hace un mes. Esto llevaría la tasa de referencia a un rango de 1%-1,25% para fin de 2022, el mismo nivel que alcanzó cuando comenzó con la reducción de la hoja de balance en oct-17.

Apertura: UST10Y 1,73%, las bolsas del mundo operan mixtas (S&P +0,3%) y commodities suben (petróleo, oro y soja).

CONTEXTO INTERNACIONAL

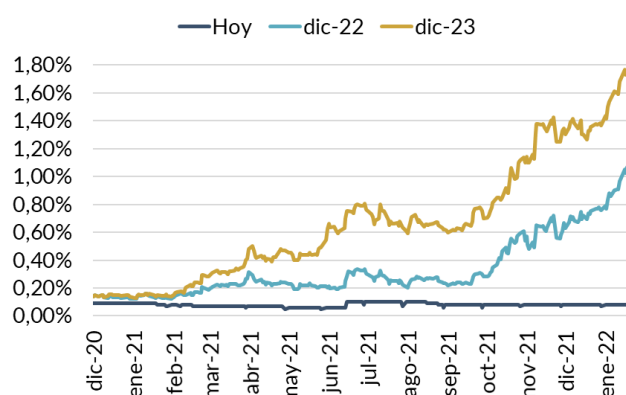
EUA:

Empleo: Los pedidos de seguro de desempleo subieron a 286.000 la semana que finalizó el 14 de enero, desde 231.000 previo, y por encima de lo esperado en 225 mil. Esta es la tercera suba semanal consecutiva.

El mercado de futuros de tasas de Fed Funds comenzó a mostrar que para el 2022 ya se esperan cuatro subas de tasas desde las tres proyectadas por la FED y por el mismo mercado hace un mes. Esto llevaría la tasa de referencia a un rango de 1%-1,25% para fin de 2022, el mismo nivel que alcanzó cuando comenzó con la reducción de la hoja de balance en oct-17.

Este miércoles será la primera reunión del año de la FED, y se esperarán novedades sobre el sendero de tasas y la hoja de balance. El mercado espera que para esta reunión se mantenga la tasa en el rango actual de 0%-0,25%, y que la primera suba sea en la reunión de marzo.

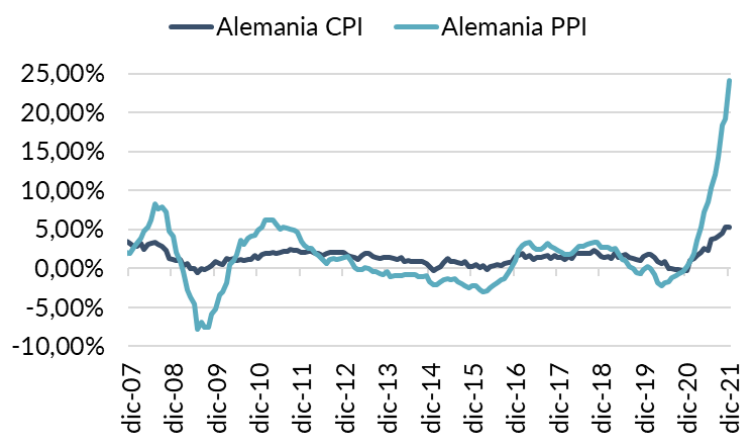
Futuros de tasa de la FED esperada por el mercado



ALEMANIA:

La inflación mayorista del mes de diciembre fue +24,2% YoY, desde +19,2% YoY en noviembre, liderado por la suba en los precios de la energía.

Inflación Minorista y Mayorista



JAPON:

El Banco Central de Japón (BoJ) mantuvo sin cambios su tasa de política monetaria de corto plazo en -0,1%. En sus revisiones trimestrales aumentaron la proyección de inflación para el año fiscal 2022 que empieza en abril a 1,1% desde 0,9%, debido a mayores costos en energía y materiales (en el 2021 la inflación fue de +0,8% YoY). De todas

maneras, las autoridades dijeron que van a mantener la postura ultra laxa aún cuando el resto de los bancos centrales decida terminarlas.

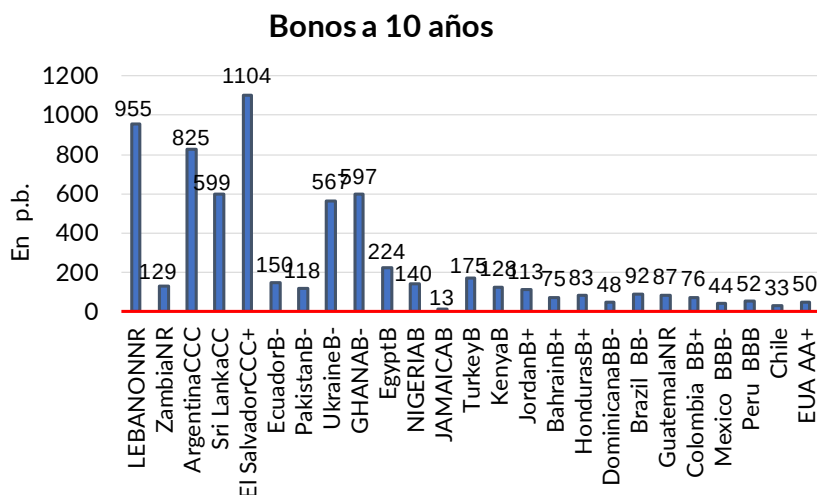
En términos globales, si bien siguieron subiendo la mayoría de los indicadores de inflación minorista en dic-21, los indicadores de inflación mayorista se redujeron. De continuar esta tendencia, podríamos estar cercanos a la inflación máxima.

Inflación Minorista y Mayorista

CPI Inflación Minorista YoY				PPI Inflación Mayorista YoY			
	Último	Previo	Referencia		Último	Previo	Referencia
EUA	7,0%	6,8%	dic-21	EUA	9,7%	9,8%	dic-21
Europa	5,0%	4,9%	dic-21	Europa	23,7%	21,9%	nov-21
Alemania	5,3%	5,2%	dic-21	Alemania	24,2%	19,2%	dic-21
Japón	0,8%	0,6%	dic-21	Japón	8,5%	9,2%	dic-21
China	1,5%	2,3%	dic-21	China	10,3%	12,9%	dic-21
UK	5,4%	5,1%	dic-21	UK	9,3%	9,4%	dic-21
Brasil	10,1%	10,7%	dic-21	Brasil	20,6%	19,6%	dic-21

Vale la pena recordar, que **desde que la FED empezó a hablar de endurecer su política monetaria (en ago-21), todos los bonos soberanos del mundo subieron de rendimiento (sin importar la calificación crediticia)**, y el bono a diez años de EUA subió 50pb. Como se espera que siga endureciéndose la política monetaria de EUA, sugerimos tener poca deuda en cartera, priorizando la de duration más baja y de mejor calificación crediticia. Desde ya esto afecta negativamente a la deuda Argentina, y el potencial efecto de un acuerdo con el FMI será distinto en este contexto internacional.

Variación de rendimientos en bonos soberanos desde ago-21



Calendario

Fecha	País	Indicador	Previo	Consenso
26-ene	EUA	Decisión de Política Monetaria	0,25%	0,25%
27-ene	EUA	PBI 4Q21	2,30%	5,40%
28-ene	EUA	PCE YoY DIC	5,70%	5,90%

BONOS EN DÓLARES

Escenarios de bonos en dólares soberanos para Dic-23:

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 con canje que alarga plazo sin quitas de capital ni cupón (el escenario que luce hoy más probable): 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.

Muy Negativo canje con quita del 45% del capital y alargamiento de plazos: 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 y aplazar todos los pagos de capital de bonos 10 años, manteniendo los cupones de interés.

Nuestros bonos preferidos para esperar un acuerdo con el FMI (con un nivel de liquidez aceptable) son AL35/GD35 (porque son los bonos de menor paridad) o AE38/GD38 (por los altos cupones), debido a que el escenario que vemos más probable, es el de una reestructuración en 2024 (en nuestra tabla en dic-23).

Escenarios

			Escenario Neutro (mantiene TIR actuales)			Escenario Positivo		Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 con quita del 45% del capital y alargando plazo 10 años			Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 alargando plazo 10 años				Monto Negociado (US\$ mln)
	PX	TIR	Misma TIR	PX misma TIR	Retorno	PX**	Retorno	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	Cupones	EY Dic-23 Similar Ene-15	VNA	Retorno Total	
GD29	33,0	27,2%	27,2%	52,2	58%	78,0	136%	10,0%	19,7	-36%	1,50	9,2%	38,9	22%	0,5
GD30	31,2	26,7%	26,7%	49,0	57%	74,9	141%	10,5%	17,2	-42%	0,75	9,5%	35,0	15%	27,6
GD35	28,6	20,4%	20,4%	40,5	42%	66,7	134%	11,0%	29,0	9%	2,06	11,3%	51,3	87%	3,0
GD38	34,3	20,8%	20,8%	48,5	42%	74,5	117%	11,5%	28,5	-3%	4,88	10,0%	59,4	87%	3,2
GD41	32,2	18,5%	18,5%	43,8	36%	60,5	88%	12,0%	22,5	-15%	4,75	11,3%	45,3	56%	1,9
GD46	30,0	20,3%	20,3%	42,5	42%	61,7	105%	12,5%	23,2	-16%	2,06	10,0%	55,3	91%	0,0
AL29	30,0	29,8%	29,8%	49,5	65%	75,9	153%	11,0%	17,7	-36%	1,50	9,7%	36,8	28%	0,1
AL30	28,1	29,5%	29,5%	46,3	65%	72,8	159%	11,5%	15,5	-42%	0,75	10,0%	33,0	20%	10,4
AL35	28,1	20,7%	20,7%	40,1	43%	62,9	124%	12,0%	26,5	1%	2,06	11,8%	47,2	75%	0,3
AE38	31,7	22,3%	22,3%	46,0	45%	70,8	123%	12,5%	26,2	-2%	4,88	10,5%	56,6	94%	1,6
AL41	30,4	19,4%	19,4%	42,1	38%	57,1	88%	13,0%	20,7	-16%	4,75	11,8%	43,1	57%	0,1

**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).

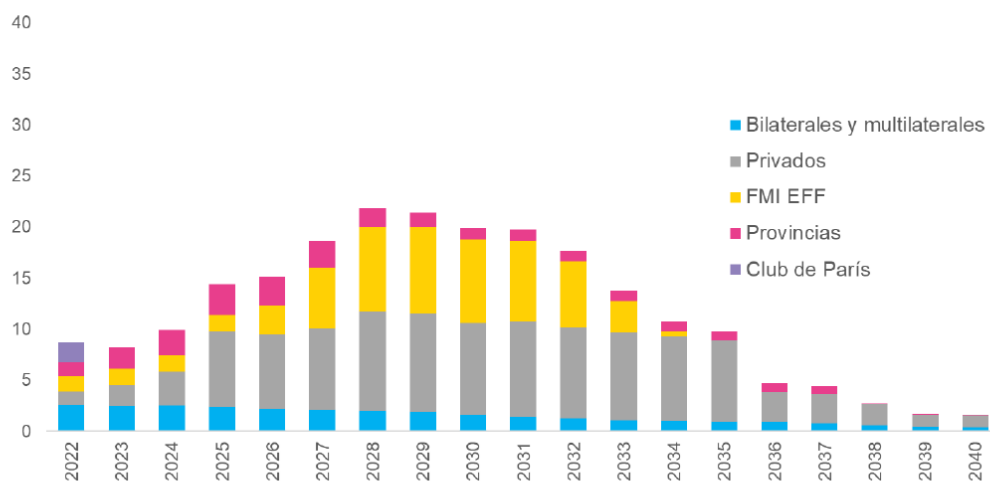
Según información oficial del Ministerio de Economía, el perfil de vencimientos de deuda (ver próximo gráfico) sumado a un stock de deuda/PIB inicial alto para un país como Argentina, es lo que sugiere que difícilmente se obtenga acceso al mercado de capitales en 2024/5 para evitar un nuevo canje forzado. Aunque creemos que dicho canje no será agresivo (con recorte de capital o cupones), sino amigable (sólo extendiendo plazo de capital, y podría incorporar incluso algún aumento en los cupones de intereses).

Escenario de deuda pública externa con un programa de Facilidades Extendidas

Sector Público: Nación y Provincias

Perfil de vencimiento de capital e intereses en moneda extranjera.

En miles de millones de USD.



Fuente: Ministerio de Economía

Déficit Fiscal:

El resultado primario de 2021 fue un déficit de -3,0% del PIB (sin considerar los DEGs), desde -6,4% del PIB en 2020. La caída del déficit de -3,4% del PIB se dio:

- 3,0% por reducción del gasto (las prestaciones sociales como jubilaciones y planes cayeron -3,3% del PIB, aumentaron los gastos en subsidios +0,4% del PIB y el gasto de capital +0,4% del PIB) y,
- +0,4% por aumento de los ingresos (básicamente explicado por el aporte solidario que sumó +0,5% del PIB los ingresos).

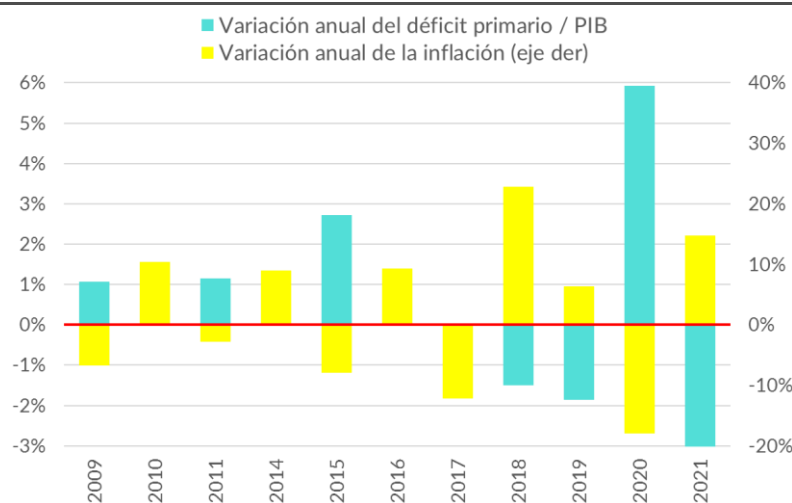
El recorte del gasto en prestaciones sociales (desde 14,9% del PIB hasta 11,6% del PIB), es el motivo que la vicepresidenta atribuye al resultado electoral. Creemos que este podría ser el nudo de la discusión del déficit con el FMI.

Resultado Fiscal

	Mes en \$ mln		\$ %		YTD % PBI						2021vs2020	2021vs2019
	dic-21	dic-20	YoY		dic-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17	dic-16		
INGRESOS TOTALES	879.209	469.386	409.822	87%	18,0%	17,6%	18,1%	17,6%	18,7%	19,8%	0,4%	0,0%
Tributarios	801.050	435.153	365.896	84%	16,0%	16,0%	15,7%	15,7%	17,3%	18,7%	0,0%	0,3%
Rentas de la propiedad Netas	43.064	15.749	27.314	173%	0,8%	0,6%	1,0%	1,2%	0,7%	0,3%	0,2%	-0,2%
Otros ingresos corrientes	33.654	16.750	16.904	101%	1,2%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,5%	0,4%
Ingresos de capital	1.442	1.733	-292	-17%	0,0%	0,3%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,5%
GASTOS PRIMARIOS	1.375.552	777.014	598.539	77%	21,0%	24,0%	18,5%	19,9%	22,5%	24,0%	-3,0%	2,5%
Gastos corrientes primarios	1.268.405	731.257	537.148	73%	19,6%	23,0%	17,4%	18,5%	20,6%	21,8%	-3,3%	2,2%
Prestaciones sociales	772.134	466.559	305.575	65%	11,6%	14,9%	11,2%	11,3%	12,2%	11,6%	-3,3%	0,4%
Jubilaciones y pensiones contributivas	481.564	303.608	177.955	59%	7,2%	8,6%	7,7%	7,9%	8,7%	8,0%	-1,4%	-0,6%
Asignación Universal para Protección Social	23.464	38.558	-15.094	-39%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	1,1%	1,3%	-0,1%	0,0%
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y otras	39.295	16.948	22.348	132%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	0,0%	0,0%
Pensiones no contributivas	48.132	23.529	24.603	105%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%	-0,2%	-0,1%
Prestaciones del INSSJP	40.151	28.016	12.135	43%	0,7%	1,0%	0,8%	0,9%	0,5%	0,4%	-0,2%	0,0%
Otros programas (Progresar, Argentina Trabaja)	139.528	55.899	83.629	150%	1,7%	3,0%	0,6%	0,4%	0,3%	0,0%	-1,3%	1,1%
Subsidios económicos	160.558	81.562	78.996	97%	2,9%	2,5%	1,6%	1,9%	2,0%	3,5%	0,4%	1,4%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	206.709	107.798	98.911	92%	3,3%	3,3%	3,2%	3,6%	4,0%	4,2%	0,0%	0,0%
Transferencias corrientes a provincias	50.348	37.481	12.868	34%	0,8%	1,2%	0,6%	0,5%	0,7%	0,9%	-0,4%	0,2%
Otros gastos corrientes	41.739	12.701	29.038	229%	0,5%	0,3%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	0,2%	-0,4%
Gastos de capital	107.147	45.756	61.391	134%	1,4%	1,0%	1,1%	1,4%	2,0%	2,2%	0,4%	0,3%
RESULTADO PRIMARIO	-496.344	-307.628	-188.716	61%	-3,0%	-6,4%	-0,4%	-2,3%	-3,8%	-4,2%	3,4%	-2,6%
Intereses Netos del Sector Público	15.651	11.282	4.369	39%	1,5%	2,0%	3,3%	2,6%	2,1%	1,6%	-0,5%	-1,9%
RESULTADO FINANCIERO	-511.995	-318.909	-193.086	61%	-4,5%	-8,3%	-3,8%	-4,9%	-5,9%	-5,8%	3,9%	-0,7%

Dado que gran parte del gasto se ajusta a la inflación pasada, y la recaudación corre a la inflación última, los años que cae la inflación (2009, 2011, 2015 y 2020) el déficit suele subir. En el marco del programa con el FMI, en 2022 se espera un ajuste del déficit, lo que sugiere que la inflación de 2022 será igual o mayor a la de 2021.

Déficit e Inflación



POLÍTICA MONETARIA

La inflación mayorista de dic-21 fue +2,3% MoM, con "Productos importados" subiendo +1,2% MoM, esto es una señal de que el tipo de cambio oficial impactaría poco en la inflación mayorista.

Nuestro indicador de inflación adelantada, sugiere que en ene-21 el dato de inflación minorista sería similar al de dic-21 (3,8% MoM y 51% YoY).

Inflación

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

TIPOS DE CAMBIO

Tipo de Cambio Oficial y Futuros de Dólar:

Futuros de dólar: En la última semana, bajaron 44 centavos en promedio, cayeron en todos los vencimientos.

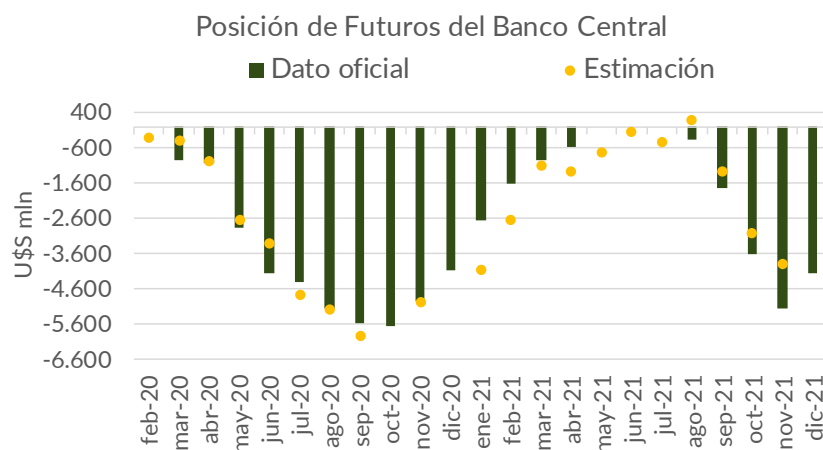
Futuros de Dólar, última semana

MAE	DOLLAR FUTURES ROFEX			Valor / Value			Var Mensual Valor
\$ 104,35	January 21, 2022			Variation (cents)			
	Valor / Value	Implicit rate (TNA)	Interés Abierto / Open interest (K U\$S)	1 Day	1 Week	1 Month	
Jan-22	105,28	32,4%	2.368.043	-5	-14	-224	
Feb-22	108,80	40,9%	1.361.008	-7	-38	-290	3,3%
Mar-22	114,08	49,3%	676.465	-3	-48	-272	4,9%
Apr-22	118,62	50,9%	185.579	2	-49	-238	4,0%
May-22	123,75	52,2%	120.105	20	-50	-195	4,3%
Jun-22	128,40	52,6%	69.065	25	-30	-250	3,8%
Jul-22	132,80	52,6%	38.866	30	-20	-270	3,4%
Aug-22	137,50	52,2%	24.899	0	-50	-200	3,5%
Sep-22	141,85	52,0%	31.161	0	-95	-250	3,2%
Oct-22	146,80	52,5%	19.087				3,5%
Total	4.939.659			7	-44	-243	

Según información oficial, al 31-dic-21 el Banco Central tenía vendidos U\$S 4.185 mln, casi U\$S 1.000 mln menos que el 30-nov-21, lo que verifica nuestra estimación de que la autoridad monetaria viene reduciendo su posición vendida, y habría seguido reduciendo su posición en ene-22. Aunque, vale la pena tener presente, que el interés abierto pendiente de vencer, sugiere que no habría un salto del tipo de cambio oficial (de más de 5%) en el corto plazo.

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



INSTRUMENTOS EN PESOS

Para posiciones en pesos al 30-abr-22, partiendo de los rendimientos actuales (CER -4,5% y Dollar Linked -9%), si el tipo de cambio oficial se deprecia a un ritmo de 3,5% mensual (o menor) los próximos tres meses (desde 2,2% actualmente), el mayor retorno lo brindaría la opción de CER. Recordamos además, que existe el riesgo de que se acelere la inflación, y se desacelere el movimiento del tipo de cambio oficial, por lo tanto sugerimos mantener una porción de la cartera en CER.

Instrumentos en pesos al 30-abr-22

Inversiones en pesos valuadas al 30-abr-2022							Allaria Ledesma & Cia 50 AÑOS	
Bono	Ajuste	Venc. Orig	Días Remanentes	Precio	Tasa Descuento // Tipo de Cambio	Pago	Retorno Proyectado	TNA
Sintético Compra DL venta Futuro abr-22	Tasa Fija	30/04/2022	99				11,2%	41,46%
S29A2	Tasa Fija	29/04/2022	95	90,22	49,1%	100,00	10,8%	41,65%
TV22	Dólar linked	29/04/2022	95	10.696	Futuro Abr-22	11.874	11,0%	42,30%
TV22	Dólar linked	29/04/2022	95	10.696	Break Even	11.937	11,6%	44,59%
X23Y2	CER	23/05/2022	95	131,80	-4,5%	147,10	11,6%	44,59%

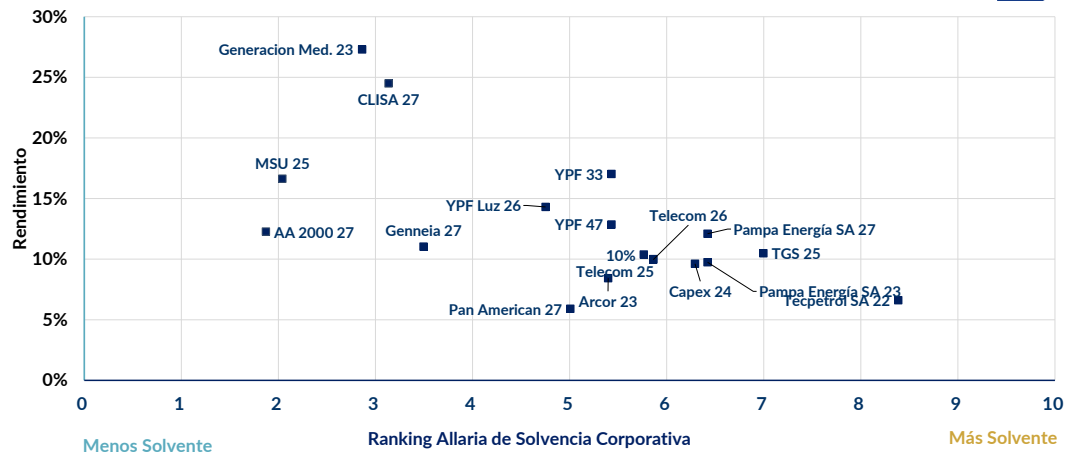
Supuestos al 30-abr-2022		Var Mensual entre hoy y el 29-abr	
CER acumulado	13,3%		
Badlar	34,2%		
TC Oficial igual a la curva de Futuros de Dólar	118,6	3,4%	
TC Oficial Break Even con la alternativa más rentable	119,3	3,5%	

Fundamentos de Corporativos



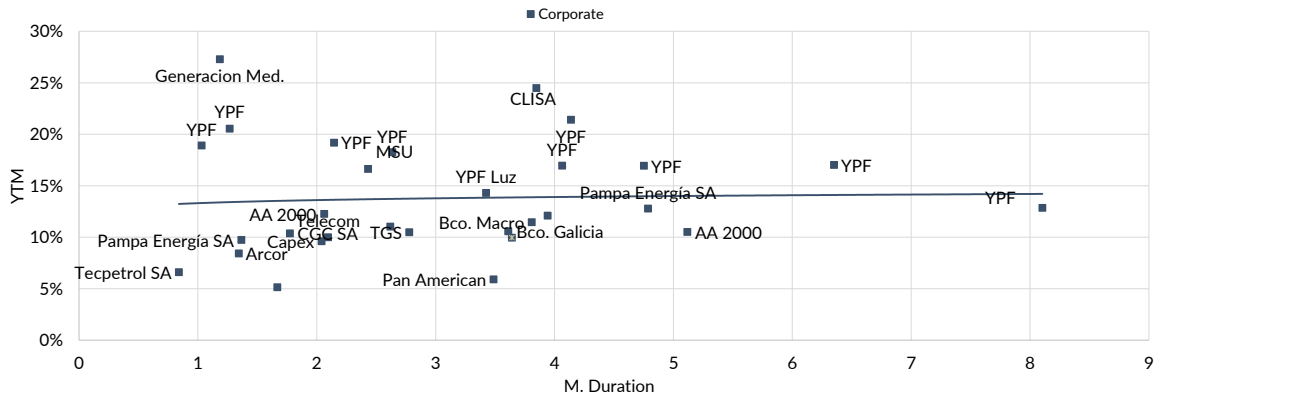
Ratios	IRCP	TECPETROL	YPF	YPF LUZ	MSU	PAMPA	ARCOR	AA2000	GENNEIA	PAN AMERICAN	CLISA	CGC	TELECOM	TGS	CAPEX	Generacion Med.
Ratios de Solvencia:																
Deuda total / Activos	55%	64%	65%	58%	91%	54%	70%	57%	85%	53%	92%	74%	50%	44%	58%	87%
Deuda Fin. Neta / PN	39%	75%	80%	92%	807%	51%	160%	76%	326%	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

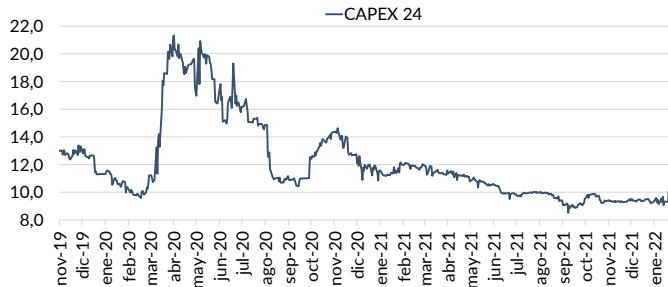
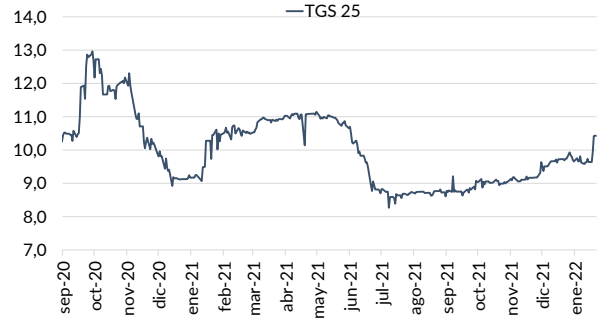


ARGENTINA CORPORATE DEBT															
Sector	Issuer Name	Maturity	YTM (Bid)	Bid Price	Ask Price	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U\$S mln)	Minimum Denom.	YTW Date	YTW (ask)	Governing Law	ISIN	
Financials	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	19-jul-26	10,6%	92,8	93,8	3,61	7,94%	Ca	250	200.000	19-jul-26	10,6%	New York	US059538AR97	
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	11,5%	84,0	85,0	3,81	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%	97,4	98,4	1,77	9,50%	NULL	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84	
Energy	Genneia SA	2-sep-27	11,0%	93,4	94,4	2,62	8,75%	Caa3	366	2.000	n/a	n/a	New York	USP46756BA25	
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	15-nov-23	5,1%	99,3	100,0	1,67	5,00%	NULL	120	150.000	15-ago-23	4,9%	New York	US69784DAA63	
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	30-abr-27	5,9%	111,4	112,4	3,49	9,13%	NULL	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47	
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	6,6%	98,6	99,1	0,84	4,88%	Caa1	500	1.000	12-dic-22	6,6%	New York	US87876TAE47	
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	10,5%	90,5	91,0	2,78	6,75%	Caa3	500	150.000	2-may-24	10,5%	New York	USP9308RAZ66	
Energy	YPF SA	4-abr-24	18,9%	87,1	87,6	1,03	8,75%	Caa3	866	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76	
Energy	YPF SA	23-mar-25	20,6%	84,0	85,0	1,27	8,50%	NULL	298	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72	
Energy	YPF SA	28-jul-25	18,3%	74,0	75,0	2,63	8,50%	Caa3	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJE04	
Energy	YPF SA	12-feb-26	19,2%	78,3	79,3	2,14	4,00%	Caa3	776	1	12-feb-26	19,2%	New York	USP989MJBR17	
Energy	YPF SA	21-jul-27	17,0%	64,9	65,4	4,06	6,95%	NULL	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34	
Energy	YPF SA	27-jun-29	16,9%	67,1	68,1	4,75	8,50%	Caa3	399	10.000	27-jun-29	16,9%	New York	USP989MJB50	
Energy	YPF SA	30-jun-29	21,4%	56,9	57,9	4,14	2,50%	Caa3	748	1	30-mar-29	21,5%	New York	USP989MJB599	
Energy	YPF SA	30-sep-32	17,0%	48,5	49,5	6,35	1,50%	Caa3	576	1	30-jun-33	17,1%	New York	USP989MJB72	
Energy	YPF SA	15-dic-47	12,9%	58,0	62,5	8,10	7,00%	NULL	537	10.000	15-dic-47	12,9%	New York	USP989MJB03	
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infra	25-jul-27	24,5%	50,5	51,5	3,85	4,50%	NULL	325	100	n/a	n/a	New York	USP3063XAJ74	
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	27,3%	81,0	82,0	1,18	9,63%	Caa3	67	150.000	27-jul-23	27,3%	New York	US36875LAA70	
Utilities	Capex SA	15-may-24	9,6%	94,9	95,9	2,04	6,88%	NULL	300	1.000	15-may-24	9,6%	New York	USP20058AC08	
Utilities	MSU Energy SA	1-feb-25	16,6%	78,8	79,8	2,43	6,88%	Caa3	600	150.000	1-feb-25	16,6%	New York	US76706AAA25	
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	9,7%	97,1	98,1	1,37	7,38%	Caa3	390	1.000	21-jul-23	9,7%	New York	US71647XAA54	
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	12,1%	84,3	85,3	3,94	7,50%	Caa3	636	150.000	24-ene-27	12,1%	New York	US697660AA69	
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	12,8%	85,8	86,8	4,79	9,13%	Caa3	293	150.000	15-abr-29	12,8%	New York	USP7464EAB22	
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	14,3%	87,5	88,5	3,42	10,00%	Caa3	400	1.000	25-jul-26	14,3%	New York	USP9897PAB06	
Consumer Non	Arcor SAIC	6-jul-23	8,4%	97,0	98,0	1,34	6,00%	Caa2	500	1.000	6-jul-23	8,4%	New York	US03965PAC59	
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	10,0%	96,3	97,3	2,09	8,50%	NULL	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44	
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	10,0%	93,9	94,9	3,64	8,00%	NULL	400	1.000	18-jul-26	10,0%	New York	USP9028NAV30	
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	12,3%	90,0	91,0	2,06	9,38%	Caa3	103	150.000	6-feb-27	12,3%	New York	USP00928MAF07	
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-ago-31	10,5%	87,6	88,4	5,12	8,50%	NULL	273	1.000	1-ago-31	11,4%	New York	US00786PAE43	
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	13,0%	96,0	98,0	1,03	8,75%	NULL	360	500	23-mar-23	13,0%	New York	USP5880UAB63	

Source: Reuters / Prospect of Bonds



YTM



Fundamentos de Provincias

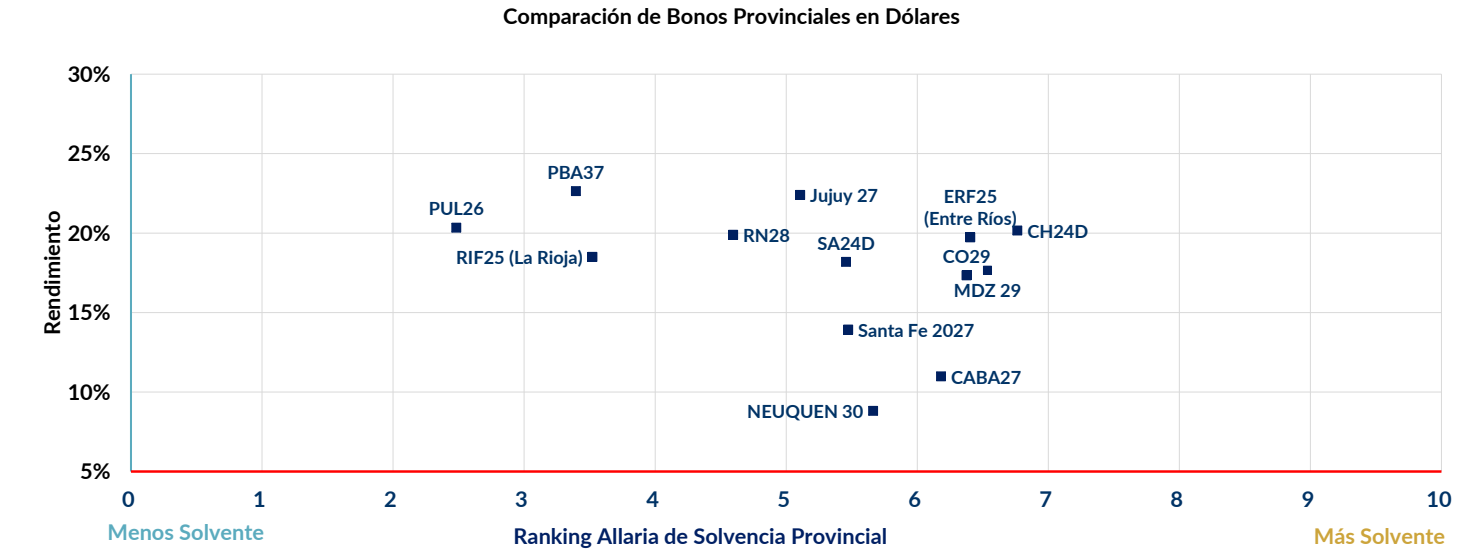
Indicadores Acumulados 12 meses (\$ mln)	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA
Total ingresos	616.512	1.482.486	589.975	219.509	127.651	246.504	249.917	170.279	527.627	124.241	101.245	281.221	133.105
De los cuales Ingresos federales	113.255	484.620	309.508	163.592	46.922	151.880	59.867	125.113	305.692	80.056	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	125.615	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	4.602	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	73.052	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	8.461	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	3.228	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	-1.374	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	sep-21	jun-21	sep-21	mar-21
Deuda Total (\$mln)	249.926	1.033.330	277.673	63.279	92.663	113.483	133.645	54.468	85.173	56.266	89.209	95.580	37.751
En Moneda Nacional	93.260	92.845	22.490	19.712	20.205	39.124	27.604	10.266	15.278	15.899	27.036	19.474	3.435
En Moneda Extranjera	156.666	940.485	255.183	43.567	72.458	74.359	106.041	44.202	69.895	40.368	62.173	76.106	34.317
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	sep-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%	2,6%	12,8%	10,3%	1,7%
Ingres. de fuernt. Federales / Ingres. Totales	18%	33%	52%	75%	37%	62%	24%	73%	58%	64%	86%	56%	91%
Salarios / Gastos Totales	43%	32%	36%	43%	52%	43%	49%	58%	39%	58%	55%	41%	42%
Intereses / ingresos totales	7,8%	4,4%	1,8%	2,6%	4,8%	4,3%	3,3%	2,1%	1,4%	3,7%	3,5%	3,5%	1,3%
Deuda Pública / Ingresos Totales	41%	70%	47%	29%	73%	46%	53%	32%	16%	45%	88%	34%	28%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda ⁽¹⁾	63%	91%	92%	69%	78%	66%	79%	81%	82%	72%	70%	80%	91%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	3%	5%	37%	2%	19%	19%	25%	9%	23%	31%	40%	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	4,6	5,1	6,4	3,5

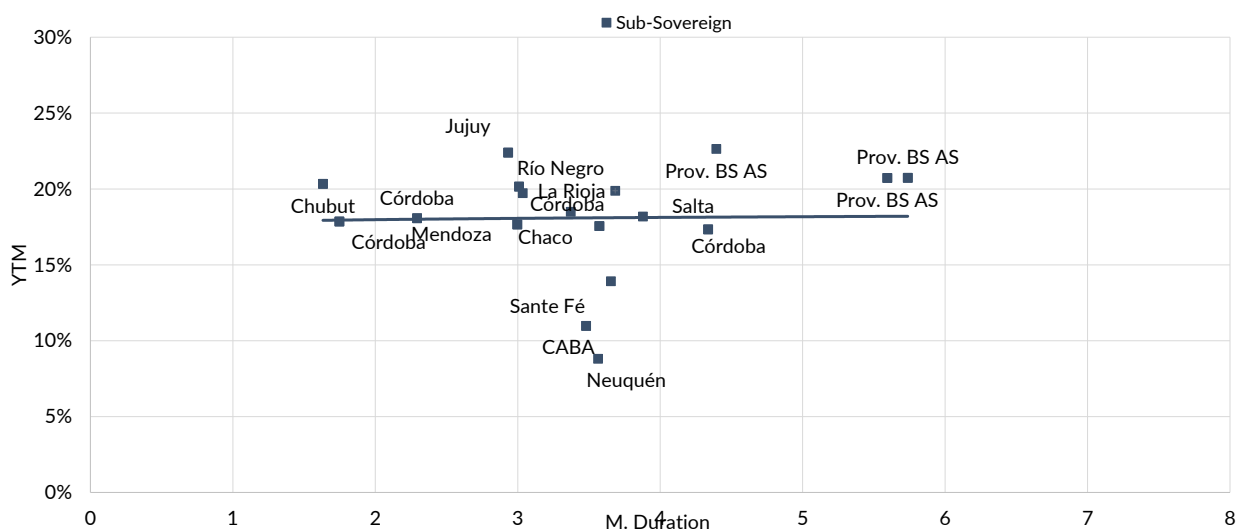
(*) Elaboración propia en base a datos fiscales oficiales.

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

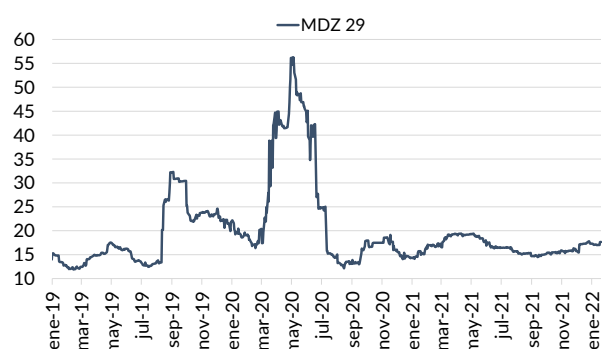
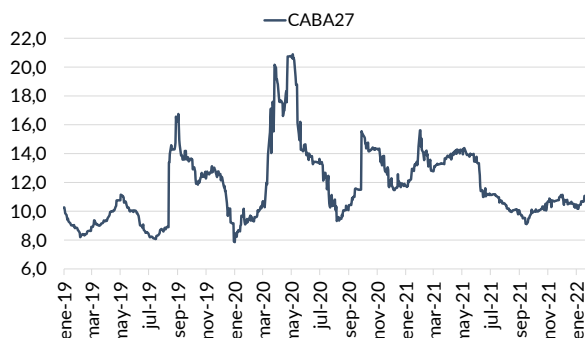


ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT											
Issuer Name	Maturity	Bid Price	Ask Price	YTM (Bid)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U\$S mln)	Minimum Denom.	Governing Law	
CABA	1-jun-27	88,00	88,50	10,99%	3,48	7,50%	Caa3	890	200.000	New York	
Neuquén	27-oct-30	58,00	59,00	17,25%	9,84	4,00%	NULL	366	1	New York	
Neuquén	12-may-30	91,50	92,50	8,81%	3,56	5,00%	NULL	314	150.000	New York	
Entre Ríos	8-ago-28	65,00	66,00	19,73%	3,03	5,00%	NULL	517	1	New York	
Prov. BS AS	1-sep-37	39,00	40,00	22,64%	4,39	3,90%	Ca	6.202	1	New York	
Prov. BS AS	1-sep-37	33,70	34,70	20,73%	5,59	3,50%	Ca	778	1	New York	
Prov. BS AS	1-sep-37	31,25	32,25	20,74%	5,74	3,00%	Ca	153	1	New York	
Córdoba	10-dic-25	75,13	76,13	18,08%	2,29	5,00%	Ca	722	150.000	New York	
Córdoba	1-jun-27	66,00	67,00	17,56%	3,57	5,00%	Ca	516	150.000	New York	
Córdoba	27-oct-26	51,58	51,67	17,86%	1,75	7,13%	WR	188	1	Argentina	
Córdoba	1-feb-29	58,75	60,75	17,34%	4,34	5,00%	Ca	456	150.000	New York	
Mendoza	19-mar-29	66,13	67,13	17,66%	3,00	4,25%	Ca	590	1.000	New York	
Chubut	26-jul-30	78,13	80,13	20,34%	1,63	7,75%	Ca	610	150.000	New York	
Salta	1-dic-27	71,00	73,00	18,19%	3,88	5,00%	NULL	357	1	New York	
Chaco	18-feb-28	64,27	64,57	20,16%	3,01	3,50%	Ca	250	150.000	New York	
Sante Fé	1-nov-27	76,03	76,46	13,92%	3,65	6,90%	Ca	250	150.000	New York	
La Rioja	24-feb-28	65,00	66,00	18,50%	3,37	3,50%	NULL	318	1	New York	
Jujuy	20-mar-27	58,63	60,63	22,40%	2,93	5,75%	NULL	210	150.000	New York	
Río Negro	10-mar-28	63,25	65,25	19,89%	3,68	4,88%	Ca	300	150.000	New York	

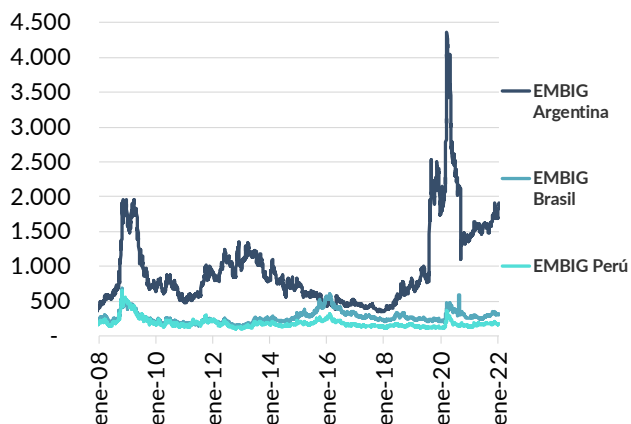
Fuente: Reuters



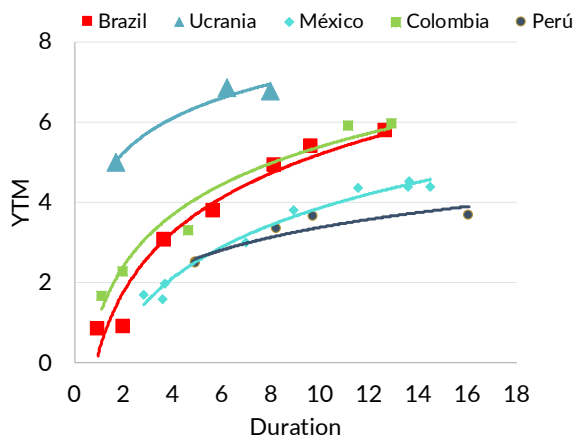
YTM



Emerging Markets Bond Index (EMBI)

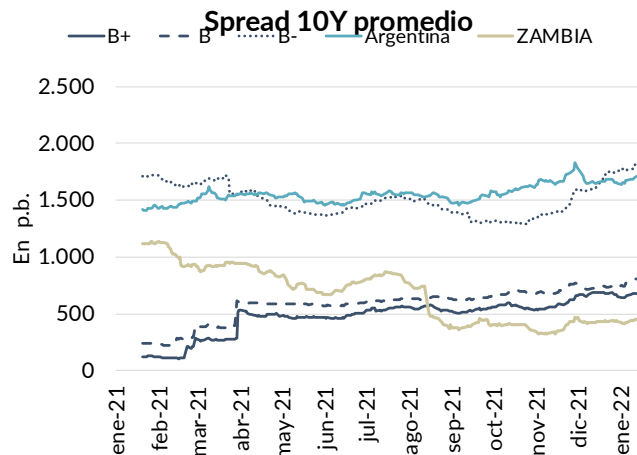
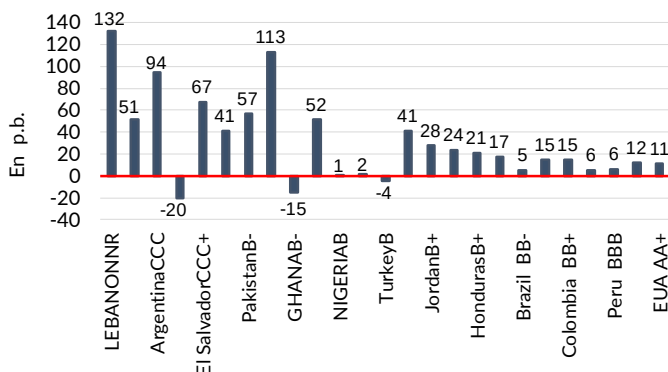


Curva en Dólares



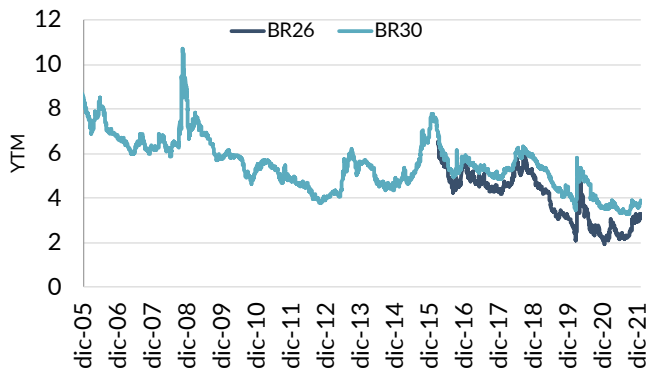
Rendimientos por Calificación Crediticia

Bonos a 10 años

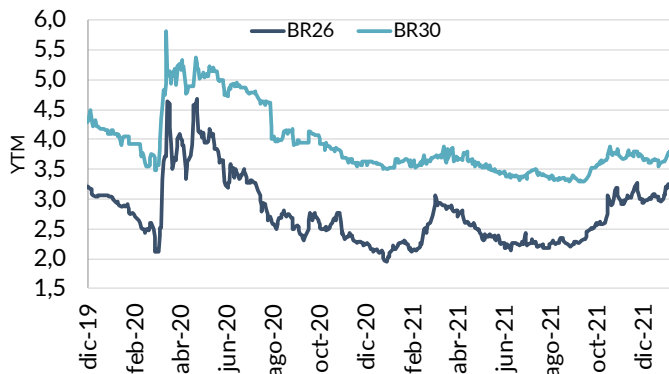


Brasil

BR30 vs BR26



BR30 vs BR26

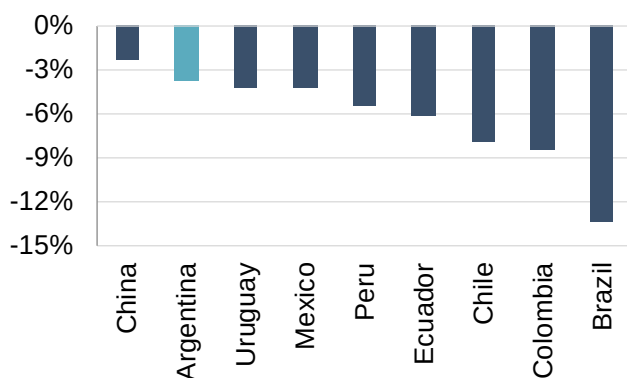


Fundamentos Macro

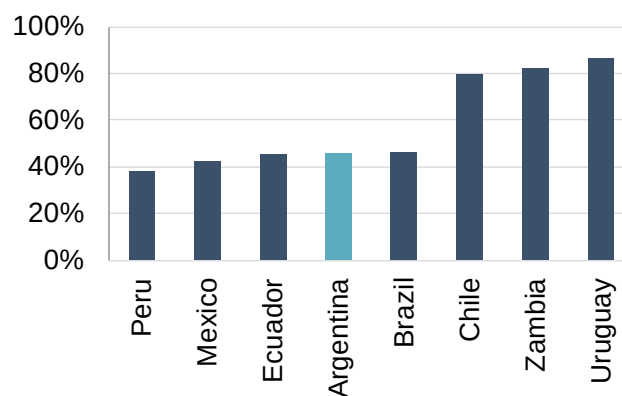
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	0,0	26,9	3,9	2,3	3,4	2,0	2,6	
EMBI	832	1907	307	136	348	352	175	155
Reservas Internacionales / PIB	8%	9%	23%	29%	19%	15%	36%	12%
Cuenta Corriente / PIB	4%	1,0%	-1%	-2%	-5%	1%	-1%	-3%
Deuda Externa / PIB	45%	46%	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	104,4	5,4	44,6	3959,0	20,5	3,8	796,2
Variación del tipo de cambio WoW	0%	0,6%	-2,0%	0,1%	-1,1%	0,8%	-1,5%	-2,8%
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	446.318	1.608.274	58.132	309.482	1.238.663	220.240	310.369
Tasa de Referencia	8%	40,0%	8%	9%	3%	6%	2,0%	4%
Inflación Esperada proximos 12 meses YoY	0,8%	54,8%	10,4%	7,4%	4,3%	5,8%	2,6%	4,9%

Fuente: Reuters

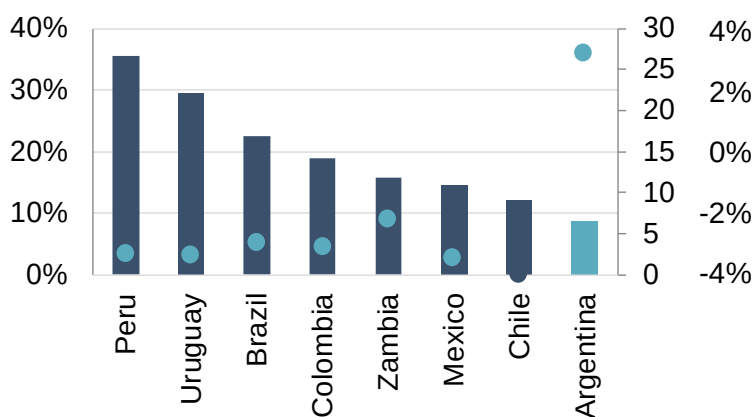
Resultado Financiero/ PIB



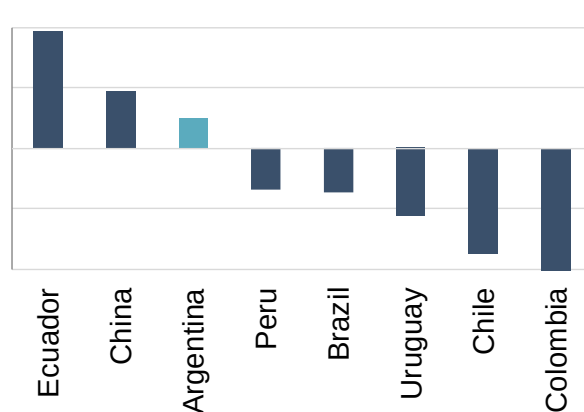
Deuda Externa / PIB



RRII / PBI - YTM 10 años (eje der)



Cuenta Corriente / PIB





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.
