

**RESUMEN:**

**Reservas en Dólares:** Según información oficial, en los últimos 5 días hábiles las reservas brutas cayeron U\$S 3.095 mln hasta U\$S 38.004 mln, y según estimaciones privadas el Banco Central vendió U\$S 459 mln.

En una reunión realizada el viernes 24-jun, el ministro Guzmán dijo que a partir de la guerra en Ucrania, se alteró la estacionalidad en el flujo de importaciones y exportaciones, y destacó que el fuerte crecimiento del valor de las importaciones de energía (USD 4641 millones en los primeros cinco meses 2022 vs USD 1.520 millones en igual periodo de 2021) **acentuó las necesidades de administración del comercio exterior**. De todos modos, se ratificó que se apunta a mantener el objetivo planteado inicialmente de acumulación de reservas internacionales de USD 5.800 millones en el año.

**Importaciones:** Según La Nación el Banco Central (BCRA) tomará este lunes varias medidas que tendrán como uno de los objetivos principales que las empresas financien sus compras al exterior con dólares propios -créditos o casas matrices. "Desde la pandemia, cayó US\$4000 millones el crédito comercial. El BCRA viene trabajando para recuperar ese crédito. Desde marzo se logró que se financien unos US\$1800 millones de importaciones. Se trabaja para que ese financiamiento crezca". Priorizarían insumos industriales para la producción, las compras de energía y de fertilizantes.

**FMI:** El directorio se reunió el viernes, y aprobó la revisión del primer trimestre, e ingresarían en los próximos días U\$S 4.010 mln de un nuevo desembolso. En su comunicado<sup>1</sup> el directorio dijo:

- Las autoridades mantuvieron los objetivos del programa de fin de año con **cierta flexibilidad en las trayectorias trimestrales** para acomodar los shocks de precios.
- También se necesitan esfuerzos sostenidos para mejorar el cumplimiento tributario, **reducir los subsidios a la energía** y fortalecer la gestión de las finanzas públicas.
- Las autoridades siguen comprometidas con la normalización de las tasas de interés de política de manera consistente con el logro de tasas de interés reales positivas.
- Los esfuerzos para **fortalecer y profundizar el mercado de deuda en pesos**, siguen siendo críticos, junto con la implementación firme de los objetivos fiscales.

**Balance Cambiario:** La cuenta corriente arrojó un superávit de U\$S 484 mln, y la cuenta financiera un déficit de U\$S 644 mln, lo que determinó entre otros factores una caída en las reservas internacionales de U\$S 446 mln en mayo.

Dentro de la cuenta corriente se destacó la reducción del superávit comercial de bienes -15% YoY, de la mano de importaciones que crecieron 41% YoY, por arriba de las exportaciones (23% YoY). También se destacó el incremento de importaciones de servicios (fletes) +114% YoY y del déficit de turismo +306% YoY

| En U\$S mln                                                                                              | may-21       | ene-22        | feb-22      | mar-22       | abr-22      | may-22      | May-22 vs 21  |             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|---------------|-------------|--------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
|                                                                                                          |              |               |             |              |             |             | U\$S          | YoY         |
| <b>Cuenta Corriente</b>                                                                                  | <b>1.727</b> | <b>-471</b>   | <b>-476</b> | <b>486</b>   | <b>276</b>  | <b>484</b>  | <b>-1.243</b> | <b>-72%</b> |
| Balanza comercial Bienes (E - I)                                                                         | 2.365        | 1.101         | 906         | 1.853        | 1.403       | 2.015       | -350          | -15%        |
| Exportación                                                                                              | 7.279        | 6.120         | 5.595       | 8.023        | 7.393       | 8.933       | 1.654         | 23%         |
| Importación                                                                                              | 4.914        | 5.019         | 4.689       | 6.171        | 5.990       | 6.918       | 2.004         | 41%         |
| Balanza comercial Servicios (E - I)                                                                      | -100         | -683          | -630        | -1.040       | -866        | -867        | -767          | 768%        |
| Exportación                                                                                              | 625          | 617           | 567         | 655          | 591         | 681         | 56            | 9%          |
| Importación                                                                                              | 725          | 1.300         | 1.197       | 1.695        | 1.457       | 1.547       | 823           | 114%        |
| Turismo                                                                                                  | -142         | -414          | -443        | -517         | -507        | -579        | -437          | 306%        |
| Intereses                                                                                                | -529         | -901          | -706        | -305         | -255        | -665        | -136          | 26%         |
| Utilidades                                                                                               | -10          | -8            | -11         | -9           | -7          | -10         | 0             | 1%          |
| Otros                                                                                                    | 143          | 434           | 409         | 505          | 508         | 589         | 447           | 313%        |
| <b>Cuenta Financiera (1+2+3+4)</b>                                                                       | <b>-727</b>  | <b>-1.524</b> | <b>-421</b> | <b>5.583</b> | <b>-324</b> | <b>-644</b> | <b>84</b>     | <b>-12%</b> |
| 1) FAE Sector privado no financiero                                                                      | -311         | -390          | -481        | -586         | -431        | -633        | -321          | 103%        |
| 2) FAE Sector privado financiero                                                                         | -292         | 79            | 164         | -353         | 361         | 83          | 375           | -128%       |
| 3) FAE Sector público                                                                                    | -109         | -1.088        | -187        | 6.738        | -757        | -137        | -28           | 26%         |
| 4) Otros                                                                                                 | -15          | -125          | 83          | -217         | 504         | 43          | 59            | -384%       |
| <b>Oferta (+) Demanda (-) de Privados (cta cte sin intereses + 1+2)</b>                                  | <b>1.652</b> | <b>119</b>    | <b>-88</b>  | <b>-147</b>  | <b>460</b>  | <b>599</b>  | <b>-1.054</b> | <b>-64%</b> |
| <b>Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral Promedio mensual (a valores del Tipo de cambio de hoy)</b> | <b>153</b>   | <b>132</b>    | <b>133</b>  | <b>131</b>   | <b>130</b>  | <b>125</b>  | <b>-18%</b>   |             |

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/06/24/pr22226-argentina?cid=em-COM-123-45012>

**Desempleo (INDEC):** Para el primer trimestre de 2022 la tasa de desocupación (Desocupados / Población Económicamente Activa) se ubicó en 7,0%, en mínimos históricos.

**El tipo de cambio oficial:** subió la última semana 5,0% mensualizado, desde 4,0% mensualizado la semana previa, casi en línea con la inflación de mayo de 5,1% MoM.

**Opinión:** Creemos que la fuerte caída de reservas de la última semana, y la presión política que tiene el Banco Central para reducir las importaciones y lograr acumular reservas, lo está llevando a acelerar la depreciación del tipo de cambio oficial, y esto podría continuar en las próximas semanas.

### Futuros de Dólar:

Posición de Futuros de dólar Vendidos por el Banco central: En mayo la redujo a U\$S 2.087 mln, desde U\$S 2.555 mln en abril, retornando la reducción de su posición vendida que había empezado en dic-21.

En la última semana los valores de futuros subieron 206 centavos en promedio, sugiriendo una mayor expectativa de devaluación, en parte producida por la corrección de las curvas de pesos que sugieren menor apetito por la moneda doméstica y la caída de reservas.

**Opinión:** la variación mensual implícita del valor de los futuros aún por arriba de la inflación local esperada (expectativas del último REM), sugiere un buen momento para reducir posiciones compradas para inversiones especulativas. Sin embargo, el estrés financiero, la aceleración del tipo de cambio las últimas semanas, y la fragilidad macro sugieren mantener cobertura genuina, como es el caso de los importadores).

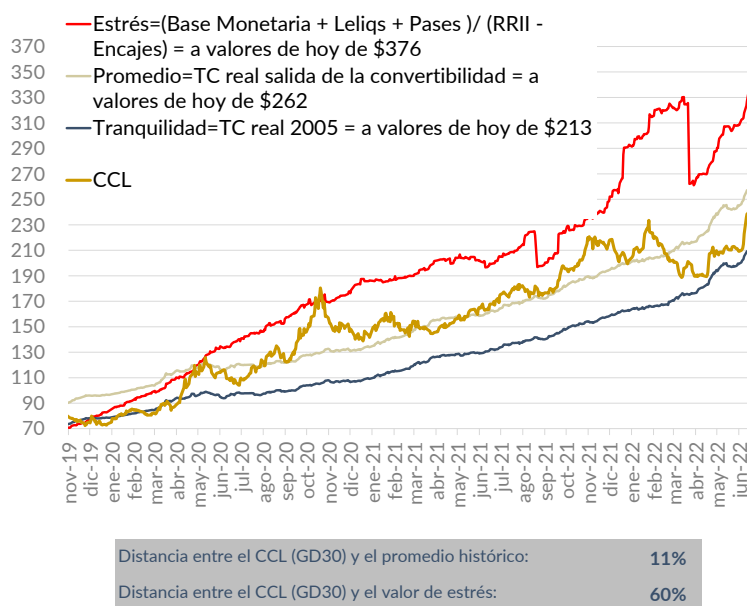
| MAE       | DOLLAR FUTURES ROFEX |                     |                                          | Valor / Value     |        |         | Var Mensual  |                      |
|-----------|----------------------|---------------------|------------------------------------------|-------------------|--------|---------|--------------|----------------------|
| \$ 124,26 | June 24, 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 |              |                      |
| Jun-22    | 125,22               |                     | 2.669.985                                | -1                | -13    | -46     |              | 5,5%                 |
| Jul-22    | 131,16               | 58,0%               | 1.434.083                                | 11                | -1     | -51     | 4,7%         | 5,0%                 |
| Aug-22    | 139,37               | 65,3%               | 255.212                                  | 55                | 72     | 88      | 6,3%         | 4,4%                 |
| Sep-22    | 147,27               | 69,0%               | 163.374                                  | 112               | 157    | 252     | 5,7%         | 4,4%                 |
| Oct-22    | 155,00               | 70,0%               | 92.486                                   | 100               | 220    | 375     | 5,2%         | 4,4%                 |
| Nov-22    | 162,50               | 70,7%               | 144.702                                  | 100               | 260    | 500     | 4,8%         | 4,2%                 |
| Dec-22    | 170,00               | 71,1%               | 25.965                                   | 125               | 320    | 620     | 4,6%         | 4,2%                 |
| Jan-23    | 178,15               | 71,6%               | 29.756                                   | 95                | 375    | 760     | 4,8%         | 3,9%                 |
| Feb-23    | 185,40               | 72,1%               | 16.022                                   | 95                | 460    | 850     | 4,1%         | 4,7%                 |
| Mar-23    | 192,95               | 72,1%               | 8.767                                    |                   |        |         | 4,1%         | 6,7%                 |
| Total     |                      |                     | 4.846.140                                | 77                | 206    | 372     |              |                      |

### CCL

Valor: en la semana bajó -2,0%, está 11% por debajo de su valor de cotización promedio (el tipo de cambio real de la salida de la convertibilidad), y 60% por debajo de su valor en situaciones de estrés.

Estacionalidad: Mirando datos históricos, notamos que los años con restricciones de capitales el CCL sube por arriba de la inflación entre julio y octubre de cada año. Monto negociado en BYMA letras C y D: operó en promedio U\$S 110 mln diarios en la semana que terminó el 23-jun (con un pico de U\$S 130 el jueves 23), desde U\$S 110 mln la semana previa.

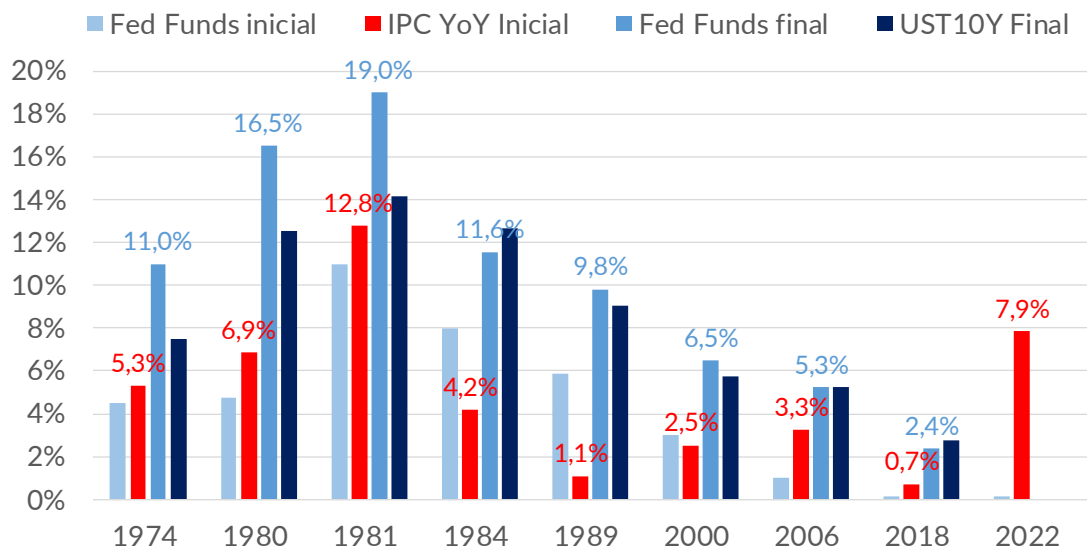
Opinión: Más allá que en el corto plazo pueda bajar, estos datos sugieren un buen momento para comprar CCL.



Internacional:

**EUA:** El miércoles 22 el presidente de la Fed, Powell, reconoció que las fuertes subas de la tasa de interés de referencia pueden provocar una recesión en EUA, y evitarla depende principalmente de factores que escapan al control de la Fed. “Sin embargo, el otro riesgo es que no logremos restaurar la estabilidad de precios y que permitamos que esta alta inflación se arraigue en la economía”, “No podemos fallar en esa tarea. Tenemos que volver al 2% de inflación”. Con respecto a los aumentos de tasas recientes, el presidente también dijo: "Anticipamos que los aumentos de tasas en curso serán apropiados", "Obviamente, la inflación ha sorprendido al alza durante el año pasado, y podrían esperarse más sorpresas. Por lo tanto, tendremos que ser ágiles para responder a los datos entrantes y a la evolución de las perspectivas".

Recordamos que según nuestras estadísticas, en los últimos 50 años la FED siempre subió su tasa de referencia por arriba de la inflación al momento inicial de suba de tasas. Esto implicaría subir la tasa desde 1,5-1,75% actual hasta 8% (la inflación con la primera suba de tasas era 7,9%), y desde ya un enorme riesgo en las valuaciones de activos. Por ahora el mercado de futuros de tasas de Fed Funds espera que la misma llegue hasta 3,5% en jul-23 (esperan una fuerte desaceleración de la inflación), pero vale la pena recordar que tanto la FED como el mercado vienen subiendo sus pronósticos de tasas.



**Apertura:** Hoy lunes 27 de junio UST10Y 3,15%, las bolsas del mundo suben (S&P +0,8%) y commodities suben (petróleo, oro y soja).

**Bonos en dólares:** Los bonos soberanos más líquidos cayeron con fuerza en la semana que terminó el 24-jun (AL30 -13%, GD30 -10,0%). A nivel internacional los bonos soberanos operaron mixtos, bajaron de rendimiento aquellos con calificación mayor a B, y bajaron los que tienen calificaciones menores, como los bonos argentinos.

**Opinión:** Para aquellos inversores que quedaron comprados desde las PASO 2019 y pueden esperarlos (hasta 2024), sugerimos arbitrar vendiendo GD/AE38 y comprando AL35 debido al spread por legislación, y en nuestro escenario base son los bonos que mayor rendimiento arrojan. Sin embargo, creemos que en la medida que suba la tasa de referencia (la próxima reunión de la FED es el 26 y 27 de julio), la UST10Y debería subir (en línea con nuestra información histórica),

|                          |                   | 24-jun-22  |               | 15-jun-22 | 20-may-22 | 30-dic-21 |
|--------------------------|-------------------|------------|---------------|-----------|-----------|-----------|
| Curva                    | Vencimiento Final | Última TIR | Último Precio | WoW       | MoM       | YTD       |
| Hard Dollar Ley Local    |                   |            |               |           |           |           |
| AL29                     | 09/07/2029        | 45,5%      | 21,0          | -10,0%    | -22,5%    | -38,6%    |
| AL30                     | 09/07/2030        | 44,0%      | 20,0          | -13,1%    | -23,1%    | -37,0%    |
| AL35                     | 09/07/2035        | 28,0%      | 20,0          | -10,6%    | -23,4%    | -36,0%    |
| AE38                     | 09/01/2038        | 28,4%      | 25,9          | -7,6%     | -16,3%    | -29,5%    |
| AL41                     | 09/07/2041        | 23,6%      | 25,7          | -6,2%     | -18,5%    | -27,1%    |
| Hard Dollar Ley NY       |                   |            |               |           |           |           |
| GD29                     | 09/07/2029        | 42,5%      | 23,1          | -12,5%    | -22,3%    | -39,8%    |
| GD30                     | 09/07/2030        | 39,6%      | 23,5          | -10,0%    | -20,0%    | -33,3%    |
| GD35                     | 09/07/2035        | 25,8%      | 22,3          | -12,0%    | -19,0%    | -32,0%    |
| GD38                     | 09/01/2038        | 25,5%      | 31,0          | -6,1%     | -11,2%    | -19,6%    |
| GD41                     | 09/07/2041        | 22,0%      | 28,6          | -5,6%     | -10,6%    | -22,0%    |
| GD46                     | 09/07/2046        | 28,0%      | 22,6          | -11,5%    | -21,1%    | -32,9%    |
| Obligaciones Negociables |                   |            |               |           |           |           |
| Tecpetrol 2022           | 12/12/2022        | 1,0%       | 102,3         | 0,4%      | 2,4%      | 1,7%      |
| Capex 2024               | 25/07/2027        | 9,8%       | 96,1          | -0,1%     | -0,1%     | 0,1%      |
| TGS 2025                 | 02/05/2025        | 11,2%      | 90,4          | -2,0%     | -3,9%     | -2,6%     |
| CGC 2025                 | 08/03/2025        | 10,4%      | 99,6          | 0,1%      | -1,1%     | 1,1%      |
| Telecom 2025             | 25/07/2026        | 11,3%      | 96,0          | -1,5%     | -1,2%     | -1,9%     |

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.

**Obligaciones Negociables:** Durante la semana se publicaron dos ofertas de canjes de ONs (para los inversores interesados contamos con los análisis de las mismas):

**Pampa Energía (PAMP)** anunció un canje para sus Obligaciones Negociables Serie T con vencimiento el 21 de julio de 2023 y tasa de 7,375% por una nueva ON clase 9 con vencimiento el 8 de diciembre del 2026, tasa de 9% y amortización en 3 cuotas.

**CRESUD** anunció un canje para sus Obligaciones Negociables Serie 12 Clase XXIII de CRESUD (CSDOO / CVSA: 53289) con vencimiento el 16 de febrero de 2023 y tasa de 6,5%.

**Resultado Fiscal:** En mayo el resultado primario fue un déficit de \$162.412 mln desde un superávit de \$25.714 mln en mayo 2021. En términos del PBI el déficit primario acumula -0,71% (desde 0,15% en el mismo período de 2021) mientras que el financiero -1,4% (desde 0,8% en el mismo período de 2021).

Los ingresos tributarios crecieron +76% YoY, y los gastos primarios crecieron +88% YoY, muy por encima de los ingresos. Dentro de los gastos, las prestaciones sociales subieron +95% YoY (Jubilaciones y pensiones +66% YoY, mientras que otros programas crecieron +212% YoY) y los subsidios crecieron +62% YoY.

|                                              | Mes en \$ mln    |                | \$ %            |              | YTD % PBI     |               |               |              |               |               |              |
|----------------------------------------------|------------------|----------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
|                                              | may-22           | may-21         | YoY             |              | may-22        | may-21        | may-20        | may-19       | may-18        | may-17        | 2022vs2021   |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>                      | <b>1.128.630</b> | <b>711.305</b> | <b>417.326</b>  | <b>59%</b>   | <b>8,2%</b>   | <b>8,3%</b>   | <b>7,1%</b>   | <b>7,8%</b>  | <b>7,8%</b>   | <b>8,4%</b>   | <b>-0,2%</b> |
| Tributarios                                  | 1.003.509        | 570.119        | 433.390         | 76%          | 7,1%          | 7,5%          | 6,4%          | 7,0%         | 7,0%          | 7,8%          | -0,3%        |
| Rentas de la propiedad Netas                 | 84.638           | 39.740         | 44.898          | 113%         | 0,7%          | 0,3%          | 0,3%          | 0,5%         | 0,5%          | 0,3%          | 0,4%         |
| Otros ingresos corrientes                    | 39.252           | 101.442        | -62.190         | -61%         | 0,3%          | 0,5%          | 0,3%          | 0,3%         | 0,3%          | 0,3%          | -0,2%        |
| Ingresos de capital                          | 1.232            | 3              | 1.228           | 36121%       | 0,0%          | 0,0%          | 0,1%          | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%         |
| <b>GASTOS PRIMARIOS</b>                      | <b>1.291.042</b> | <b>685.591</b> | <b>605.451</b>  | <b>88%</b>   | <b>8,9%</b>   | <b>8,5%</b>   | <b>9,7%</b>   | <b>7,6%</b>  | <b>8,2%</b>   | <b>9,3%</b>   | <b>0,4%</b>  |
| Gastos corrientes primarios                  | 1.208.321        | 640.798        | 567.522         | 89%          | 8,3%          | 7,9%          | 9,4%          | 7,2%         | 7,7%          | 8,4%          | 0,4%         |
| Prestaciones sociales                        | 747.878          | 384.058        | 363.820         | 95%          | 4,9%          | 4,9%          | 6,0%          | 4,6%         | 4,9%          | 5,1%          | 0,1%         |
| Jubilaciones y pensiones contributivas       | 384.712          | 231.072        | 153.641         | 66%          | 2,9%          | 3,1%          | 3,5%          | 3,2%         | 3,4%          | 3,5%          | -0,1%        |
| Asignación Universal para Protección Social  | 27.657           | 16.172         | 11.485          | 71%          | 0,2%          | 0,3%          | 0,3%          | 0,3%         | 0,2%          | 0,6%          | 0,0%         |
| Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y d | 41.256           | 19.178         | 22.078          | 115%         | 0,4%          | 0,3%          | 0,3%          | 0,3%         | 0,3%          | 0,4%          | 0,1%         |
| Pensiones no contributivas                   | 40.586           | 25.952         | 14.635          | 56%          | 0,3%          | 0,3%          | 0,4%          | 0,4%         | 0,4%          | 0,4%          | 0,0%         |
| Prestaciones del INSSJP                      | 44.467           | 24.665         | 19.802          | 80%          | 0,3%          | 0,3%          | 0,4%          | 0,4%         | 0,4%          | 0,1%          | 0,0%         |
| Otros programas (Progresar, Argentina Tra    | 209.200          | 67.020         | 142.180         | 212%         | 0,8%          | 0,6%          | 1,1%          | 0,2%         | 0,1%          | 0,0%          | 0,2%         |
| Subsidios económicos                         | 176.359          | 108.783        | 67.577          | 62%          | 1,2%          | 1,0%          | 0,9%          | 0,6%         | 0,5%          | 0,8%          | 0,2%         |
| Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)   | 170.273          | 95.740         | 74.533          | 78%          | 1,3%          | 1,3%          | 1,4%          | 1,4%         | 1,5%          | 1,7%          | 0,0%         |
| Salarios                                     | 128.877          | 71.891         | 56.986          | 79%          | 1,0%          | 1,0%          | 1,1%          | 1,1%         | 1,2%          | 1,3%          | 0,0%         |
| Otros gastos de funcionamiento               | 41.396           | 23.849         | 17.547          | 74%          | 0,4%          | 0,4%          | 0,3%          | 0,4%         | 0,4%          | 0,4%          | 0,0%         |
| Transferencias corrientes a provincias       | 45.802           | 19.823         | 25.980          | 131%         | 0,3%          | 0,3%          | 0,6%          | 0,2%         | 0,2%          | 0,3%          | 0,0%         |
| Otros gastos corrientes                      | 32.140           | 10.497         | 21.643          | 206%         | 0,2%          | 0,2%          | 0,1%          | 0,4%         | 0,5%          | 0,6%          | 0,0%         |
| Gastos de capital                            | 82.722           | 44.793         | 37.929          | 85%          | 0,6%          | 0,6%          | 0,4%          | 0,5%         | 0,6%          | 1,0%          | 0,0%         |
| <b>RESULTADO PRIMARIO</b>                    | <b>-162.412</b>  | <b>25.714</b>  | <b>-188.125</b> | <b>-732%</b> | <b>-0,71%</b> | <b>-0,15%</b> | <b>-2,61%</b> | <b>0,21%</b> | <b>-0,40%</b> | <b>-0,94%</b> | <b>-0,6%</b> |
| Intereses Netos del Sector Público           | 80.021           | 90.332         | -10.311         | -11%         | 0,7%          | 0,7%          | 1,1%          | 1,4%         | 0,9%          | 0,8%          | 0,0%         |
| <b>RESULTADO FINANCIERO</b>                  | <b>-242.433</b>  | <b>-64.618</b> | <b>-177.814</b> | <b>275%</b>  | <b>-1,4%</b>  | <b>-0,8%</b>  | <b>-3,7%</b>  | <b>-1,2%</b> | <b>-1,3%</b>  | <b>-1,8%</b>  | <b>-0,5%</b> |

**Financiamiento Monetario:** El 16-jun el Banco Central le transfirió al Tesoro \$50.000 mln, y acumula \$282.000 mln entre el 1 y el 21 de junio (en lo que va del año el financiamiento monetario aumentó +249% YoY).

Por otro lado, entre el 13 y el 21 de junio el Banco Central habría usado aproximadamente \$300.000 mln para recomprar instrumentos del Tesoro y sostener los precios del mercado secundario (el 7,6% de la base monetaria).

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

**Depósitos en pesos del Gobierno Nacional:** El 22-jun los depósitos bajaron hasta \$36.911 mln, desde 373.094 mln una semana antes.

**Licitaciones del Tesoro:** El Tesoro licita mañana martes 28-jun (liquida el 30-jun) instrumentos en pesos. Los vencimientos son por aproximadamente \$ 241.000 mln (Lede y Lecer con vencimiento el 30-jun), y se estima que la mayoría se encuentra en manos del sector privado, porque el sector público habría canjeado sus tenencias de estos títulos en la licitación de la

semana pasada. Este dato sugiere que será más difícil para el Gobierno mostrar un nivel de refinanciación alto, porque habitualmente entre el 40 y 60% de las tenencias están en manos del sector público. Aunque hay que decir, que el Sector Público podría suscribir deuda con fondos frescos, y se espera una mayor participación de los bancos comerciales.

En el llamado a licitación ofrece:

- A tasa Fija: Lelites (sólo para FCI) con vencimiento 29-jul-22 (por adhesión al precio de \$ 961,06 por cada VNO \$ 1.000), Lede con vencimiento 31-ago-22 (precio máximo de \$ 913,75, TNA mínima 57,25%), Lede con vencimiento 31-oct-22 (precio máximo de \$ 835,50, TNA mínima 58,43%) y Lede con vencimiento 30-nov-22 (precio máximo de \$ 799,00, TNA mínima 60,01%).
- Ajustable por CER: Lecer con vencimiento 21-oct-22 (sin precios mínimos ni máximos), Lecer con vencimiento 23-nov-22 (precio máximo de \$989,30, TNA real mínima 2,72%+CER) y Lecer con vencimiento 16-dic-22 (sin precios mínimos ni máximos).
- Ajustable por tipo de cambio (Dollar Linked): Bono cupón 0,3% vencimiento 28-abr-23 (sin precios mínimos ni máximos) y Bono cupón 0,4% vencimiento 30-abr-24 (sin precios mínimos ni máximos). Los instrumentos vinculados al dólar estadounidense serán suscriptos en pesos al tipo de cambio de la Comunicación "A" 3500 correspondiente al día 27 de junio de 2022

**Bonos en pesos:** en la última semana las curvas en pesos operaron a la baja en el tramo largo, y casi en cero en el tramo corto (donde se estima que opera el Banco Central para sostener los precios).

En instrumentos ajustables por inflación, cayó el tramo largo (DICP -5%), igual que en instrumentos Dollar Linked (TV24 - 0,8%).

#### Flujos en pesos:

En la última semana, vimos en los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a nivel de industria, un aumento en el monto administrado de 3% WoW en FCI Money Market y una caída de -14% WoW en los FCI ajustables por CER, -6% WoW en los fondos a tasa fija (Ledes) y -1% WoW en los FCI Dollar Linked.

#### Tasas:

En el mercado, subió la caución a 30 días a TNA 47,3% y la Badlar a 50,7%. Mientras las letras del Tesoro (que se estima son operadas en el mercado secundario por el Banco Central) subieron con fuerza sus retornos (TEA) lede a julio TEA 70,6% (desde 64% la semana pasada), y lede a agosto TEA 70% (desde 67% la semana pasada).

|                             |                   | 24-jun-22  |                  |       | 23-jun-22 | 15-jun-22 |
|-----------------------------|-------------------|------------|------------------|-------|-----------|-----------|
| Curva                       | Vencimiento Final | Última TIR | Último<br>Precio |       |           |           |
|                             |                   |            |                  | DoD   | WoW       |           |
| Tasa Variable Badlar o Pase |                   |            |                  |       |           |           |
| BDC24                       | 29/03/2024        | 68,9%      | 107,9            | 0,5%  | 1,1%      |           |
| PBA25                       | 12/04/2025        | 77,1%      | 98,5             | 0,0%  | -0,9%     |           |
| BDC28                       | 22/02/2028        | 70,9%      | 96,1             | 0,6%  | 0,1%      |           |
| PR15                        | 04/10/2022        | 89,0%      | 37,9             | 0,1%  | 1,7%      |           |
| CER                         |                   |            |                  |       |           |           |
| X29L2                       | 29/07/2022        | -3,9%      | 151,9            | 0,1%  | 1,4%      |           |
| X21O2                       | 21/10/2022        | 5,4%       | 128,3            | 0,0%  | 1,0%      |           |
| X16D2                       | 16/12/2022        | 3,9%       | 118,4            | 0,2%  | 1,2%      |           |
| X20E3                       | 20/01/2023        | 7,9%       | 121,9            | 0,2%  | 0,6%      |           |
| X17F3                       | 17/02/2023        | 14,3%      | 112,6            | -0,1% | -2,3%     |           |
| X21A3                       | 21/04/2023        | 21,0%      | 100,9            | -1,7% | -6,2%     |           |
| X19Y3                       | 19/05/2023        | 18,4%      | 97,1             | -1,4% | -5,0%     |           |
| T2X2                        | 20/09/2022        | 1,5%       | 234,9            | 0,0%  | 0,4%      |           |
| PR13                        | 15/03/2024        | 3,9%       | 725,0            | -0,6% | -1,7%     |           |
| TX23                        | 25/03/2023        | 12,2%      | 228,8            | 0,0%  | -1,6%     |           |
| TC23                        | 06/03/2023        | 15,6%      | 534,0            | -1,5% | -4,3%     |           |
| TX24                        | 25/03/2024        | 21,9%      | 180,0            | 0,0%  | -9,9%     |           |
| T2X4                        | 26/07/2024        | 25,8%      | 120,4            | -6,5% | -13,1%    |           |
| TX26                        | 09/11/2026        | 18,5%      | 136,0            | -7,5% | -12,9%    |           |
| DICP                        | 31/12/2033        | 11,7%      | 3380,0           | -4,8% | -10,1%    |           |
| PARP                        | 30/12/2034        | 10,8%      | 1482,0           | -5,0% | -14,1%    |           |
| Tasa Fija                   |                   |            |                  |       |           |           |
| S29L2                       | 29/07/2022        | 70,6%      | 95,6             | 0,1%  | 1,0%      |           |
| S31G2                       | 31/08/2022        | 70,0%      | 91,1             | 0,0%  | 1,0%      |           |
| S30S2                       | 30/09/2022        | 68,8%      | 87,4             | 0,3%  | 0,4%      |           |
| S31O2                       | 31/10/2022        | 67,2%      | 83,9             | 0,1%  | 0,7%      |           |
| S30N2                       | 30/11/2022        |            |                  |       |           |           |
| TO23                        | 17/10/2023        | 78,6%      | 62,4             | -1,8% | -3,3%     |           |
| TO26                        | 17/10/2026        | 77,8%      | 32,5             | -3,4% | -7,3%     |           |
| Dollar Linked               |                   |            |                  |       |           |           |
| T2V2                        | 30/11/2022        | 1,0%       | 12385            | 0,7%  | 1,0%      |           |
| TV23                        | 28/04/2023        | 4,1%       | 12050            | -0,6% | -2,0%     |           |
| TV24                        | 30/04/2024        | 9,0%       | 10685            | -0,8% | -1,1%     |           |

#### Ejercicio en pesos comparado al 30-nov-22:

Incorporando las proyecciones de inflación del REM de finales de mayo, y la curva de futuros de dólar para el tipo de cambio, encontramos que el retorno de un instrumento CER es mayor al resto, si las variables son las que se proyectan.

Por lo tanto, sugerimos diversificar riesgo de mercado con instrumentos CER muy cortos, 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    |              |            |                                      |        |                                     |        |  50 AÑOS |       |
|-------------------------------------------------|--------------|------------|--------------------------------------|--------|-------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Bono                                            | Ajuste       | Venc. Orig | Días<br>Remanentes                   | Precio | Tasa Descuento //<br>Tipo de Cambio | Pago   | Retorno<br>Proyectado                                                                       | TNA   |
| Sintético Compra DL venta Futuro                | Tasa Fija    | 30/11/2022 | 159                                  |        |                                     |        | 31,2%                                                                                       | 71,6% |
| TO23                                            | Tasa Fija    | 17/10/2023 | 155                                  | 62,44  | 78,6%                               | 79,87  | 27,9%                                                                                       | 65,7% |
| T2V2                                            | Dólar linked | 30/11/2022 | 155                                  | 12.385 | Futuro Nov-22                       | 16.282 | 31,5%                                                                                       | 74,1% |
| TX23                                            | CER          | 25/03/2023 | 155                                  | 228,75 | 12,2%                               | 304,87 | 33,3%                                                                                       | 78,4% |
| Supuestos al 30-nov-2022                        |              |            | Var Mensual entre hoy y el 30-nov-22 |        |                                     |        |                                                                                             |       |
| CER acumulado                                   |              | 24,5%      |                                      |        |                                     |        |                                                                                             |       |
| TC Oficial igual a la curva de Futuros de Dólar |              | 162,5      | 6,0%                                 |        |                                     |        |                                                                                             |       |

#### Calendario de la semana (del 27 de junio al 1 de julio):

- Martes 28, Licitación del Tesoro Nacional (Hacienda).
- Viernes 1, Recaudación Tributaria jun-22 (AFIP). Inflación de la ciudad de Bahía Blanca de jun-22.



## 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.

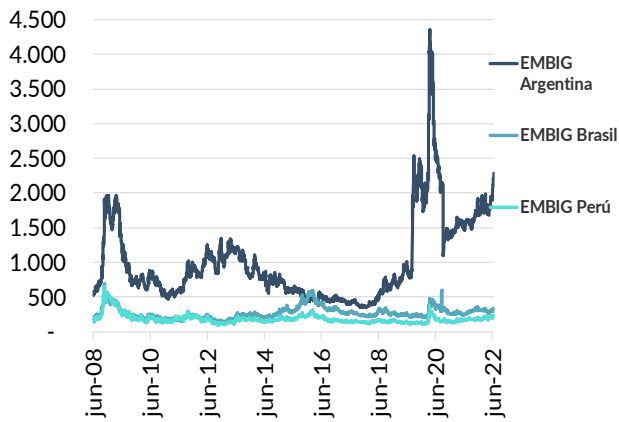
**Opinión:** Sugerimos arbitrar vendiendo GD35 y GD38 y comprando AL35, debido al spread por legislación, y que en el escenario que vemos más probable es el de una reestructuración en 2024 (en nuestra tabla en dic-23) sin distinción de oferta por ley, y en dicho escenario el bono más rentable sería el AL35.

El escenario de una reestructuración sin quita de capital es el que luce 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.

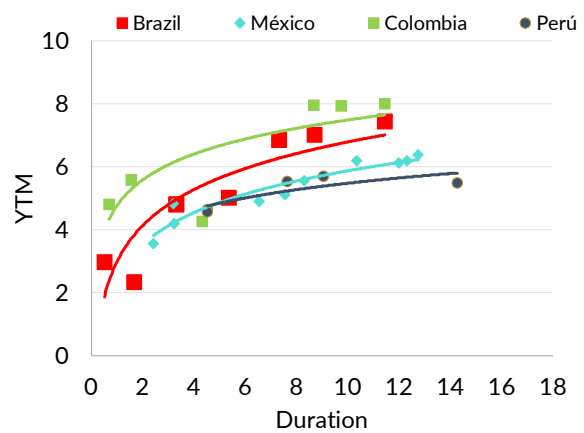
## Escenarios

|      | PX TIR |       | Escenario Neutro<br>(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) |
|------|--------|-------|---------------------------------------------|--------------|---------|--------------------|------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------|-------------------------------------------------------------------|-----------|------|---------------|----------------------------|
|      |        |       | Misma TIR                                   | PX misma TIR | Retorno | EY Dic-23          | PX   | Retorno | EY Dic-23                                                                                         | VNA  | Retorno Total | Cupones                                                           | EY Dic-23 | VNA  | Retorno Total |                            |
| GD29 | 23,4   | 42,5% | 42,5%                                       | 39,2         | 68%     | 12,25%             | 73,3 | 214%    | 12,0%                                                                                             | 16,0 | -25%          | 1,50                                                              | 12,8%     | 26,9 | 22%           | 0,0                        |
| GD30 | 23,1   | 39,6% | 39,6%                                       | 37,9         | 64%     | 12,25%             | 70,0 | 203%    | 12,1%                                                                                             | 14,6 | -34%          | 0,75                                                              | 12,9%     | 24,4 | 9%            | 52,6                       |
| GD35 | 23,0   | 25,8% | 25,8%                                       | 32,0         | 39%     | 12,50%             | 68,9 | 199%    | 12,2%                                                                                             | 26,0 | 22%           | 2,06                                                              | 13,4%     | 42,6 | 94%           | 6,5                        |
| GD38 | 30,0   | 25,5% | 25,5%                                       | 41,1         | 37%     | 12,50%             | 76,6 | 155%    | 12,3%                                                                                             | 26,7 | 5%            | 4,88                                                              | 13,1%     | 45,5 | 68%           | 1,4                        |
| GD41 | 28,6   | 22,0% | 22,0%                                       | 37,6         | 32%     | 12,75%             | 65,5 | 129%    | 12,4%                                                                                             | 21,8 | -7%           | 4,75                                                              | 13,4%     | 37,4 | 47%           | 10,1                       |
| GD46 | 22,9   | 28,0% | 28,0%                                       | 32,7         | 43%     | 12,75%             | 66,5 | 190%    | 12,5%                                                                                             | 23,2 | 10%           | 2,06                                                              | 13,1%     | 41,8 | 92%           | 0,0                        |
| AL29 | 21,6   | 45,5% | 45,5%                                       | 37,3         | 73%     | 13,25%             | 71,4 | 231%    | 13,0%                                                                                             | 14,5 | -26%          | 1,50                                                              | 13,8%     | 25,6 | 25%           | 0,1                        |
| AL30 | 20,4   | 44,0% | 44,0%                                       | 35,1         | 72%     | 13,25%             | 68,0 | 233%    | 13,1%                                                                                             | 13,2 | -32%          | 0,75                                                              | 13,9%     | 23,2 | 17%           | 56,9                       |
| AL35 | 20,6   | 28,0% | 28,0%                                       | 29,3         | 42%     | 13,50%             | 64,9 | 215%    | 13,2%                                                                                             | 23,9 | 26%           | 2,06                                                              | 14,4%     | 39,4 | 102%          | 1,3                        |
| AE38 | 26,5   | 28,4% | 28,4%                                       | 37,4         | 41%     | 13,50%             | 72,7 | 174%    | 13,3%                                                                                             | 24,6 | 11%           | 4,88                                                              | 14,1%     | 43,6 | 83%           | 1,6                        |
| AL41 | 26,3   | 23,6% | 23,6%                                       | 35,2         | 34%     | 13,75%             | 61,7 | 134%    | 13,4%                                                                                             | 20,0 | -6%           | 4,75                                                              | 14,4%     | 35,7 | 54%           | 0,0                        |

## Emerging Markets Bond Index (EMBI)

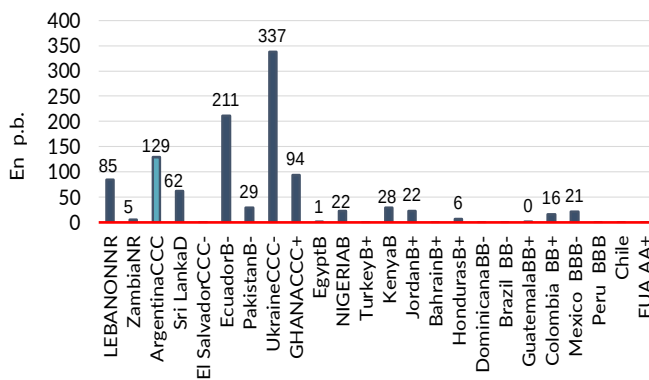


## Curva en Dólares

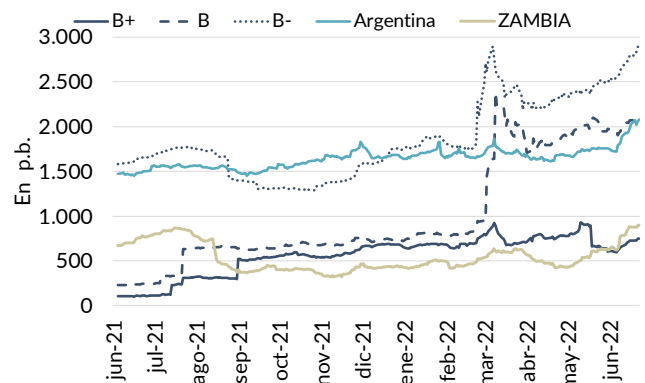


## Rendimientos por Calificación Crediticia

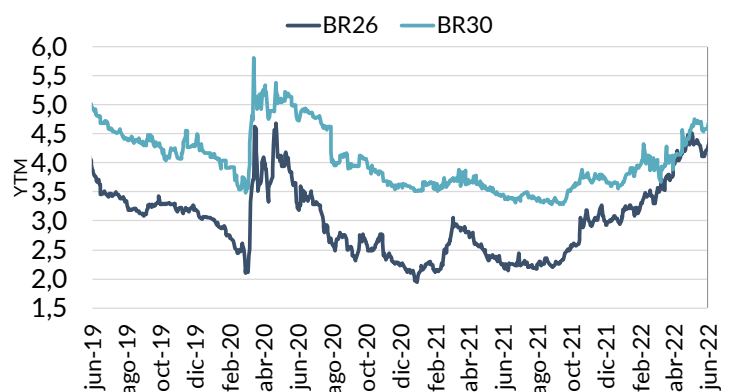
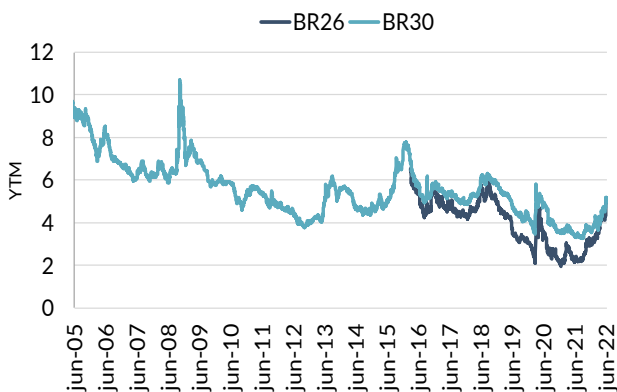
### Bonos a 10 años



### Spread 10Y promedio



## Brasil



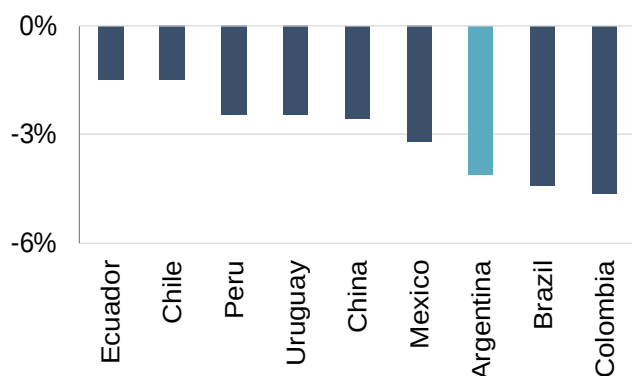


## Fundamentos Macro

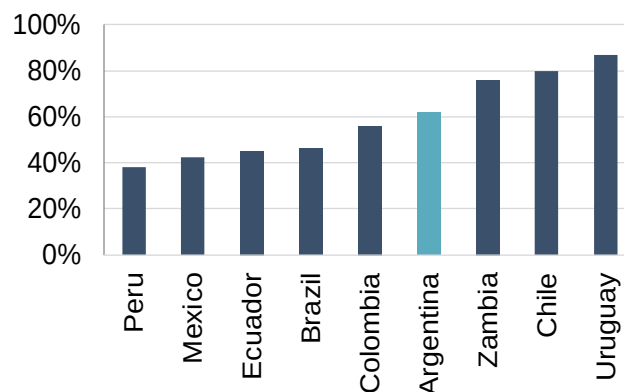
| Fundamentos Macro                           |         |           |           |         |          |           |         |         |
|---------------------------------------------|---------|-----------|-----------|---------|----------|-----------|---------|---------|
|                                             | Ecuador | Argentina | Brazil    | Uruguay | Colombia | Mexico    | Peru    | Chile   |
| YTM 10 años en dólares                      | 15,1    | 38,0      | 5,0       | 4,0     | 6,4      | 4,3       | 4,6     | 4,5     |
| EMBI                                        | 1124    | 2285      | 336       | 136     | 419      | 448       | 223     | 165     |
| Reservas Internacionales / PIB              | 8%      | 7%        | 21%       | 26%     | 18%      | 14%       | 34%     | 12%     |
| Cuenta Corriente / PIB                      | 3%      | 1,2%      | -2%       | -2%     | -6%      | 0%        | -3%     | -7%     |
| Deuda Externa / PIB                         | 45%     | 62%       | 46%       | 87%     | 56%      | 43%       | 38%     | 80%     |
| Último tipo de cambio / USD                 | 1,0     | 124,3     | 5,2       | 39,7    | 4132,5   | 19,9      | 3,8     | 915,8   |
| Variación del tipo de cambio WoW            | 0%      | 1,3%      | 1,6%      | -0,8%   | 6,0%     | -2,3%     | 1,8%    | 4,6%    |
| Déficit Financiero (últimos 12 meses) / PIB | -1,5%   | -4,1%     | -4,4%     | -2,5%   | -4,6%    | -3,2%     | -2,4%   | -1,5%   |
| PIB en mln de Dólares                       | 106.166 | 512.971   | 1.702.879 | 62.068  | 324.549  | 1.316.509 | 224.953 | 314.685 |
| Tasa de Referencia                          | 7,1%    | 52,0%     | 13,3%     | 9,3%    | 6,0%     | 7,8%      | 5,5%    | 9,0%    |
| Inflación Esperada proximos 12 meses YoY    | 2,6%    | 60,1%     | 11,0%     | 8,8%    | 7,8%     | 7,3%      | 3,5%    | 8,3%    |

Fuente: Reuters

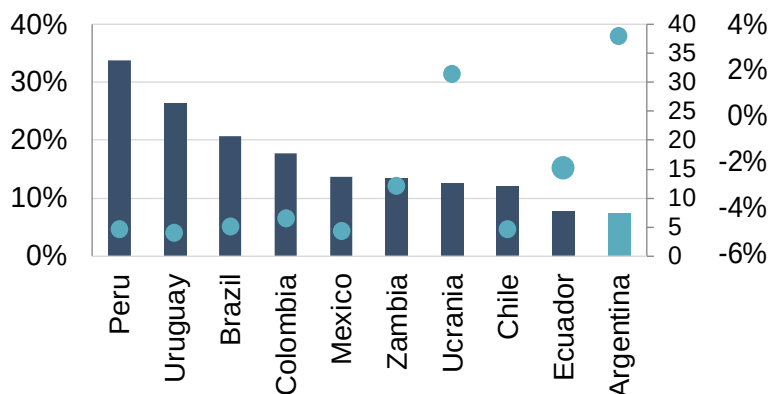
Resultado Financiero/ PIB



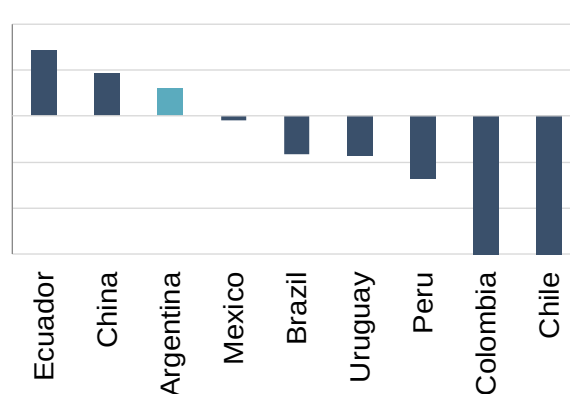
Deuda Externa / PIB



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](http://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.

---