

RESUMEN:

Bonos en dólares: Los bonos soberanos más líquidos cayeron en la semana que terminó el 20-may (AL30 -3,7%, GD30 -2,1%), y en menor medida bajaron también las obligaciones negociables que seguimos. Esto está en línea con lo que pasó a nivel internacional con los bonos de países con calificaciones similares (los países con mejores calificaciones tuvieron una buena semana).

Opinión: Recordamos que en la medida que suba la tasa de referencia (la próxima reunión de la FED es el 15 de junio), la UST10Y debería subir (en línea con nuestra información histórica), y deberíamos ver un aumento en el rendimiento (una caída en los precios) de gran parte de los instrumentos de deuda a nivel global. Esto sugiere tener pocos instrumentos de renta fija, y los que se mantengan de muy corto plazo (para esperarlos al vencimiento), y de muy buen crédito.

Reservas en Dólares: En los últimos 5 días hábiles las reservas brutas subieron U\$S 198 mln hasta U\$S 41.539 mln, en parte explicado porque el Banco Central compró U\$S 230 mln. En el acumulado del mes, las reservas cayeron U\$S 466 mln.

Las compras netas se encuentran muy por debajo del promedio de años con restricciones de capitales (al igual que los meses previos), y abril, mayo y junio son los meses de mayores compras de cada año. Esto sugiere, que si no logran aumentar las reservas (por medio de compras) en el próximo mes, difícilmente cumplan la meta de acumulación de reservas de jun-22 firmada con el FMI.

		20-may-22		13-may-22	19-abr-22	30-dic-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM	YTD
Hard Dollar Ley Local						
AL29	09/07/2029	36,7%	27,1	-1,3%	-13,0%	-20,7%
AL30	09/07/2030	35,2%	26,0	-3,7%	-13,2%	-18,1%
AL35	09/07/2035	23,5%	26,1	-0,1%	-11,4%	-16,7%
AE38	09/01/2038	24,3%	31,4	-4,5%	-8,5%	-14,5%
AL41	09/07/2041	20,0%	31,7	-0,1%	-5,6%	-10,3%
Hard Dollar Ley NY						
GD29	09/07/2029	33,5%	29,7	-2,4%	-12,8%	-22,4%
GD30	09/07/2030	31,2%	29,4	-2,1%	-13,1%	-16,6%
GD35	09/07/2035	22,2%	27,5	-1,5%	-11,1%	-16,0%
GD38	09/01/2038	22,0%	35,0	-4,9%	-8,5%	-9,2%
GD41	09/07/2041	19,3%	32,0	-1,0%	-10,0%	-12,7%
GD46	09/07/2046	22,8%	28,7	0,3%	-7,0%	-14,8%
Obligaciones Negociables						
Tecpetrol 2022	12/12/2022	6,0%	99,9	-1,6%	-0,9%	-0,6%
Capex 2024	25/07/2027	9,6%	96,3	0,4%	0,4%	0,3%
TGS 2025	02/05/2025	9,5%	94,0	-0,1%	1,3%	1,3%
CGC 2025	08/03/2025	9,6%	100,8	0,5%	1,0%	2,3%
Telecom 2025	06/07/2023	10,5%	97,1	-0,4%	-0,4%	-0,8%

En U\$S mln	20-may	19-may	17-may	16-may	13-may
RRII	41.539	41.484	41.395	41.357	41.288
	DoD	DoD	DoD	DoD	DoD
Var	55	89	38	69	-53
Intervención BC en MULC	40	60	0	127	4
Dep. Priv. USD			15.366	15.356	15.350
			DoD	DoD	DoD
Var			10	6	-24

Futuros de Dólar: En la última semana los valores de futuros bajaron 8 centavos en promedio.

Opinión: la variación mensual implícita del valor de los futuros aún por arriba de la inflación local esperada (expectativas del último REM más corrección por el error de estimación de abril), sugiere un buen momento para reducir posiciones compradas (sobre todo para posiciones especulativas, no tanto para posiciones de cobertura genuina como sucede con los importadores).

MAE	DOLLAR FUTURES ROFEX			Valor / Value			Var Mensual	
\$ 118,49	May 20, 2022			Variation (cents)			Valor Futuro	Inflación Arg Estim.
	Valor / Value	Implicit rate (TNA)	Interés Abierto / Open interest (K U\$S)	1 Day	1 Week	1 Month		
May-22	120,23		2.758.274	-7	-11	-143		4,8%
Jun-22	125,80	54,9%	529.893	-30	-44	-198	4,6%	4,7%
Jul-22	132,05	59,7%	385.412	-41	-26	-175	5,0%	4,3%
Aug-22	138,95	61,2%	127.573	-66	-12	-105	5,2%	4,1%
Sep-22	145,45	62,4%	94.183	-60	5	-55	4,7%	4,1%
Oct-22	152,10	63,1%	80.660	-50	10	60	4,6%	4,0%
Nov-22	158,40	63,4%	89.123	-80	9	150	4,1%	5,5%
Dec-22	164,75	63,6%	27.297	-85	-25	275	4,0%	5,5%
Jan-23	171,50	63,8%	26.695	-81	20	400	4,1%	3,9%
Feb-23	177,90	64,4%	14.607				3,7%	4,7%
Total			4.140.076	-56	-8	23		

El tipo de cambio oficial: subió la última semana 4,1% mensualizado, desde 4,2% la semana previa, aún por debajo de la inflación de abril de 6,0% MoM.

En la última semana, el índice de tipo de cambio real multilateral se depreció 2% hasta 97, porque el Real Brasileiro se

apreció 4% MoM, y pese al movimiento del tipo de cambio oficial por detrás de la inflación local.

Opinión: Creemos que el Gobierno seguirá acelerando el movimiento de tipo de cambio oficial en los próximos meses, para recuperar parte del 16% YoY que perdió el tipo de cambio real en el último año (mar-22 vs mar-21). Esto lo pensamos porque en mayo el Banco Central no tendría posiciones vendidas de futuros que le generen pérdidas, en mayo-julio la demanda de pesos crece estacionalmente (lo que reduce el traslado a precios de una devaluación), y las cuentas externas sugieren que de no haber nuevo financiamiento internacional hay que buscar un tipo de cambio real más alto.

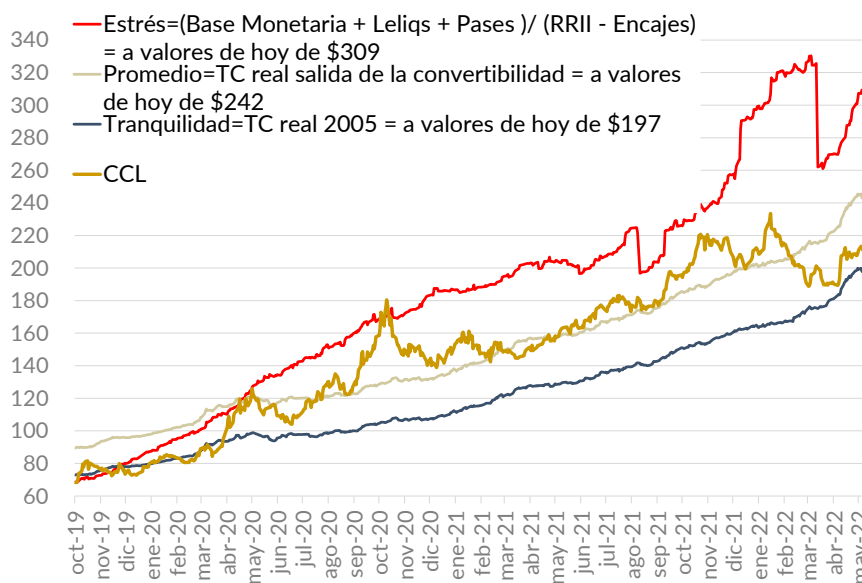
CCL

Valor: en la semana subió +0,7%, está **15% por debajo de su valor de cotización promedio (el tipo de cambio real de la salida de la convertibilidad), y 47% por debajo de su valor en situaciones de estrés.**

En particular, debido a la caída de reservas, y a la emisión de base monetaria y Leliqs, la línea de estrés (línea roja del gráfico de la derecha en el informe de Renta Fija Semanal) sube cada semana, y ya se encuentra cercana a su valor máximo de marzo (previo al ingreso de los DEGs del FMI).

Monto negociado en BYMA letras C y D: operó en promedio U\$S 93 mln diarios en la semana que terminó el 19-may, desde U\$S 74 mln la semana previa.

Opinión: Más allá que en el corto plazo pueda bajar, estos datos sugieren un buen momento para comprar CCL.



Distancia entre el CCL (GD30) y el promedio histórico:	15%
Distancia entre el CCL (GD30) y el valor de estrés:	47%

Inflación:

La inflación mayorista de abr-22 fue 5,9% MoM, desde 6,3% en marzo, y en línea con la inflación minorista.

Los bienes importados aumentaron 6,6% MoM en abril, desde 5,4% en marzo, trasladando la mayor depreciación del tipo de cambio oficial y del CCL. Los bienes nacionales subieron 5,8% MoM en abril, desde 6,4% en marzo, se destacó la desaceleración de bienes nacionales primarios que subieron 5,0% en abril, desde 6,8% en marzo.

Para mayo esperamos una nueva desaceleración de la inflación.

	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22
Mayorista Mensual	3,9%	4,8%	3,2%	3,1%	2,2%	2,5%	2,8%	2,8%	2,9%	2,3%	3,7%	4,7%	6,3%	5,9%
Nacionales	3,8%	5,0%	3,3%	3,2%	2,3%	2,6%	2,8%	2,9%	2,9%	2,3%	3,9%	4,9%	6,4%	5,8%
Primarios	1,4%	4,9%	0,5%	0,7%	2,0%	0,9%	3,4%	2,8%	3,1%	1,8%	7,4%	5,2%	6,8%	5,0%
Manufacturados	4,5%	4,9%	4,2%	4,0%	2,4%	3,2%	2,6%	2,8%	2,9%	2,5%	2,9%	4,7%	6,3%	6,2%
Energía	11,6%	8,9%	5,2%	0,8%	1,0%	2,6%	-0,4%	9,2%	-1,6%	1,1%	0,4%	10,9%	3,9%	3,9%
Internacionales	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	1,6%	1,3%	3,3%	2,3%	3,4%	1,2%	2,2%	2,8%	5,4%	6,6%
TC Oficial MoM	2,4%	1,7%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	1,2%	1,8%	2,0%	2,5%	3,3%	3,9%
TC CCL MoM	-0,2%	6,9%	5,1%	2,5%	3,4%	0,3%	9,2%	8,5%	1,2%	-2,6%	10,1%	-11,3%	-4,5%	7,2%

Déficit Fiscal:

El déficit de abr-22 fue de \$79.185 mln, creció casi seis veces respecto de abr-21, pese a que se computaron rentas de la propiedad por \$126.000 mln (mayormente por diferencias entre el valor efectivo y nominal de las colocaciones de deuda, aunque aclararon que para la meta a cumplir con el FMI limitarán este ingreso a 0,3% del PIB anual, que es lo que obtuvieron en 2021).

Los gastos primarios crecieron 87% YoY en abr-22, desde 85% YoY que crecían en mar-22, es decir se aceleró el gasto.

Dentro de los aumentos del gasto primario se destacaron las prestaciones sociales que crecieron 82% en abr-22 (desde 58% YoY en mar-22), los subsidios 148% YoY en abr-22 (desde 235% YoY en mar-22), y los salarios públicos 85% YoY en abr-22 (desde 73% YoY en mar-22). Es decir que, pese a la desaceleración del gasto en subsidios, se aceleraron las prestaciones sociales y los salarios públicos, aún cuando ya crecían por arriba de la inflación.

Los ingresos tributarios crecieron 60% YoY en abr-22 (desde 65% YoY en mar-22), esto implica que los ingresos genuinos se desaceleraron, y que crecen 25 puntos porcentuales por debajo del gasto.

	Mes en \$ mln		\$ %		YTD % PBI						
	abr-22	abr-21	YoY		abr-22	abr-21	abr-20	abr-19	abr-18	abr-17	2022vs2021
INGRESOS TOTALES	1.085.582	610.182	475.400	78%	6,7%	6,4%	5,8%	6,0%	6,2%	6,7%	0,3%
Tributarios	903.592	563.802	339.790	60%	5,8%	5,9%	5,2%	5,3%	5,5%	6,2%	-0,1%
Rentas de la propiedad Netas	134.800	11.809	122.991	1042%	0,6%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,2%	0,4%
FGS cobradas al sector privado y público financiero	8.341	7.535	806	11%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Resto rentas de la propiedad	126.459	4.274	122.185	2859%	0,5%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%	0,4%
Otros ingresos corrientes	45.020	33.788	11.232	33%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,0%
Ingresos de capital	2.171	783	1.388	177%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
GASTOS PRIMARIOS	1.164.767	621.627	543.140	87%	7,2%	6,6%	7,3%	6,0%	6,5%	7,4%	0,6%
Gastos corrientes primarios	1.076.019	573.837	502.182	88%	6,7%	6,2%	7,1%	5,6%	6,0%	6,6%	0,5%
Prestaciones sociales	638.960	350.335	288.625	82%	3,9%	3,8%	4,6%	3,6%	3,9%	4,0%	0,1%
Subsidios económicos	162.085	65.251	96.834	148%	1,0%	0,7%	0,7%	0,4%	0,4%	0,6%	0,3%
Energía	116.673	50.115	66.559	133%	0,8%	0,5%	0,5%	0,2%	0,1%	0,3%	0,3%
Transporte	44.041	14.194	29.847	210%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,0%
Otras funciones	1.370	942	428	45%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	175.318	94.342	80.975	86%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%	0,1%
Salarios	123.206	66.701	56.504	85%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,9%	1,1%	0,0%
Otros gastos de funcionamiento	52.112	27.641	24.471	89%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%
Transferencias corrientes a provincias	50.104	21.544	28.560	133%	0,3%	0,2%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%
Otros gastos corrientes	15.318	23.611	-8.293	-35%	0,2%	0,2%	0,1%	0,3%	0,4%	0,5%	0,0%
Gastos de capital	88.747	47.790	40.958	86%	0,5%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,8%	0,0%
RESULTADO PRIMARIO	-79.185	-11.445	-67.740	592%	-0,47%	-0,22%	-1,58%	0,06%	-0,33%	-0,64%	-0,2%
Intereses Netos del Sector Público	67.130	45.587	21.543	47%	0,6%	0,4%	0,8%	1,1%	0,8%	0,6%	0,1%
RESULTADO FINANCIERO	-146.315	-57.032	-89.282	157%	-1,0%	-0,7%	-2,4%	-1,0%	-1,1%	-1,3%	-0,4%

Depósitos del Gobierno Nacional al 17 de mayo eran \$672.455 mln, cayeron 1% en la semana y 26% en el último mes. Si bien este es un saldo históricamente alto, es menor al saldo del 25 de marzo \$1.094.211 mln (cuando ingresaron los DEGs del FMI pesificados por \$743.000 mln), y menor a los propios DEGs pasados a pesos. Esto sugiere, que el Gobierno ya utilizó el saldo acumulado con las buenas licitaciones del primer trimestre del año, y parte de los pesos que ingresaron cuando el Tesoro le vendió al banco Central los DEGs del FMI.

Financiamiento Monetario: el 13 de mayo el Banco Central le transfirió al Tesoro \$87.615 mln, acumula \$174.115 mln en todo mayo, y \$376.115 mln en lo que va del año (el 0,7% del PIB, con un máximo establecido con el FMI es de 1% directo, más 1,3% de los DEGs pasados a pesos).

Opinión: Históricamente cuando se usa este tipo de financiamiento con impacto en la base monetaria, sube el CCL.

Pasivos del Banco Central En el último mes, la base monetaria aumentó sólo \$28.000 mln, porque la expansión monetaria (financiamiento directo, más uso de depósitos) se compensó parcialmente con un aumento del stock de pasivos del Banco Central (Leliqs y Pases) del 8,9%. **Vale la pena resaltar, que esta velocidad de crecimiento de los pasivos del Banco Central es insostenible.**

Deuda Pública en pesos, en manos de privados

Los datos oficiales al 31-dic-21, muestran que la deuda en pesos con privados era de U\$S 37.747 mln al tipo de cambio oficial o U\$S 19.188 mln al tipo de cambio CCL.

En términos del PIB, la deuda en pesos con privados era de 8,3% al 31-dic-21, y estimamos que en el mejor escenario de financiamiento seguiría aumentando a un ritmo de 1% del PIB anual (como en los últimos años), alcanzando 10% del PIB en dic-23. Y que en un mal escenario de financiamiento, este ratio bajaría del 7% del PIB.

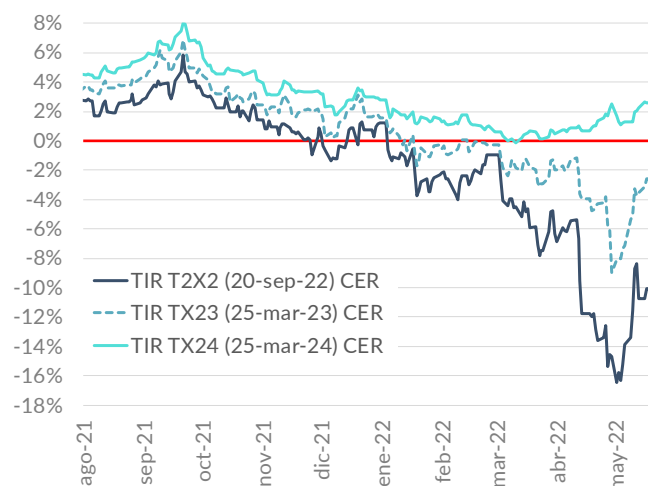
Durante los primeros cuatro meses del año, la deuda en pesos total (en poder del sector público y privado) aumentó 8%, subió 18% la deuda ajustada por inflación, y bajó 5% el stock de deuda a tasa fija.

En U\$S mln	dic-2015	dic-2019	dic-2020	dic-2021
Sector Público (ANSES, BNA, BCRA)	137.733	119.316	110.830	123.071
En pesos	45.448	21.720	14.185	11.916
En pesos + cer	12.395	15.173	16.200	20.061
En pesos Dollar Linked	2.754	3.441	4.873	3.988
En dólares y Euros	77.136	78.981	75.571	87.106
Sector Privado	73.980	115.638	113.165	114.041
En pesos	5.043	13.128	6.074	5.293
En pesos + cer	2.802	4.566	9.002	11.910
En pesos Dollar Linked	3.922	2.759	1.903	1.985
En dólares y Euros	62.213	95.185	96.185	94.853
Club de París, Banco Mundial, etc	28.953	73.399	76.756	72.755
Total Deuda Pública	240.666	308.353	300.751	309.868
Deuda Pública con privados y organismos / PIB	20%	55%	81%	81%
Deuda en pesos en poder de privados / PIB	2%	6%	7%	8%

Ajustables por Inflación (CER):

En la última semana, vimos una corrección de los rendimientos de instrumentos ajustables por CER con vencimiento desde ene-23, y un aumento de precio en los más cortos. Estos movimientos están en línea con nuestra recomendación de la última semana de mantenerse en el corto plazo de instrumentos ajustables por CER.

Seguimos viendo una preferencia de los inversores por el tramo corto, que se observa en el spread de rendimientos del bono ajustable por CER TX24 (vencimiento en mar-24) que rinde 3%+CER, y el bono T2X2 (vencimiento en sep-22) que rinde -9% +CER. Lo mismo se observa en el monto demandado en las licitaciones.

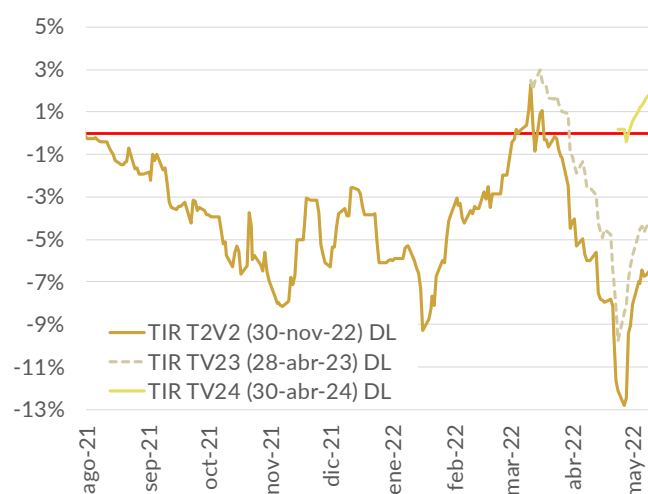


Dollar Linked:

Respecto a los instrumentos Dollar Linked, en la última semana bajaron marginalmente.

También en esta curva se observa la preferencia de los inversores por el corto plazo, que resulta de comparar el rendimientos de un bono corto como el T2V2 que rinde -4,3% + devaluación (bono dollar linked con vencimiento en nov-22), y un bono más largo como el TV24 que rinde +2,6% más devaluación (bono dollar linked con vencimiento en abr-24).

Opinión: Si bien en el corto plazo esperamos que la curva CER arroje mejores retornos que el resto, y por lo tanto creemos que aún no llegó el momento de alargar plazos. Pensando en un próximo gobierno y en un inversor institucional, un bono Dollar Linked largo podría ser un excelente negocio de aquí a dos años.



Esto lo creemos, porque los distintos referentes económicos de la oposición hablan de dar una fuerte señal fiscal y luego intentar reducir o cerrar la brecha

cambiaría. Si se diera el escenario de reducción o cierre de brecha, sin pesificación (ni quita de capital como ocurrió con los futuros de dólar en 2016), un bono dolar linked debiera subir mucho más que el CCL.

Bonos en pesos: en la última semana operaron mixtos. Subió el tramo corto de instrumentos CER y tasa fija (ledes), y se observó una corrección de los bonos CER con vencimiento desde ene-23, los bonos Dollar Linked, y los instrumentos a tasa fija con vencimiento desde oct-22.

Flujos en pesos:

En la semana vimos en los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a nivel de industria, una caída del monto administrado de FCI CER, y un aumento del monto administrado de Money Market, CER y Ledes.

Observando el mercado de dinero, subieron las tasas TNA cortas, caución a 30 días a 44%, Badlar a 45,7%, Call a 35,9%.

Las letras del Tesoro bajaron sus tasas efectivas anuales, lede a junio TEA 57,6%, lede a agosto TEA 59,6%, en línea con lo observado en los FCI.

				20-may-22	13-may-22	19-abr-22
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	WoW	MoM	
Tasa Variable Badlar o Pase						
BDC24	29/03/2024	61,0%	105,0	-0,9%	5,1%	
PBA25	12/04/2025	64,4%	100,0	0,3%	0,8%	
BDC28	22/02/2028	61,9%	96,5	-8,6%	-6,5%	
PR15	04/10/2022	68,5%	36,4	0,4%	2,4%	
CER						
X30J2	30/06/2022	-21,7%	149,9	1,0%	4,2%	
X29L2	29/07/2022	-15,7%	146,0	0,9%	4,6%	
X16G2	16/08/2022	-13,1%	130,4	0,8%	4,8%	
X21O2	21/10/2022	-5,6%	124,9	0,0%	4,0%	
X16D2	16/12/2022	-4,8%	115,8	0,1%	3,7%	
X20E3	20/01/2023	-2,3%	120,7	-0,5%	4,1%	
X17F3	17/02/2023	-1,9%	116,3	-0,6%	4,0%	
X21A3	21/04/2023	-1,1%	111,3	-1,0%		
X19Y3	19/05/2023	-1,3%	106,9	-1,1%		
T2X2	20/09/2022	-9,0%	228,5	0,4%	4,6%	
PR13	15/03/2024	-6,2%	785,0	3,4%	0,5%	
TX23	25/03/2023	-1,7%	237,4	-0,4%	3,7%	
TC23	06/03/2023	-3,2%	568,0	1,2%	3,8%	
TX24	25/03/2024	3,1%	224,9	-0,2%	3,2%	
T2X4	26/07/2024	4,0%	166,0	0,8%	2,7%	
TX26	09/11/2026	4,6%	189,6	-0,7%	0,9%	
DICP	31/12/2033	6,5%	4030,0	-2,4%	-1,6%	
PARP	30/12/2034	6,7%	2004,5	-3,1%	-1,3%	
Tasa Fija						
S31Y2	31/05/2022	54,3%	99,2	0,8%	3,8%	
S30J2	30/06/2022	57,6%	95,5	1,0%	3,9%	
S29L2	29/07/2022	59,8%	91,9	0,9%	3,9%	
S31G2	31/08/2022	59,6%	88,1	1,0%	3,6%	
S30S2	30/09/2022	59,6%	84,8	0,9%		
TO23	17/10/2023	61,6%	67,0	-0,1%	1,4%	
TO26	17/10/2026	63,7%	37,4	-2,5%	-6,6%	
Dollar Linked						
T2V2	30/11/2022	-4,3%	12145	-0,5%	1,5%	
TV23	28/04/2023	-3,5%	12280	-0,1%	2,8%	
TV24	30/04/2024	2,6%	11367	-0,8%		

Ejercicio en pesos comparado al 30-nov-22:

Incorporando el dato de inflación de 6% de abril, y las proyecciones del REM ajustadas por el error de estimación de abril para los próximos meses, encontramos que el retorno de un instrumento ajustable por CER es mucho mayor a uno a tasa fija (lede) y de uno Dollar Linked (si el tipo de cambio oficial se mueve como la curva de futuros de dólar).

Por lo tanto, sugerimos incrementar la posición en CER de corto plazo, y diversificar riesgo de mercado con Caución, y ledes compradas de forma directa para asegurar un devengamiento nominal si se la espera al vencimiento. Y dolarizar una porción de la cartera dependiendo de las restricciones de cada tipo de inversor (con CCL o Dollar Linked largo).

Inversiones en pesos valuadas al 30-nov-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	Tasa Fija	30/11/2022	194				31,4%	59,1%
TO23	Tasa Fija	17/10/2023	190	66,95	61,6%	85,96	28,4%	54,5%
T2V2	Dólar linked	30/11/2022	190	12.145	Futuro Nov-22	15.872	30,7%	58,9%
TX23	CER	25/03/2023	190	237,35	-1,7%	315,26	32,8%	63,1%
Supuestos al 30-nov-2022			Var Mensual entre hoy y el 30-nov-22					
CER acumulado		31,8%						
TC Oficial igual a la curva de Futuros de Dólar		158,4	5,3%					

Calendario de la semana (del 23 al 27 de mayo):

- Miércoles 25, EUA Minutas de la FED
- Viernes 27, Licitación del Tesoro Nacional. Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario abr-22 (BCRA). EUA: Inflación PCE abr-22

Internacional:

EUA: Powell dijo en una entrevista con el WST que la FED no dudará en seguir subiendo la tasa de interés hasta tener la inflación bajo control. Esto puede implicar superar el nivel que se considera neutral para la tasa (hoy el rango de tasas neutrales es de 2%-3%, el mercado de futuros de Fed Funds espera para dic-22 que la tasa se encuentre en 2,75-3,0%).

Apertura: UST10Y 2,82%, las bolsas del mundo suben (S&P +1,2%) y commodities suben (petróleo, oro y soja).

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.

Opinión: Nuestros bonos preferidos para quedarse comprados (con un nivel de liquidez aceptable) son GD35 (porque son los bonos de menor paridad) o AE38 (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).

El escenario de una reestructuración sin quita de capital es el que luce el más probable, porque la próxima administración tomará el mando en dic-23 con un ratio de deuda sobre PIB (con privados y organismos internacionales, valuados a un tipo de cambio de 2004) de 80%, y necesidades de financiamiento mayores a U\$S 10.000 mln anuales (históricamente altas para Argentina, pese a que son bajas en términos del PIB). Pero la carga de intereses es baja, con lo cual si se alarga el plazo de pago del capital 10 años no se precisaría quita de capital ni de cupones de interés.

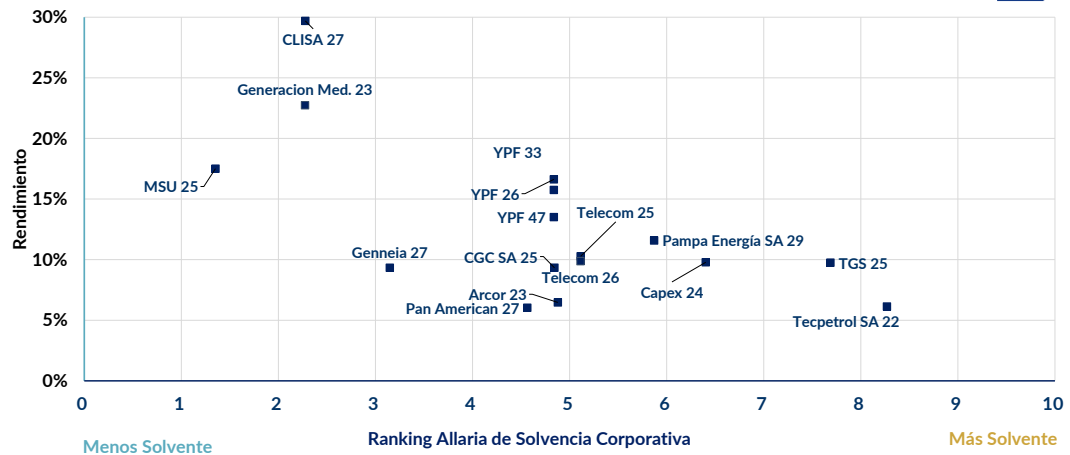
Escenarios

			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 (U\$S mln)
	PX	TIR	Misma TIR	PX misma TIR	Retorno	EY Dic-23	PX	Retorno	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	Cupones	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	19/05/2022
GD29	29,3	33,5%	33,5%	46,1	57%	12,25%	73,3	150%	12,0%	16,0	-40%	1,50	12,8%	26,9	-3%	0,0
GD30	29,0	31,2%	31,2%	44,6	54%	12,25%	70,0	141%	12,1%	14,6	-47%	0,75	12,9%	24,4	-13%	34,6
GD35	27,5	22,2%	22,2%	37,4	36%	12,50%	68,9	151%	12,2%	26,0	2%	2,06	13,4%	42,6	63%	3,7
GD38	34,6	22,0%	22,0%	46,6	35%	12,50%	76,6	122%	12,3%	26,7	-9%	4,88	13,1%	45,5	46%	4,6
GD41	32,4	19,4%	19,4%	42,1	30%	12,75%	65,5	102%	12,4%	21,8	-18%	4,75	13,4%	37,4	30%	1,5
GD46	28,2	22,8%	22,8%	38,7	37%	12,75%	66,5	136%	12,5%	23,2	-10%	2,06	13,1%	41,8	56%	0,0
AL29	26,6	36,8%	36,8%	43,4	63%	13,25%	71,4	168%	13,0%	14,5	-40%	1,50	13,8%	25,6	2%	0,1
AL30	25,6	35,2%	35,2%	41,2	61%	13,25%	68,0	166%	13,1%	13,2	-46%	0,75	13,9%	23,2	-6%	22,5
AL35	25,5	23,5%	23,5%	35,3	38%	13,50%	64,9	154%	13,2%	23,9	2%	2,06	14,4%	39,4	62%	0,1
AE38	30,9	24,4%	24,4%	42,7	38%	13,50%	72,7	135%	13,3%	24,6	-5%	4,88	14,1%	43,6	57%	3,6
AL41	31,1	20,1%	20,1%	40,8	31%	13,75%	61,7	98%	13,4%	20,0	-20%	4,75	14,4%	35,7	30%	0,1



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%	53%	64%	55%	88%	54%	69%	60%	85%	51%	92%	75%	47%	40%	54%	78%
Deuda Fin. Neta / PN	39%	38%	70%	80%	664%	41%	146%	69%	275%	38%	832%	117%	39%	3%	44%	263%
Ratios de Cobertura																
EBITDA / Intereses	2,3	32,3	7,0	5,2	2,5	4,7	5,9	1,1	3,1	4,6	5,1	7,4	7,3	13,2	12,8	2,1
Efect. / Deuda de Corto Plazo	102%	61%	35%	30%	44%	207%	24%	61%	93%	17%	14%	50%	25%	227%	125%	74%
Ingresos Operativos / Deuda Total	13%	100%	86%	37%	20%	68%	182%	38%	21%	53%	76%	75%	79%	102%	82%	21%
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2,7	0,5	1,7	2,5	5,1	1,0	2,1	6,8	2,9	1,8	3,4	1,2	1,8	0,1	0,8	4,8
RANKING	4,0	8,3	4,8	4,2	1,4	5,9	4,9	1,9	3,1	4,6	2,3	4,8	5,1	7,7	6,4	2,3

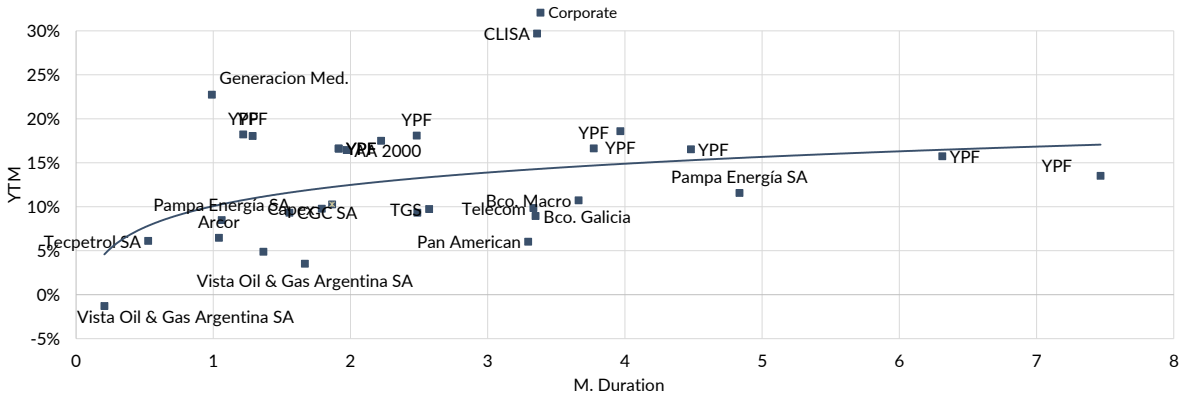
Comparación de Bonos Corporativos en Dólares



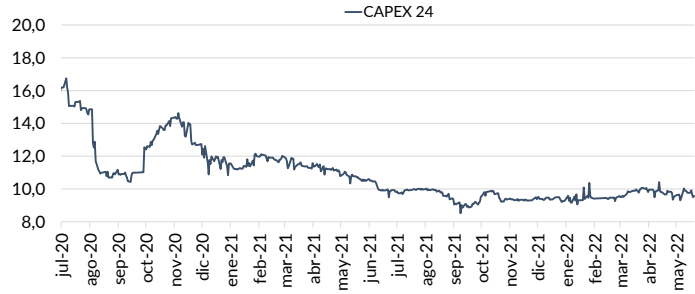
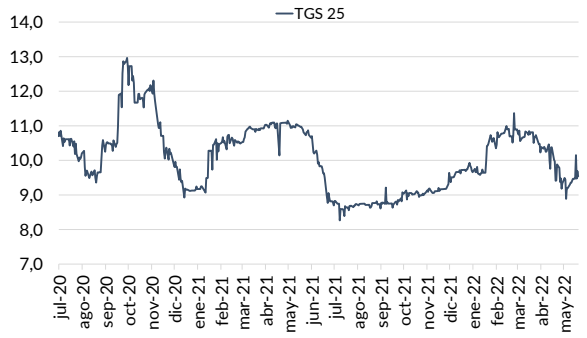
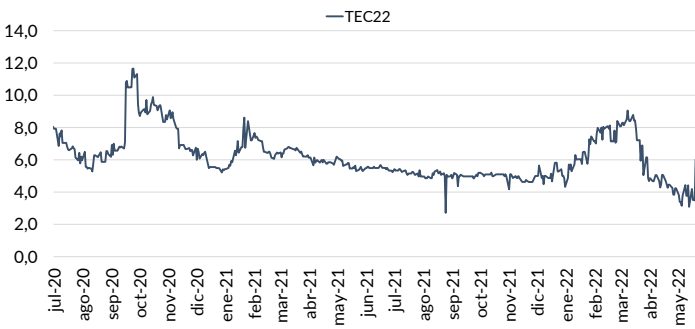
ARGENTINA CORPORATE DEBT

Sector	Issuer Name	Maturity	YTM (Bid)	Bid Price (clean)	Ask Price (clean)	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	9,0%	98,3	99,3	3,35	7,94%	Ca	250	200.000	19-jul-26	9,0%	New York	US059538AR97
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	10,7%	87,0	88,0	3,66	6,64%	Ca	400	150.000	4-nov-26	10,7%	New York	US05963GAH11
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	9,3%	99,8	100,8	1,55	9,50%	NULL	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84
Energy	Genneia SA	2-sep-27	9,3%	99,0	100,0	2,49	8,75%	Caa3	366	2.000	2-sep-27	9,3%	New York	USP46756BA25
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	15-nov-23	4,9%	100,1	100,9	1,37	5,00%	NULL	120	150.000	15-ago-23	3,4%	New York	US69784DAA63
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	30-abr-27	6,0%	110,1	111,1	3,29	9,13%	NULL	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	6,1%	99,4	99,9	0,53	4,88%	Caa1	500	1.000	12-dic-22	6,1%	New York	US87876TAE47
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	9,7%	93,0	94,0	2,57	6,75%	Caa3	500	150.000	2-may-24	9,7%	New York	USP9308RAZ66
Energy	YPF SA	4-abr-24	18,2%	88,4	88,9	1,22	8,75%	Caa3	606	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76
Energy	YPF SA	23-mar-25	18,1%	87,3	88,3	1,29	8,50%	NULL	256	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72
Energy	YPF SA	28-jul-23	18,1%	77,0	78,0	2,48	8,50%	Caa3	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBEO4
Energy	YPF SA	12-feb-26	16,6%	85,1	86,1	1,91	4,00%	Caa3	776	1	12-feb-26	16,6%	New York	USP989MJBRI7
Energy	YPF SA	21-jul-27	16,6%	67,0	67,5	3,77	6,95%	NULL	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34
Energy	YPF SA	27-jun-29	16,5%	69,1	70,1	4,48	8,50%	Caa3	399	10.000	27-jun-29	16,5%	New York	USP989MJBPS0
Energy	YPF SA	30-jun-29	18,6%	66,3	67,3	3,97	2,50%	Caa3	748	1	30-mar-29	18,6%	New York	USP989MJB599
Energy	YPF SA	30-sep-33	15,7%	54,5	55,5	6,31	1,50%	Caa3	576	1	30-jun-33	15,8%	New York	USP989MJB7T2
Energy	YPF SA	15-dic-47	13,5%	55,3	57,4	7,47	7,00%	NULL	537	10.000	15-dic-47	13,5%	New York	USP989MJBNO3
Energy	Vista Oil & Gas Argentina SA	7-ago-22	-1,3%	102,0	103,0	0,21	8,50%	NULL	50	1	7-ago-22	-1,3%	Argentina	AROILG560025
Energy	Vista Oil & Gas Argentina SA	21-feb-24	3,5%	100,0	0,0	1,67	3,50%	NULL	50	1	21-feb-24	3,5%	Argentina	AROILG560033
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infra	25-jul-27	29,7%	44,0	45,0	3,36	4,50%	NULL	325	100	n/a	n/a	New York	USP3063XAJ74
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	22,7%	88,1	89,1	0,99	9,63%	Caa3	67	150.000	27-jul-23	22,7%	New York	US36875LAA70
Utilities	Capex SA	15-may-24	9,8%	95,3	96,3	1,79	6,88%	NULL	300	1.000	15-may-24	9,8%	New York	USP20058AC08
Utilities	MSU Energy SA	1-feb-25	17,5%	79,1	80,1	2,22	6,88%	Caa3	600	150.000	1-feb-25	17,5%	New York	US76706AA25
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	8,5%	99,0	100,0	1,06	7,38%	Caa3	390	1.000	21-jul-23	8,5%	New York	US71647XAA54
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	11,6%	89,9	90,9	4,83	9,13%	Caa3	293	150.000	15-abr-29	11,6%	New York	USP7464EAB22
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	16,6%	91,8	92,8	1,91	10,00%	Caa3	400	1.000	12-feb-26	16,6%	New York	USP9897PAB06
Consumer Non	Arcor SAIC	6-jul-23	6,5%	99,6	100,6	1,04	6,00%	Caa2	500	1.000	6-jul-23	6,5%	New York	US03965PAC59
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	10,3%	96,1	97,1	1,87	8,50%	NULL	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	9,9%	94,5	95,5	3,33	8,00%	NULL	400	1.000	18-jul-26	9,9%	New York	USP9028NAV30
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	16,5%	83,5	84,5	1,97	9,38%	Caa3	94	150.000	6-feb-27	16,5%	New York	USP0092MAF07
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-ago-31	13,2%	81,0	81,8	4,92	8,50%	Caa3	273	1.000	1-ago-31	13,2%	New York	US00786PAE43
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	11,8%	97,9	99,9	0,76	8,75%	NULL	360	500	23-mar-23	11,8%	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	716.559	2.114.642	659.618	247.018	127.651	246.504	288.067	194.271	593.173	139.241	114.519	321.892	133.105
De los cuales Ingresos federales	115.672	963.119	344.317	184.164	46.922	151.880	76.776	141.034	337.042	89.653	96.853	178.628	120.828
Total gastos	731.105	2.209.354	592.022	242.063	137.408	231.495	279.132	184.769	592.650	142.754	101.520	303.036	132.477
De los cuales Gastos por intereses	51.208	68.361	13.112	5.701	6.191	10.499	7.503	4.539	8.199	4.988	4.117	7.826	1.671
De los cuales Gastos por salarios	305.858	910.981	209.928	101.036	71.620	100.632	135.669	106.606	231.997	81.578	55.524	125.356	55.407
Rdo Corriente antes de intereses	73.877	73.712	128.735	34.270	4.903	34.982	33.578	21.305	47.395	9.136	28.661	37.614	17.765
Resultado primario	36.662	-26.351	80.708	10.656	-3.566	25.508	16.437	14.042	8.723	1.475	17.115	26.682	2.299
Resultado Financiero	-14.546	-94.712	67.596	4.955	-9.757	15.009	8.934	9.502	524	-3.513	12.998	18.856	628
Año del dato fiscal	dic-21	dic-21	dic-21	dic-21	jun-21	sep-21	dic-21	dic-21	dic-21	dic-21	sep-21	dic-21	mar-21
Deuda Total (\$mln)	287.419	1.305.083	301.934	74.052	102.408	123.483	148.607	60.413	98.445	61.522	97.109	106.976	42.367
En Moneda Nacional	108.563	256.176	13.740	23.311	20.205	39.124	22.354	10.266	18.946	15.729	26.808	22.023	3.435
En Moneda Extranjera	178.857	1.048.906	288.194	50.741	82.203	84.360	126.253	50.147	79.499	45.794	70.301	84.954	38.932
Fecha del último stock de deuda conocido	dic-21	dic-21	dic-21	dic-21	jun-21	sep-21	dic-21	sep-21	dic-21	dic-21	sep-21	dic-21	mar-21

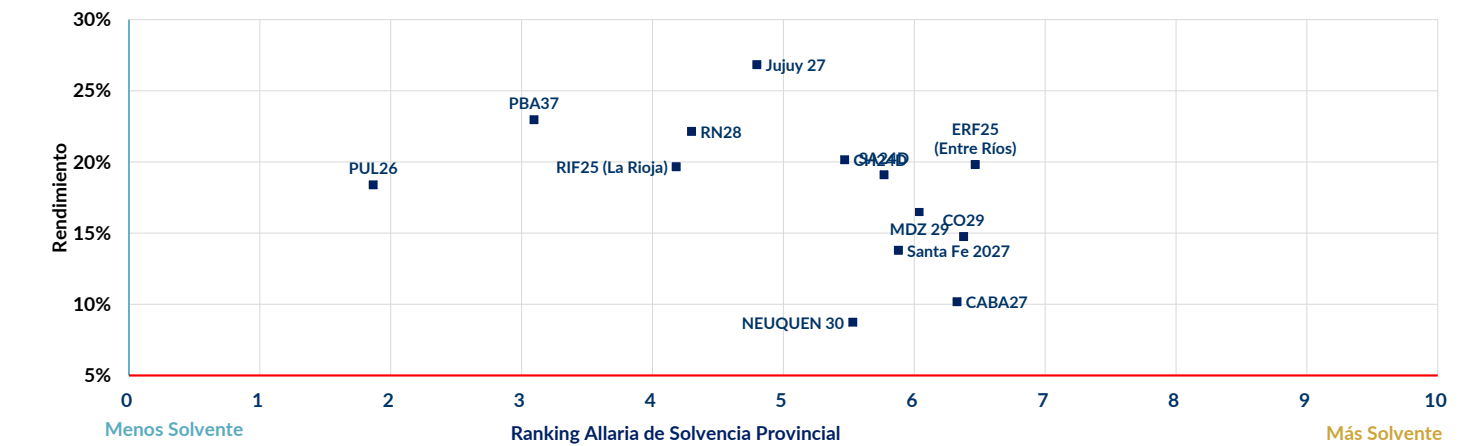
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior y Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

Ratios	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA
Resultado primario / Ingresos Totales	5,1%	-1,2%	12,2%	4,3%	-2,8%	10,3%	5,7%	7,2%	1,5%	1,1%	14,9%	8,3%	1,7%
Ingres. de fuente. Federales / Ingres. Totales	16%	46%	52%	75%	37%	62%	27%	73%	57%	64%	85%	55%	91%
Salarios / Gastos Totales	42%	41%	35%	42%	52%	43%	49%	58%	39%	57%	55%	41%	42%
Intereses / ingresos totales	7,1%	3,2%	2,0%	2,3%	4,8%	4,3%	2,6%	2,3%	1,4%	3,6%	3,6%	2,4%	1,3%
Deuda Pública / Ingresos Totales	40%	62%	46%	30%	80%	50%	52%	31%	17%	44%	85%	33%	32%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda ⁽¹⁾	62%	80%	95%	69%	80%	68%	85%	83%	81%	74%	72%	79%	92%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	2%	4%	35%	2%	17%	17%	22%	8%	21%	28%	40%	8%
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	6,3	3,1	6,4	5,5	1,9	6,0	5,5	5,8	5,9	4,3	4,8	6,5	4,2

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

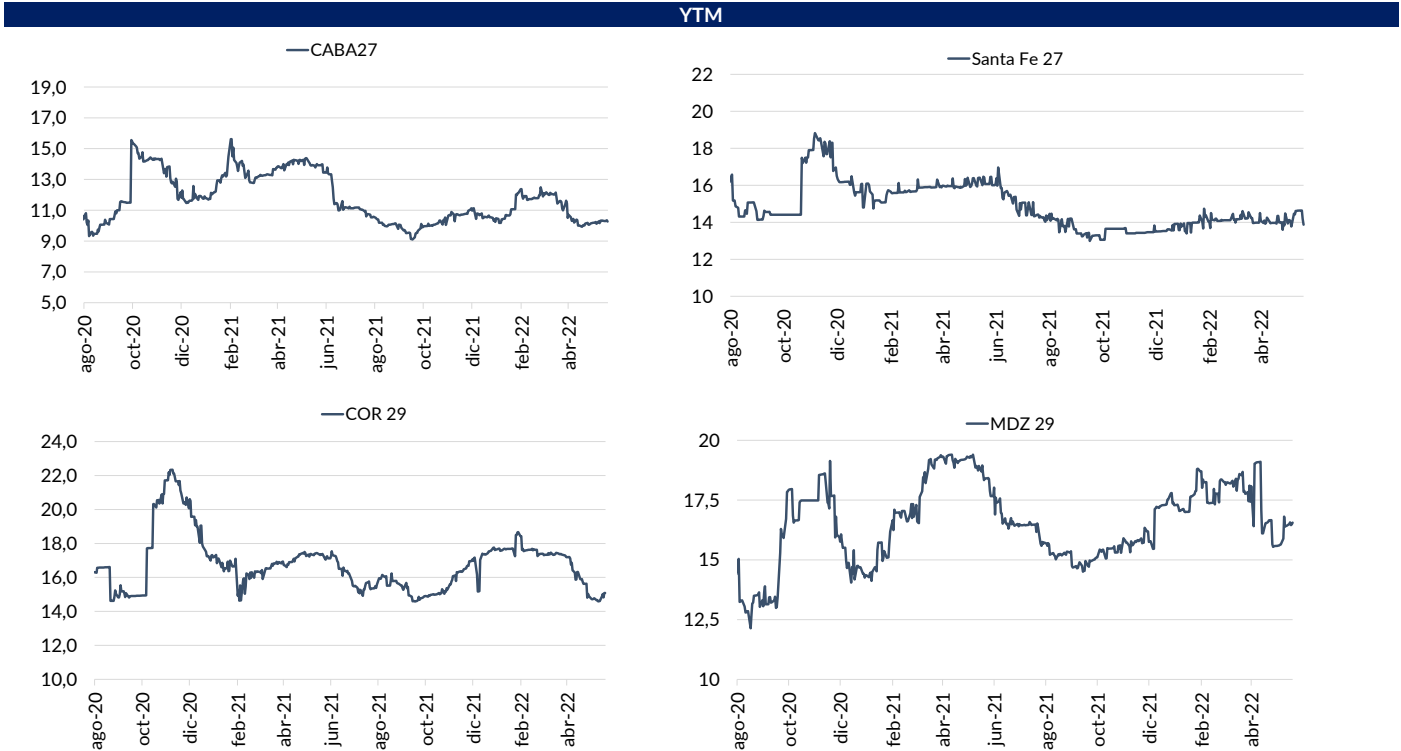
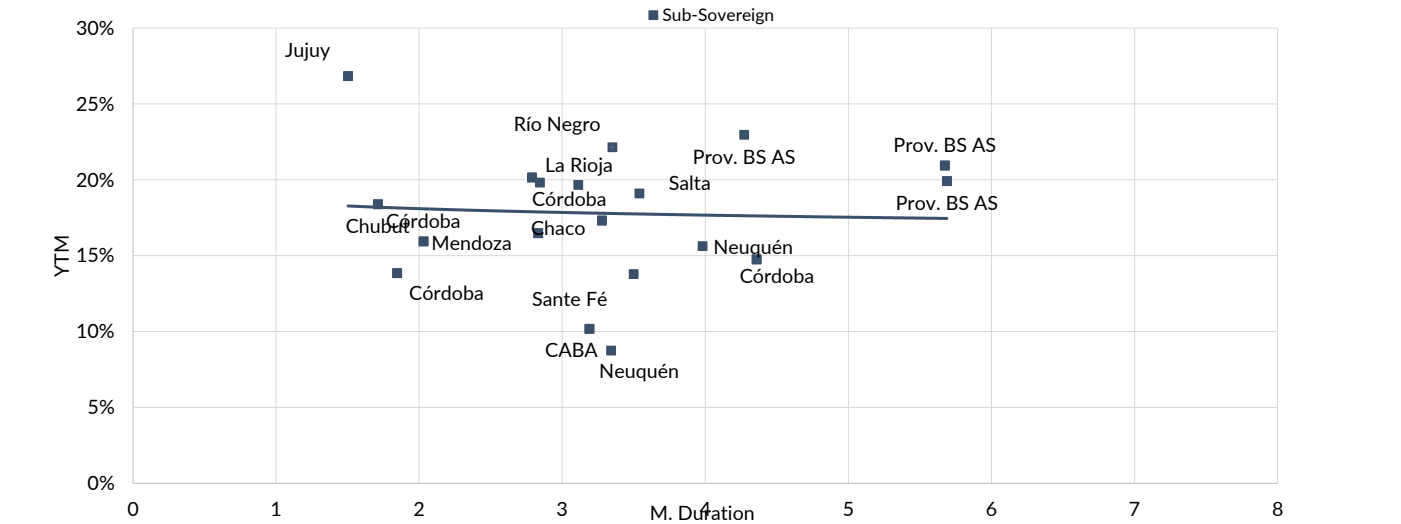
(1) Stock de deuda en moneda extranjera ajustado al tipo de cambio mayorista Ask al cierre de ayer.

Comparación de Bonos Provinciales en Dólares

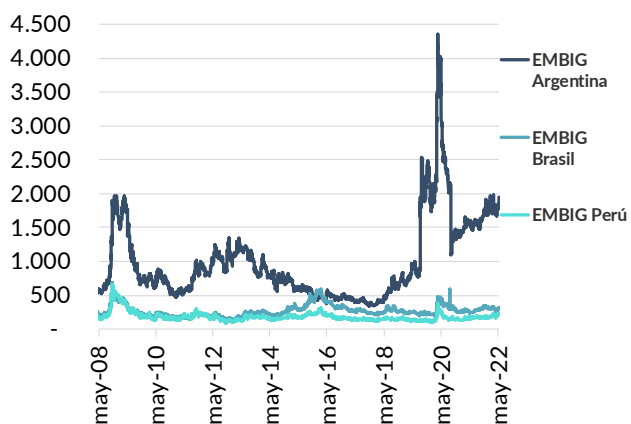


ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT										
Issuer Name	Maturity	Bid Price (clean)	Ask Price (clean)	YTM (Bid)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U\$S mln)	Minimum Denom.	Governing Law
CABA	1-jun-27	91,13	91,63	10,19%	3,19	7,50%	Caa3	890	200.000	New York
Neuquén	27-oct-30	64,00	65,00	15,64%	3,98	4,00%	NULL	366	1.000	New York
Neuquén	12-may-30	92,75	93,75	8,75%	3,34	5,00%	NULL	306	150.000	New York
Entre Ríos	8-ago-28	67,38	68,38	19,82%	2,84	5,00%	NULL	517	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	40,00	41,00	22,97%	4,27	3,90%	Ca	6.202	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	36,50	37,50	19,92%	5,69	3,50%	Ca	778	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	32,00	33,00	20,94%	5,67	3,00%	Ca	153	1	New York
Córdoba	10-dic-25	81,38	82,38	15,95%	2,03	5,00%	Ca	722	150.000	New York
Córdoba	1-jun-27	68,75	69,75	17,32%	3,28	5,00%	Ca	516	150.000	New York
Córdoba	27-oct-26	49,50	49,59	13,85%	1,85	7,13%	WR	169	1	Argentina
Córdoba	1-feb-29	67,88	69,88	14,76%	4,36	5,00%	Ca	456	150.000	New York
Mendoza	19-mar-29	70,88	71,88	16,48%	2,83	4,25%	Ca	590	1.000	New York
Chubut	26-jul-30	81,50	83,50	18,40%	1,71	7,75%	Ca	590	150.000	New York
Salta	1-dic-27	71,75	73,75	19,11%	3,54	5,00%	NULL	357	1	New York
Chaco	18-feb-28	67,01	67,29	20,16%	2,79	4,75%	Ca	250	150.000	New York
Sante Fé	1-nov-27	77,62	78,03	13,79%	3,50	6,90%	Ca	250	150.000	New York
La Rioja	24-feb-28	65,00	66,00	19,66%	3,11	4,75%	NULL	318	1	New York
Jujuy	20-mar-27	67,75	69,75	26,84%	1,50	8,38%	NULL	210	150.000	New York
Río Negro	10-mar-28	61,50	63,50	22,15%	3,35	4,88%	Ca	300	150.000	New York

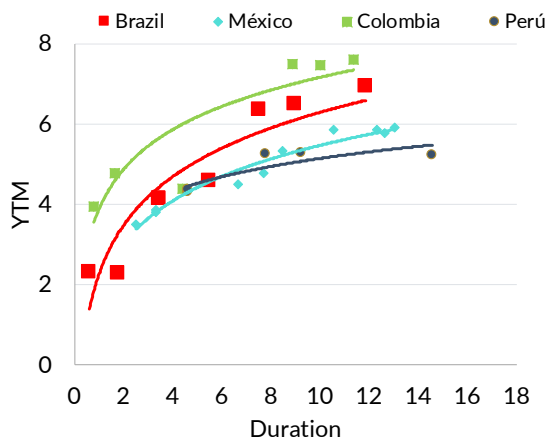
Source: Reuters
Hydrocarbon Royalties: Neuquén 12-may-2030; Chubut 26-jul-2030



Emerging Markets Bond Index (EMBI)

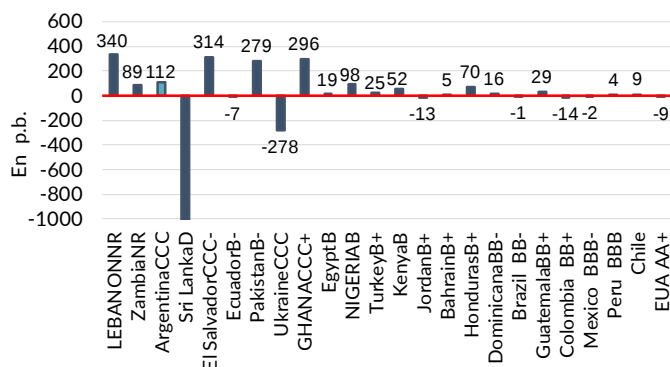


Curva en Dólares

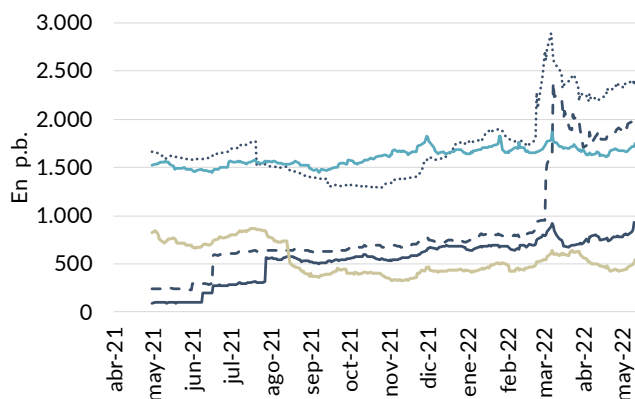


Rendimientos por Calificación Crediticia

Bonos a 10 años

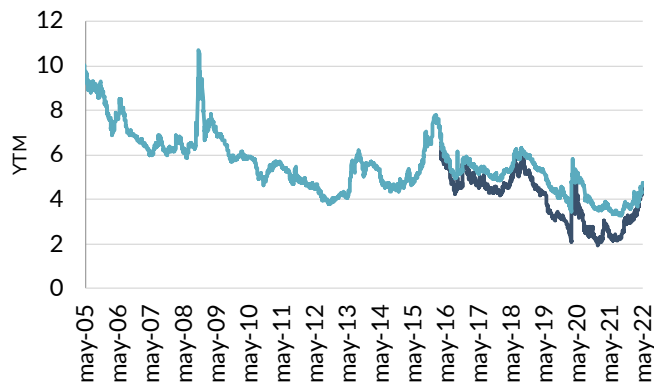


Spread 10Y promedio



Brasil

BR26 BR30



BR26 BR30

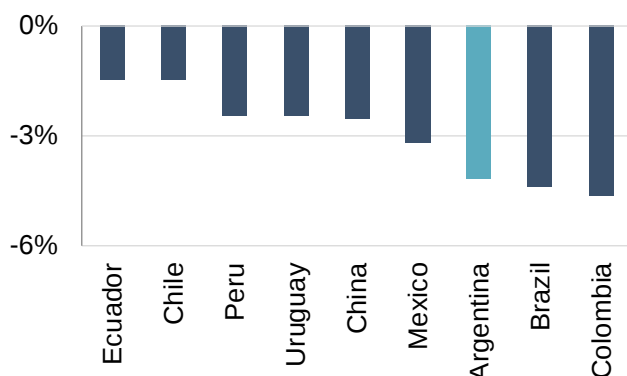


Fundamentos Macro

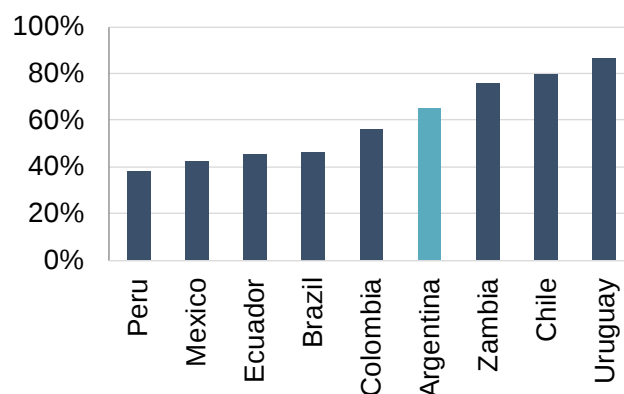
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	12,2	30,6	4,6	4,0	5,9	4,0	4,4	4,2
EMBI	816	1951	314	136	407	418	226	165
Reservas Internacionales / PIB	8%	8%	22%	28%	17%	14%	33%	12%
Cuenta Corriente / PIB	3%	1,3%	-2%	-2%	-5%	0%	-3%	-7%
Deuda Externa / PIB	45%	65%	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	118,5	4,9	40,1	4002,0	19,9	3,7	831,8
Variación del tipo de cambio WoW	0%	1,1%	-3,8%	-4,0%	-2,5%	-1,0%	-1,2%	-3,3%
Déficit Financiero (últimos 12 meses) / PIB	-1,5%	-4,2%	-4,4%	-2,5%	-4,6%	-3,2%	-2,4%	-1,5%
PIB en mln de Dólares	106.166	490.135	1.603.501	59.297	328.787	1.298.983	228.816	318.901
Tasa de Referencia	6,7%	49,0%	12,8%	9,3%	6,0%	7,0%	5,0%	8,3%
Inflación Esperada proximos 12 meses YoY	2,6%	56,1%	11,0%	8,8%	7,8%	7,3%	3,5%	8,3%

Fuente: Reuters

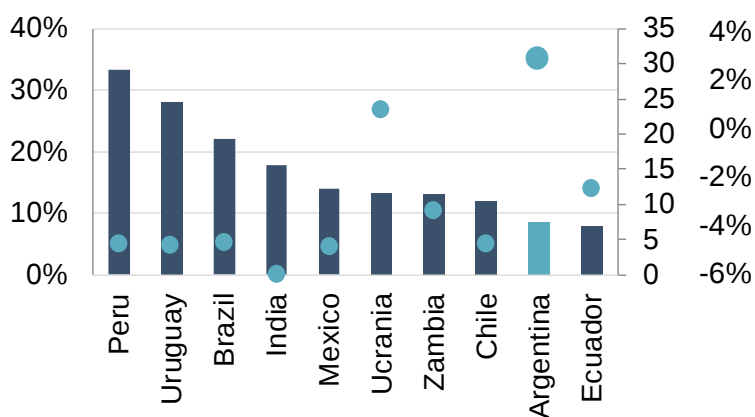
Resultado Financiero/ PIB



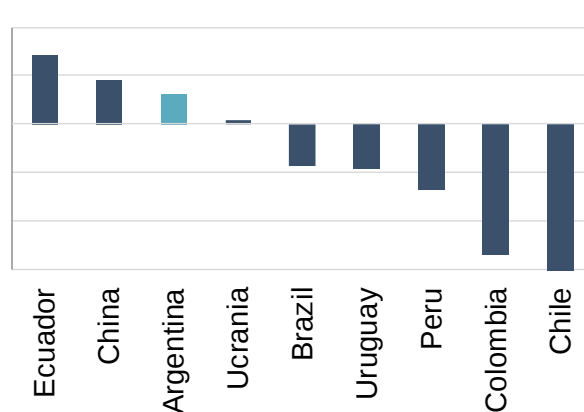
Deuda Externa / PIB



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.