

RESUMEN:**Medidas más relevantes anunciadas por el ministro de economía Massa, en la conferencia¹ del miércoles 3 de agosto:****Política Fiscal:**

Durante el primer semestre del año el déficit fiscal primario (con el límite en el cómputo de ganancias por colocaciones de deuda impuesto por el FMI) fue de 1,05% del PIB, y se tomó financiamiento por 1,8% del PIB de emisión monetaria directa y 0,4% del PIB de financiamiento en las licitaciones por arriba de los vencimientos.

En mar-22 el perfil de vencimientos para el resto del año estaba 61% en manos privadas, y ese porcentaje bajó a 50% a finales de junio, este dato oficial sumado a las compras del Banco Central de deuda del Tesoro por mercado secundario, sugiere que el financiamiento neto en las licitaciones fue del sector público, y no del sector privado.

El ministro anunció que cumplirá con la meta de 2,5% de déficit primario acordado con el FMI, lo que arroja un déficit primario a financiar de 1,45% del PIB para el segundo semestre del año, y que lo financiaría por mercado (sector público o privado), ya que no utilizaría más financiamiento monetario (el último habría sido el de julio por 0,3% del PIB). Pero los datos del primer semestre del año sugieren, que salvo un importante cambio de expectativas, será difícil conseguir financiamiento neto por mercado en ese nivel. Aquí entonces se abren al menos tres posibilidades. La primera que el Gobierno planea hacer un ajuste fiscal mayor al anunciado, recordemos que unos días antes de su despido los medios publicaron que la ex ministra Batakis prometió un fuerte ajuste a los inversores en EUA. Una segunda alternativa (que no parece ser el espíritu de lo anunciado) sería cancelar Adelantos transitorios con DEGs del FMI (lo que no cambia el stock neto de adelantos). Y la tercera opción sería continuar con la política de compras de títulos del Tesoro por mercado secundario que hace el Banco Central, lo que arroja un financiamiento monetario indirecto.

Debido a que desde el 8 de julio que no se tomaron más adelantos, y bajó con fuerza el financiamiento indirecto del Banco Central (entre el 11 de julio y el 2 de agosto se utilizó aproximadamente \$170.000 mln de este financiamiento, una fuerte desaceleración respecto de los \$991.156 mln utilizados los 17 días hábiles previos), creemos que el gobierno planea realizar un ajuste mayor al anunciado.

Sobre el gasto público, el ministro anunció mayor gasto por la asignación de un bono que compense a los jubilados (no se sabe si también aplica para planes sociales ni cuando se cobraría), ya que el aumento por Ley (que aplica a jubilados y planes sociales) para septiembre se estima en 15,6% trimestral, o 67% anual, por debajo de la inflación que se estima en 72% para el mismo período. En sentido contrario bajaría el gasto en subsidios de energía, porque no solicitaron subsidios 4 millones de hogares (más de los estimados), y de los casi 10 millones de hogares que solicitaron el subsidio sólo se subsidiará el consumo de hasta 400KW, por arriba de ese uso aplicaría la tarifa plena.

De lo que finalmente haga el Gobierno con el déficit y la forma de financiarlo, dependerá lo que ocurra con la cotización del dólar CCL, y de los instrumentos en pesos. En resumen, cuanto mayor financiamiento monetario exista, mayor será el valor del CCL (el salto ocurrido hasta mediados de julio fue antecedido por un financiamiento monetario de 2% del PIB en un mes y medio), y la presión del Banco Central en devaluar el tipo de cambio oficial.

Reservas: cayeron U\$S 5.381 mln desde que renunció el ex ministro Guzmán. De esta caída, aproximadamente el 64% (U\$S 3.400 mln) fue por pagos de deuda principalmente al FMI. Las reservas netas líquidas muy negativas (ver próximo apartado), sugieren que este es el tema más urgente a resolver por el Gobierno, y el más relevante para proyectar lo que pueda pasar con el tipo de cambio oficial, y el CCL. Sólo si se revierte la caída diaria en las reservas, los inversores dejarán de tomar cobertura cambiaria del tipo de cambio oficial, y de posicionarse en el CCL.

Para mejorar la situación de las reservas, el ministro anunció mayores desembolsos de organismos internacionales por U\$S 1.900 mln, que se encuentra en estudio un REPO (préstamos con títulos públicos como garantía) con bancos por aproximadamente U\$S 2.000 mln. Y que acordó con varios sectores un anticipo de exportaciones por U\$S 5.000 mln en los próximos dos meses.

A cambio del anticipo de exportaciones el Banco Central emitirá letras en dólares destinadas a estimular el ingreso de fondos externos para prefinanciación de grandes exportadores (mínimo U\$S 100 mln) con una tasa de interés de SOFR más margen a licitar y precancelable) y habilitó el acceso a las cuentas a la vista dólar linked a los exportadores que anticipen en más de treinta días la liquidación respecto al plazo determinado para cada sector.

¹ <https://www.infobae.com/economia/2022/08/03/una-por-una-las-primeras-medidas-de-sergio-massa-y-cuales-son-los-ejes-centrales-de-su-programa-economico/>

Reservas en Dólares: Según información oficial, en los últimos 5 días hábiles las reservas brutas cayeron U\$S 1.029 mln hasta U\$S 37.211 mln, desde una caída de U\$S 1.474 mln la semana previa. La caída de la semana pasada podría explicarse en parte por un pago de intereses al FMI por aproximadamente U\$S 400 mln.

Si a las reservas brutas le restamos los depósitos en dólares en el Banco Central (U\$S 11.310 mln), el Swap chino (U\$S 19.278 mln), los DEG's (U\$S 4.721 mln) y otros pasivos en moneda extranjera (U\$S 2.737 mln), encontramos las reservas netas negativas por U\$S 836 mln, y si a estas les restamos el oro, encontramos reservas líquidas negativas en U\$S -4.294 mln.

	31-12-09	31-12-15	31-12-19	31-12-20	31-12-21	05-08-22
1) Activo	47.967	25.563	44.848	39.387	39.662	37.211
Reservas	47.967	25.563	44.848	39.387	39.662	37.211
Oro	5.435	2.107	2.684	3.758	3.214	3.459
Divisas	3.878	11.130	29.060	27.374	28.433	22.035
Colocaciones	42.216	12.287	13.136	8.277	8.015	12.255
Derivados	(68)	(8)	(32)	(22)	(0)	5
Convenios de crédito	9	47	0	0	0	0
2) Pasivo	12.768	27.010	32.764	36.210	38.010	38.047
Dep en BC en Mon. Extr.	7.332	10.727	8.909	10.883	12.083	11.310
Swap Chino (otros Pasivos)	3.356	10.573	20.417	20.482	20.411	19.278
DEG's del FMI	3.172	2.845	2.605	1.354	673	4.721
Otros venc en Mon Extr 12 meses	(1.091)	2.864	833	3.491	4.843	2.737
3) Reservas Netas 1-2	35.199	(1.446)	12.084	3.177	1.652	(836)
FMI) Reservas Netas 1-2+DEGs	38.371	1.399	14.689	4.531	2.325	3.886
4) Reservas Líquidas 3-Oro	29.765	(3.553)	9.400	(581)	(1.561)	(4.294)

Depósitos en dólares de privados: Según información oficial, los depósitos en dólares subieron U\$S 73 mln en los últimos cinco días hábiles (con información al 3 de agosto) hasta U\$S 14.773 mln, desde una caída de U\$S 361 mln los cinco días previos.

Expectativas del Mercado (REM):

Inflación: Este jueves 11 se conocerá la inflación minorista de julio, los analistas esperan una inflación de 7,4% en promedio, desde 5,3% observado en junio. Adicionalmente, para dic-22 pegó un salto la inflación esperada hasta 90%, desde 76% un mes antes. Y para los próximos 12 meses la inflación esperada es de 84%, desde 69% un mes antes.

Tipo de Cambio oficial: la expectativa del mercado es un tipo de cambio en dic-22 de \$167, desde \$160 hace un mes. Y para los próximos 12 meses proyectan un tipo de cambio de \$228 (+72% YoY), desde \$198 hace un mes.



Canje de Deuda: el Tesoro Nacional ofrece tres canjes de deuda² para despejar los vencimientos de los próximos tres meses, a licitar el 9 de agosto con liquidación el jueves 11 de agosto. El ministro de economía adelantó que ya tienen asegurado el 60% de adhesión.

Opción 1: conversión por el bono Dual con vencimiento el 30-jun-23 a un precio a licitar por cada VNO USD 1.000, se puede canjear por los siguientes instrumentos:
Lecer X16G2 con vencimiento el 16-ago-22 a un valor técnico de \$ 1.457,6

² <https://www.argentina.gob.ar/noticias/llamado-conversion-de-lecer-lepase-ledes-y-boncer-por-bono-dual>

Lepase tasa variable con vencimiento el 16-ago-22 a un valor técnico de \$ 1.204,3172
 Lede S31G2 con vencimiento el 31-ago-22 a un valor técnico de \$ 1.000,0

Opción 2: conversión por el bono Dual con vencimiento el 31-jul-23 a un precio a licitar por cada VNO USD 1.000, se puede canjear por los siguientes instrumentos:

Bono ajustable por CER con vencimiento 20-sep-22 (T2X2) a un valor técnico de \$ 2.556,24
 Lede con vencimiento 30-sep-22 (S30S2) a un valor técnico de \$ 1.000,00

Opción 3: conversión por el bono Dual con vencimiento el 29-sep-23 a un precio a licitar por cada VNO USD 1.000, se puede canjear por los siguientes instrumentos:

Lecer X21O2 con vencimiento 21-oct-22 a un valor técnico de \$ 1.407,10
 Lede S21O2 con vencimiento 31-oct-22 a un valor técnico \$ 1.000,00

Los bonos duales en la fecha de vencimiento abonarán en pesos el máximo entre la inflación más un cupón de interés o el tipo de cambio oficial.

Bonos en pesos: en la última semana la curva de instrumentos ajustables por CER subió (X21O2 +2%, TX26 +3%), y bajaron los bonos Dollar Linked T2V2 -4%.

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 1% WoW en FCI de tasa fija (Ledes) y +2% WoW en FCI ajustables por CER.

Tasas:

En la última semana, la caución a 7 días subió +232 pb a TNA 44%, y la caución a 30 días subió +172 pb a TNA 49%, lo que combinado con los puntos anteriores sugiere mayor apetito por riesgo del Tesoro a mayor plazo.

		05-ago-22		04-ago-22	29-jul-22	06-jul-22
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	DoD	WoW	MoM
Tasa Variable Badlar o Pase						
BDC24	29/03/2024	69,7%	108,0	-0,8%	0,9%	3,6%
PBA25	12/04/2025	85,7%	94,3	-0,2%	3,7%	-5,5%
BDC28	22/02/2028	75,9%	109,5	-0,5%	0,4%	5,2%
PR15	04/10/2022	91,9%	23,5	0,3%	0,9%	4,9%
CER						
X16G2	16/08/2022	-16,3%	145,4	0,3%	1,1%	5,9%
X21O2	21/10/2022	-18,5%	145,8	-0,2%	1,8%	10,4%
X23N2	23/11/2022	-17,3%	112,9	-0,1%	3,6%	12,3%
X16D2	16/12/2022	-10,8%	134,5	0,5%	0,7%	10,4%
X20E3	20/01/2023	-3,8%	138,8	0,1%	2,2%	10,6%
X17F3	17/02/2023	-3,7%	134,2	0,4%	2,6%	12,5%
X21A3	21/04/2023	-2,6%	128,7	0,3%	2,3%	15,0%
X19Y3	19/05/2023	-1,9%	122,9	-0,1%	2,7%	15,9%
T2X2	20/09/2022	-22,7%	262,4	0,4%	1,3%	9,2%
PR13	15/03/2024	-0,5%	775,5	-0,6%	-2,0%	-0,6%
TX23	25/03/2023	-2,5%	273,3	0,0%	2,0%	14,3%
TC23	06/03/2023	-1,5%	642,0	0,3%	1,1%	13,8%
TX24	25/03/2024	8,5%	239,7	0,6%	4,5%	18,2%
T2X4	26/07/2024	10,0%	171,4	0,2%	3,3%	20,5%
TX26	09/11/2026	10,3%	186,8	0,4%	2,9%	18,2%
DICP	31/12/2033	9,1%	4017,5	0,4%	1,2%	20,8%
PARP	30/12/2034	9,1%	1870,0	0,0%	2,9%	23,8%
Tasa Fija						
S31G2	31/08/2022	56,1%	97,4	0,2%	0,5%	5,4%
S30S2	30/09/2022	50,2%	94,0	-0,1%	2,0%	6,5%
S31O2	31/10/2022	73,7%	88,2	0,4%	2,7%	
S30N2	30/11/2022	69,2%	85,0	0,0%	0,9%	5,6%
TO23	17/10/2023	79,2%	66,5	0,2%	5,5%	9,6%
TO26	17/10/2026	79,5%	34,0	0,0%	-4,3%	4,6%
Dollar Linked						
T2V2	30/11/2022	-9,5%	13720	-0,3%	-4,1%	5,5%
TV23	28/04/2023	-4,6%	13790	-1,1%	-3,7%	7,3%
TV24	30/04/2024	4,8%	12360	-1,4%	-7,2%	10,2%

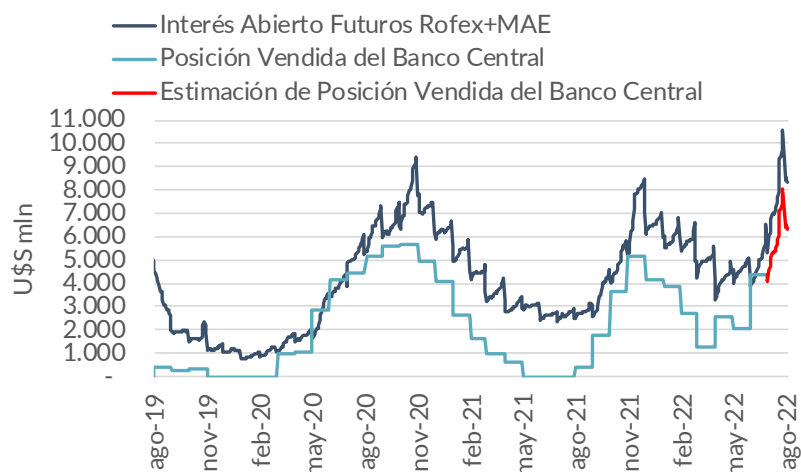
El tipo de cambio oficial: subió la última semana 5,5% mensualizado, desde 4,9% mensualizado la semana previa.

Opinión: Nuestra información histórica sugiere que sin acceso al crédito internacional en dólares y buenas expectativas sobre la economía futura, un salto discreto del tipo de cambio oficial se trasladaría a precios muy rápidamente como ocurrió en los años 2014 y 2019. Además, salvo un salto discreto muy importante, creemos que difícilmente frene la demanda de importaciones que es el objetivo buscado con una devaluación. Por lo tanto lo ideal, es primero cambiar las expectativas, que mejore la confianza en el gobierno, baje el CCL y las expectativas de inflación, antes de intentar un salto del tipo de cambio oficial.

Posición Vendita de Futuros de Dólar, del Banco Central: El dato oficial al 30-jun-22 mostró una posición vendida de U\$S 4.358 mln, desde U\$S 2.088 mln a finales de mayo.

Y una forma de analizar como evolucionó en julio, es comparar el interés abierto de Rofex con la posición histórica del Banco Central. Esta comparación sugiere que el Banco Central tendría una posición vendida en torno a U\$S 6.000 mln, bajó U\$S 2.000 mln con el vencimiento de julio.

Recordemos que el máximo que puede vender es U\$S 9.000 mln (U\$S 5.000 mln en Rofex y el resto en MAE).



Futuros de Dólar:

En la última semana los valores de futuros bajaron 1.076 centavos en promedio.

Opinión: la variación mensual implícita del valor de los futuros desde septiembre, 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, la situación de las reservas internacionales, y las tasas implícitas en la curva de futuros sugieren mantener cobertura genuina de muy corto plazo, para el caso de los importadores.

MAE	DOLLAR FUTURES ROFEX			Valor / Value			Var Mensual	
\$ 132,89	August 5, 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		
Aug-22	138,90	63,5%	4.251.146	-41	-319	-312	4,5%	4,4%
Sep-22	151,90	93,3%	801.834	-20	-560	-75	9,4%	4,5%
Oct-22	163,55	96,8%	378.320	-15	-825	55	7,7%	4,3%
Nov-22	173,70	95,8%	176.157	-30	-1.030	90	6,2%	4,2%
Dec-22	183,50	94,6%	129.917	-50	-1.100	50	5,6%	4,4%
Jan-23	193,50	93,0%	49.140	50	-1.300	0	5,4%	3,9%
Feb-23	203,00	93,0%	24.020	-50	-1.500	100	4,9%	4,7%
Mar-23	211,00	90,1%	26.483	-100	-1.401	50	3,9%	6,7%
Apr-23	217,00	86,9%	10.721	-100	-1.650	-200	2,8%	6,0%
May-23	228,00	87,4%	20.208				5,1%	5,1%
Total			5.882.310	-40	-1.076	-27		

CCL

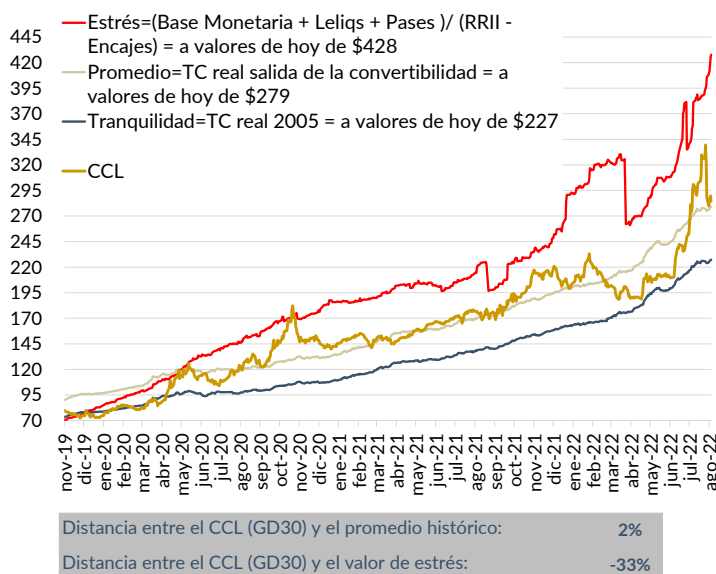
Valor: en la semana cayó 2% WoW.

El viernes estaba 2% por arriba de su valor de cotización promedio (el tipo de cambio real de la salida de la convertibilidad), y 33% por debajo de su valor en situaciones de estrés. Esto sugiere que no está caro ni barato.

Monto negociado en BYMA letras C y D: operó en promedio U\$S 86 mln diarios en la semana que terminó el 4-ago, desde U\$S 56 mln diarios en la semana previa.

Opinión: Creemos que el monto negociado debería caer en las próximas semanas de la mano del menor uso de financiamiento monetario del Gobierno, y esto debiera ejercer una presión bajista sobre el valor del CCL.

Sin embargo, dado que las reservas netas y líquidas son negativas, hasta que no se revierta la caída diaria en las reservas, sugerimos mantener CCL



Distancia entre el CCL (GD30) y el promedio histórico:	2%
Distancia entre el CCL (GD30) y el valor de estrés:	-33%

en las carteras.

Bonos en dólares: Los bonos soberanos más líquidos operaron mixtos en la semana que terminó el 5-ago (AL30 +0,5%, GD30 -0,6%).

A nivel internacional los bonos soberanos subieron con fuerza de precio (bajaron de rendimiento) en la semana que pasó.

		05-ago-22		04-ago-22	29-jul-22	06-jul-22	30-dic-21
Curva	Vencimiento Final	Última TIR	Último Precio	DoD	WoW	MoM	YTD
Hard Dollar Ley Local							
AL29	09/07/2029	44,3%	22,3	1,2%	-5,7%	16,9%	-34,6%
AL30	09/07/2030	43,1%	21,7	-1,1%	0,5%	14,2%	-31,7%
AL35	09/07/2035	26,8%	21,2	-3,1%	-3,6%	11,6%	-31,9%
AE38	09/01/2038	28,4%	25,7	2,7%	-5,7%	4,9%	-30,1%
AL41	09/07/2041	24,0%	24,7	0,0%	-1,5%	-0,3%	-29,7%
Hard Dollar Ley NY							
GD29	09/07/2029	41,8%	23,7	1,9%	-1,1%	18,7%	-37,7%
GD30	09/07/2030	39,2%	23,9	0,1%	-0,6%	16,2%	-32,2%
GD35	09/07/2035	26,2%	21,8	0,5%	-2,4%	9,5%	-33,3%
GD38	09/01/2038	25,7%	29,0	-0,3%	-0,4%	13,1%	-24,7%
GD41	09/07/2041	22,4%	25,2	-5,6%	-4,7%	-0,3%	-30,8%
GD46	09/07/2046	27,4%	22,7	-1,0%	-2,5%	13,3%	-32,2%
Obligaciones Negociables							
Tecpetrol 2022	12/12/2022	6,4%	100,0	-0,7%	-0,7%	-1,1%	-0,5%
Capex 2024	15/05/2024	10,8%	94,8	1,3%	1,3%	-0,3%	-1,3%
TGS 2025	02/05/2025	15,4%	82,3	1,7%	1,7%	-5,5%	-11,3%
CGC 2025	08/03/2025	12,2%	97,3	-0,3%	-0,3%	-1,3%	-1,3%
Telecom 2025	06/08/2025	14,3%	91,5	0,3%	0,3%	-2,4%	-6,5%

Opinión: Si se mantiene la desaceleración en la inflación de EUA como esperamos (en julio rondaría 0,3% MoM, desde 1,4% MoM en junio), podría haber un ingreso de fondos en renta fija emergentes. Dados nuestros escenarios para 2024, sugerimos comprar AL35 por la baja paridad y AE38 por los altos cupones.

Calendario de la semana (del 8 al 12 de agosto):

- Martes 9, Actividad Industrial y de la Construcción (INDEC).
- Miércoles 10, Salarios de junio (INDEC).
- Jueves 11, Inflación de julio (INDEC).

Internacional:

EUA: El presidente de la FED de St. Louis y la presidenta de la FED de Cleveland (con voto en las decisiones de tasa de la FED) dijeron que están a favor de mayores subas de tasas hasta ver que la inflación comience a ceder. Ambos consideran que en los próximos años la inflación estará en el target de la FED de 2% y que en los próximos meses debería comenzara verse la desaceleración. Por otro lado, afirman que ellos no ven una recesión, que todavía las empresas están contratando empleados y que la demanda no está cayendo lo suficiente para aliviar presiones inflacionarias.

CONTEXTO INTERNACIONAL

EUA:

El presidente de la FED de St. Louis y la presidenta de la FED de Cleveland (con voto en las decisiones de tasa de la FED) dijeron que están a favor de mayores subas de tasas hasta ver que la inflación comience a ceder. Ambos consideran que en los próximos años la inflación estará en el target de la FED de 2% y que en los próximos meses debería comenzara verse la desaceleración. Por otro lado, afirman que ellos no ven una recesión, que todavía las empresas están contratando empleados y que la demanda no está cayendo lo suficiente para aliviar presiones inflacionarias.

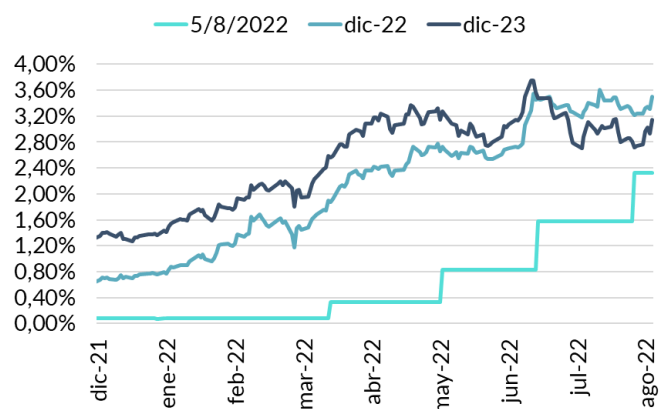
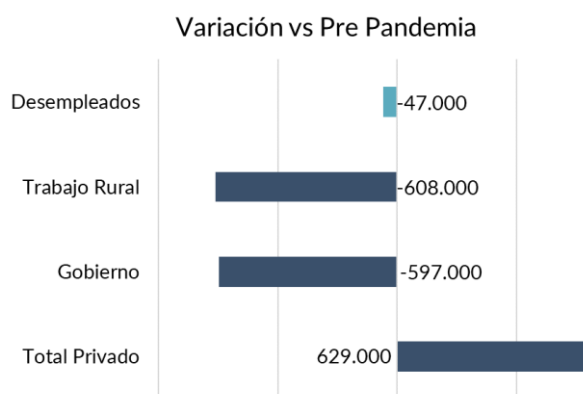
Esto se confirmó el viernes, con el dato de creación de empleo de 528 mil puestos, por encima de los esperado en 258 mil puestos. La creación promedio de los últimos tres meses es de 437 mil puestos. El nivel de empleo no rural (privado más público) superó el nivel pre pandemia por primera vez. Esto lleva a la tasa de desempleo a un mínimo de 3,5% (mismo nivel de febrero 2020).

Los futuros de tasas reaccionaron al alza al dato de empleo, con subas de entre 20 y 30 p.b en toda la curva, de esta manera, para la próxima reunión ahora esperan otra suba de 75 p.b desde 50 p.b al cierre de ayer hasta el rango de 3% - 3,25%.

Mirando la hoja de balance, vemos que desde junio los activos del Tesoro cayeron U\$S 50.000 mln principalmente por la caída en bonos y notas por U\$S 51.000 mln (U\$S 11.400 mln en junio, U\$S 23.500 mln en julio y U\$S 16.300 mln en lo que va de agosto), mientras que los MBS (activos hipotecarios) aumentaron U\$S 10.000 mln. Recordamos que en junio julio y agosto la FED estableció que dejaría vencer activos del Tesoro con cupones por hasta U\$S 30.000 mln y en septiembre aumentaría hasta U\$S 60.000, y de activos hipotecarios por U\$S 17.500 mln que subirían hasta U\$S 35.000 mln.

Mercado Laboral

Tasas Esperadas por el Mercado



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: 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

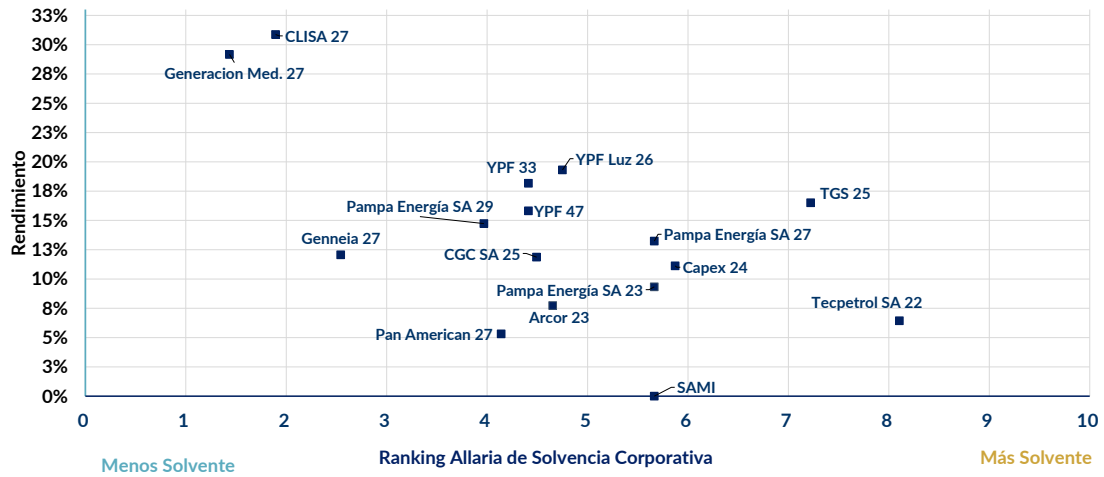
			Escenario Neutro (mantiene TIR actuales)			Escenario Positivo			Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 con quita del 45% del capital y alargando plazo 10 años			Escenario negativo, nuevo canje en dic-23 alargando plazo 10 años				Monto Negociado (US\$ mln)
	PX	TIR	Misma TIR	PX misma TIR	Retorno	EY Dic-23	PX	Retorno	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	Cupones	EY Dic-23	VNA	Retorno Total	04/08/2022
GD29	24,2	41,8%	41,8%	39,2	61%	12,25%	72,7	200%	12,0%	16,0	-30%	0,92	12,8%	26,9	15%	0,1
GD30	24,0	39,2%	39,2%	37,9	58%	12,25%	69,7	190%	12,1%	14,6	-37%	0,46	12,9%	24,4	4%	70,4
GD35	22,5	26,2%	26,2%	30,9	37%	12,50%	68,2	203%	12,2%	26,0	22%	1,38	13,4%	42,6	95%	11,9
GD38	29,4	25,7%	25,7%	39,8	35%	12,50%	75,3	156%	12,3%	26,7	3%	3,55	13,1%	45,5	67%	0,6
GD41	27,4	22,4%	22,4%	35,7	30%	12,75%	64,0	134%	12,4%	21,8	-9%	3,21	13,4%	37,4	48%	6,7
GD46	23,6	27,4%	27,4%	32,8	39%	12,75%	65,9	179%	12,5%	23,2	4%	1,38	13,1%	41,8	83%	0,0
AL29	22,7	44,3%	44,3%	37,5	65%	13,25%	70,8	212%	13,0%	14,5	-32%	0,92	13,8%	25,6	17%	0,1
AL30	21,6	43,1%	43,1%	35,4	64%	13,25%	67,7	213%	13,1%	13,2	-37%	0,46	13,9%	23,2	9%	22,0
AL35	21,9	26,8%	26,8%	30,0	37%	13,50%	64,2	194%	13,2%	23,9	15%	1,38	14,4%	39,4	87%	2,4
AE38	26,4	28,4%	28,4%	36,2	37%	13,50%	71,4	171%	13,3%	24,6	7%	3,55	14,1%	43,6	79%	0,8
AL41	25,2	24,0%	24,0%	33,1	31%	13,75%	60,1	139%	13,4%	20,0	-8%	3,21	14,4%	35,7	55%	1,1

Fundamentos de Corporativos

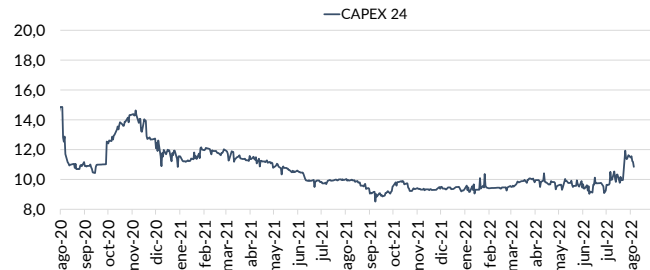
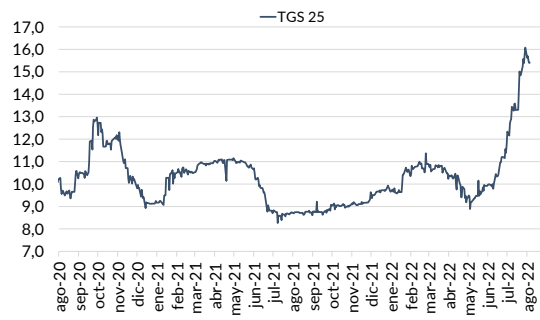
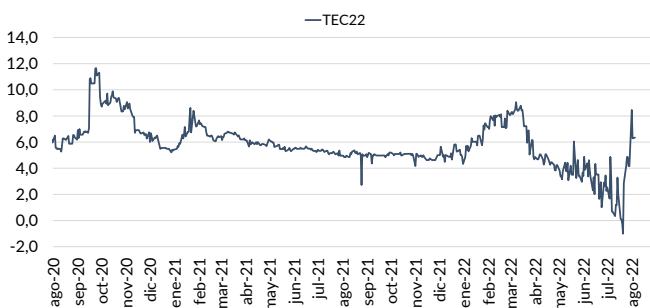
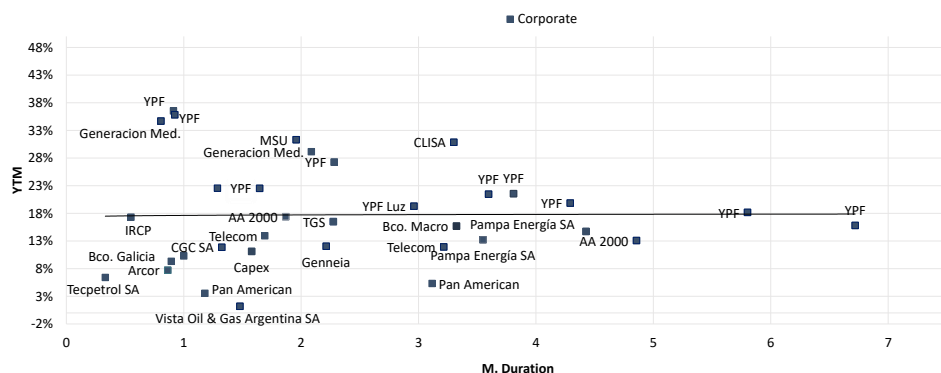


Ratios	IRCP	TECPETROL	YPF	YPF LUZ	MSU	PAMPA	ARCOR	AA2000	GENNEIA	PAN AMERICAN	CLISA	CGC	TELECOM	TGS	CAPEX	Generacion Med.
Ratios de Solvencia:																
Deuda total / Activos	55%	52%	64%	55%	87%	53%	67%	69%	83%	53%	94%	75%	47%	40%	54%	78%
Deuda Fin. Neta / PN	39%	42%	70%	73%	599%	37%	108%	73%	268%	38%	1067%	117%	39%	3%	44%	271%
Ratios de Cobertura																
EBITDA / Intereses	2,3	51,6	7,0	5,6	2,5	5,4	6,5	1,6	3,4	4,6	6,8	7,4	7,3	13,2	12,8	2,2
Efect. / Deuda de Corto Plazo	102%	46%	35%	61%	26%	193%	26%	96%	54%	23%	16%	50%	25%	227%	125%	70%
Ingresos Operativos / Deuda Total	13%	99%	86%	35%	20%	68%	183%	31%	23%	54%	84%	75%	79%	102%	82%	21%
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2,7	0,6	1,7	2,3	5,3	0,9	1,8	3,7	3,1	1,9	3,3	1,2	1,8	0,1	0,8	5,2
RANKING	3,6	8,1	4,4	4,0	0,7	5,7	4,8	2,8	2,5	4,1	1,9	4,5	4,7	7,2	5,9	1,4

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 (US\$ mln)	Minimum Denom.	YTW Date	YTW (ask)	Governing Law	ISIN
Financials	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	19-jul-26	10,3%	98,3	99,3	NULL	10,20%	Ca	250	200.000	n/a	n/a	New York	US059538AR97
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	15,7%	74,4	75,4	3,32	6,64%	Ca	400	150.000	4-nov-26	15,7%	New York	US05963GAH11
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	11,9%	96,3	97,3	1,32	9,50%	NULL	196	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84
Energy	Gennea SA	2-sep-27	12,1%	93,3	94,3	2,21	8,75%	Caa3	366	2.000	2-sep-27	12,1%	New York	USP46756BA25
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	15-nov-23	3,6%	101,8	102,5	1,18	5,00%	NULL	15	150.000	15-ago-23	1,8%	New York	US69784DAA63
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	30-abr-27	5,3%	112,3	113,3	3,12	9,13%	NULL	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	6,4%	99,5	100,0	0,33	4,88%	Caa1	500	1.000	12-dic-22	6,4%	New York	US87876TAE47
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	16,5%	80,3	83,0	2,27	6,75%	Caa3	500	150.000	2-may-24	16,5%	New York	USP9308RAZ66
Energy	YPF SA	4-abr-24	36,5%	74,6	75,1	0,91	8,75%	Caa3	606	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76
Energy	YPF SA	23-mar-25	35,8%	73,6	74,6	0,92	8,50%	NULL	256	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72
Energy	YPF SA	28-jul-25	27,3%	65,0	66,0	2,28	8,50%	Caa3	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBEO4
Energy	YPF SA	12-feb-26	22,5%	79,8	80,8	1,65	4,00%	Caa3	776	1	12-feb-26	22,5%	New York	USP989MJBRI17
Energy	YPF SA	21-jul-27	21,5%	57,3	57,8	3,60	6,95%	NULL	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34
Energy	YPF SA	27-jun-29	19,9%	57,4	58,4	4,29	8,50%	Caa3	399	10.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBPO5
Energy	YPF SA	30-jun-29	21,6%	58,1	59,1	3,81	2,50%	Caa3	748	1	n/a	n/a	New York	USP989MJBSP99
Energy	YPF SA	30-sep-33	18,2%	48,8	49,8	5,80	1,50%	Caa3	576	1	30-jun-33	18,2%	New York	USP989MJBTT72
Energy	YPF SA	15-dic-47	15,8%	47,2	54,4	6,72	7,00%	NULL	537	10.000	15-dic-47	15,8%	New York	USP989MJBNO33
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infra	25-jul-27	30,9%	44,0	45,0	3,30	4,50%	NULL	325	100	n/a	n/a	New York	USP3063XAJ74
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	34,7%	81,1	81,6	0,81	9,63%	Caa3	67	150.000	n/a	n/a	New York	US36875LAA70
Utilities	Generacion Mediterranea SA	1-dic-27	29,2%	64,0	65,0	2,09	9,63%	NULL	319	1	1-dic-27	29,2%	New York	US36875KAD37
Utilities	Capex SA	15-may-24	11,1%	93,8	94,8	1,58	6,88%	NULL	300	1.000	15-may-24	11,1%	New York	USP20058AC08
Utilities	MSU Energy SA	1-feb-25	31,3%	60,8	61,8	1,96	6,88%	Caa3	600	150.000	n/a	n/a	New York	US677065AA25
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	9,3%	98,1	98,6	0,89	7,38%	Caa3	390	1.000	n/a	n/a	New York	US71647XAA54
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	13,2%	80,6	81,6	3,55	7,50%	Caa3	636	150.000	n/a	n/a	New York	US697660AA69
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	14,7%	78,4	79,4	4,43	9,13%	Caa3	293	150.000	15-abr-29	14,7%	New York	USP7464EAB22
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	19,3%	75,0	76,0	2,96	10,00%	Caa3	400	1.000	n/a	n/a	New York	USP9897PAB06
Consumer Non	Arcor SAIC	6-jul-23	7,7%	98,4	98,9	0,86	6,00%	Caa2	500	1.000	n/a	n/a	New York	US03965PAC59
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	14,0%	90,5	91,5	1,69	8,50%	NULL	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	11,9%	86,9	87,9	3,21	8,00%	NULL	400	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAV30
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	17,4%	85,0	86,0	1,87	9,38%	Caa3	89	150.000	n/a	n/a	New York	USP0092MAF07
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-ago-31	13,1%	79,3	79,9	4,86	8,50%	Caa3	273	1.000	n/a	n/a	New York	US00786PAE43
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	17,3%	95,5	97,5	0,55	8,75%	NULL	360	500	23-mar-23	n/a	New York	USP5880UAB63



Fundamentos de Provincias

Indicadores Acumulados 12 meses (\$ mln)	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA
Total ingresos	811.445	2.114.642	728.751	247.018	127.651	307.706	325.475	217.955	653.760	139.241	114.519	359.741	133.105
De los cuales Ingresos federales	127.094	963.119	378.593	184.164	46.922	185.172	84.386	157.766	372.113	89.653	96.853	199.027	120.828
Total gastos	762.975	2.209.354	652.803	242.063	137.408	288.518	316.204	208.043	668.518	142.754	101.520	340.719	132.477
De los cuales Gastos por intereses	52.981	68.361	10.777	5.701	6.191	12.197	9.223	3.615	8.769	4.988	4.117	6.260	1.671
De los cuales Gastos por salarios	339.641	910.981	233.625	101.036	71.620	122.724	153.485	123.560	259.458	81.578	55.524	143.907	55.407
Rdo Corriente antes de intereses	138.809	73.712	141.623	34.270	4.903	43.926	37.986	22.982	38.162	9.136	28.661	35.932	17.765
Resultado primario	101.451	-26.351	86.725	10.656	-3.566	31.385	18.494	13.527	-5.989	1.475	17.115	25.282	2.299
Resultado Financiero	48.470	-94.712	75.949	4.955	-9.757	19.188	9.271	9.912	-14.758	-3.513	12.998	19.022	628
Año del dato fiscal	mar-22	dic-21	mar-22	dic-21	jun-21	mar-22	mar-22	mar-22	mar-22	dic-21	sep-21	mar-22	mar-21
Deuda Total (\$mln)	279.858	1.431.820	337.201	80.183	112.340	144.197	160.304	71.696	91.609	67.055	105.603	121.824	47.071
En Moneda Nacional	79.780	256.176	13.317	23.311	20.205	28.019	24.075	13.199	18.288	15.729	26.808	24.743	3.435
En Moneda Extranjera	200.077	1.175.644	323.884	56.872	92.136	116.178	136.229	58.498	73.321	51.327	78.795	97.081	43.636
Fecha del último stock de deuda conocido	mar-22	dic-21	mar-22	dic-21	jun-21	mar-22	mar-22	dic-21	mar-22	dic-21	sep-21	mar-22	mar-21

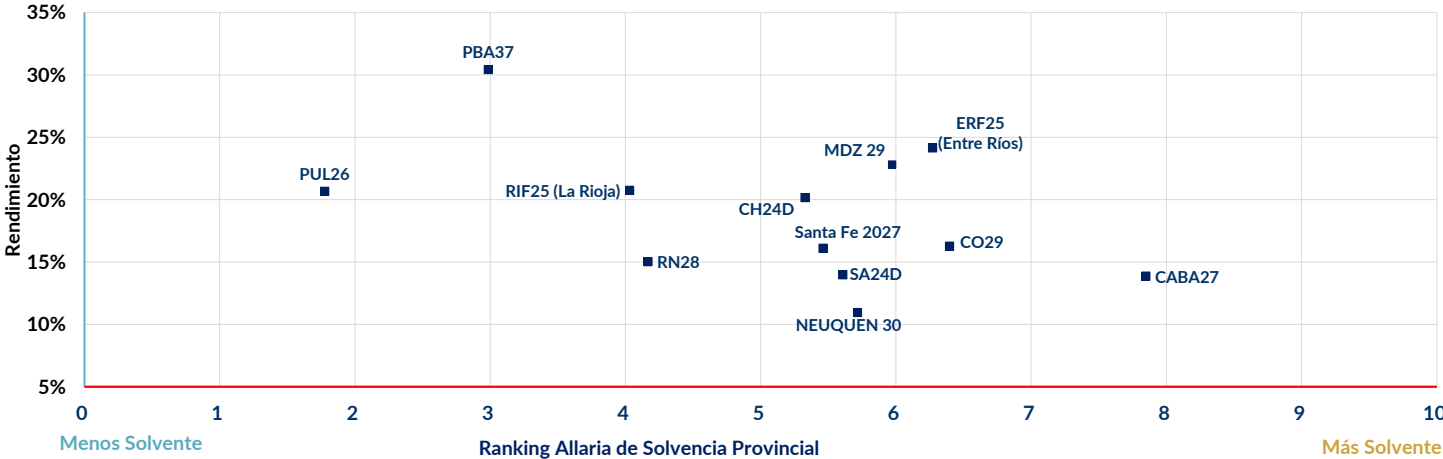
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior y Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

Ratios	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA
Resultado primario / Ingresos Totales	12,5%	-1,2%	11,9%	4,3%	-2,8%	10,2%	5,7%	6,2%	-0,9%	1,1%	14,9%	7,0%	1,7%
Ingres. de fuente. Federales / Ingres. Totales	16%	46%	52%	75%	37%	60%	26%	72%	57%	64%	85%	55%	91%
Salarios / Gastos Totales	45%	41%	36%	42%	52%	43%	49%	59%	39%	57%	55%	42%	42%
Intereses / ingresos totales	6,5%	3,2%	1,5%	2,3%	4,8%	4,0%	2,8%	1,7%	1,3%	3,6%	3,6%	1,7%	1,3%
Deuda Pública / Ingresos Totales	34%	68%	46%	32%	88%	47%	49%	33%	14%	48%	92%	34%	35%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda ⁽¹⁾	71%	82%	96%	71%	82%	81%	85%	82%	80%	77%	75%	80%	93%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	2%	4%	32%	2%	12%	15%	23%	8%	20%	26%	36%	7%
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	7,8	3,0	6,4	5,3	1,8	6,0	5,7	5,6	5,5	4,2	4,8	6,3	4,0

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

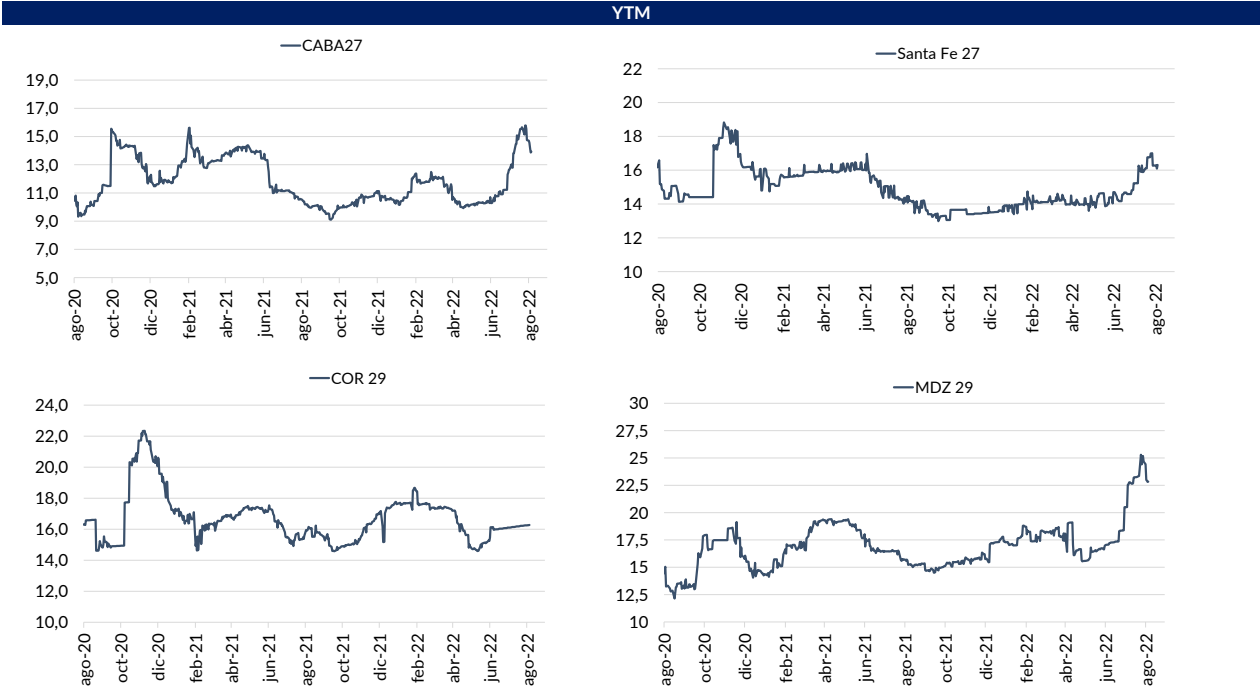
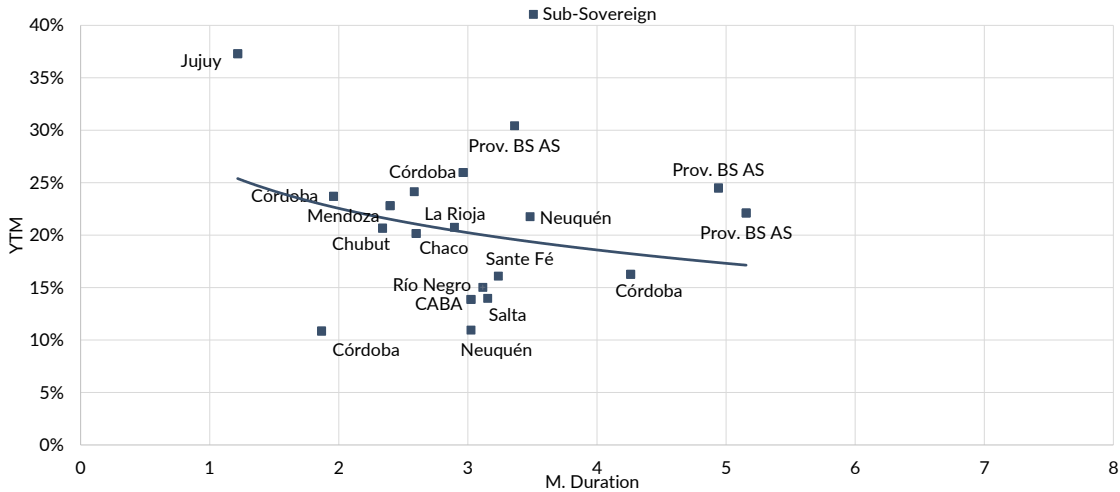
(1) Stock de deuda en moneda extranjera ajustado al tipo de cambio mayorista Ask al cierre de ayer.

Comparación de Bonos Provinciales en Dólares

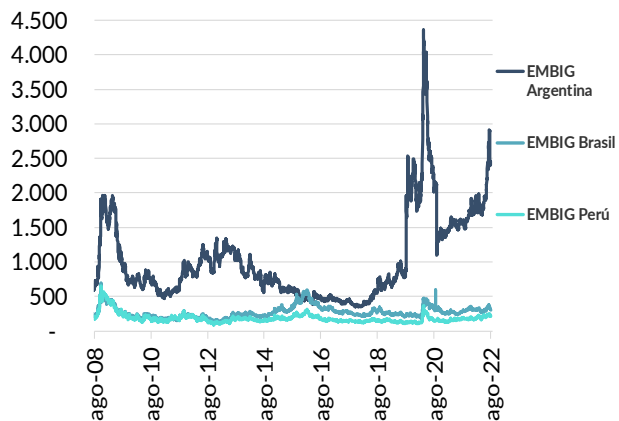


ARGENTINA SUB-SOVEREIGN DEBT											
Issuer Name	Maturity	Bid Price (clean)	Ask Price (clean)	YTM (Bid)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U\$S mln)	Minimum Denom.	Governing Law	
CABA	1-jun-27	81,75	82,25	13,87%	3,02	7,50%	Caa3	890	200.000	New York	
Neuquén	27-oct-30	52,38	53,38	21,76%	3,48	4,00%	NULL	366	1.000	New York	
Neuquén	12-may-30	87,50	88,50	10,95%	3,02	5,00%	NULL	306	150.000	New York	
Entre Ríos	8-ago-28	62,00	63,00	24,15%	2,58	5,00%	NULL	517	1	New York	
Prov. BS AS	1-sep-37	30,75	31,75	30,43%	3,36	3,90%	Ca	6.202	1	New York	
Prov. BS AS	1-sep-37	33,00	34,00	22,11%	5,16	3,50%	Ca	778	1	New York	
Prov. BS AS	1-sep-37	27,00	28,00	24,50%	4,94	3,00%	Ca	153	1	New York	
Córdoba	10-dic-25	69,88	70,88	23,70%	1,96	6,88%	Ca	722	150.000	New York	
Córdoba	1-jun-27	53,50	54,50	25,97%	2,96	6,99%	Ca	516	150.000	New York	
Córdoba	27-oct-26	49,50	49,60	10,86%	1,87	7,13%	WR	159	1	Argentina	
Córdoba	1-feb-29	65,50	67,50	16,27%	4,26	6,88%	Ca	456	150.000	New York	
Mendoza	19-mar-29	61,50	62,50	22,81%	2,40	4,25%	Ca	590	1.000	New York	
Chubut	26-jul-30	71,75	73,75	20,67%	2,34	7,75%	Ca	580	150.000	New York	
Salta	1-dic-27	62,00	64,00	13,97%	3,15	8,50%	NULL	357	1	New York	
Chaco	18-feb-28	68,81	69,08	20,16%	2,60	4,75%	Ca	250	150.000	New York	
Sante Fé	1-nov-27	72,75	73,11	16,10%	3,23	6,90%	Ca	250	150.000	New York	
La Rioja	24-feb-28	65,00	66,00	20,74%	2,90	4,75%	NULL	318	1	New York	
Jujuy	20-mar-27	60,00	62,00	37,30%	1,22	8,38%	NULL	210	150.000	New York	
Rio Negro	10-mar-28	60,50	62,50	15,03%	3,12	4,88%	Ca	300	150.000	New York	

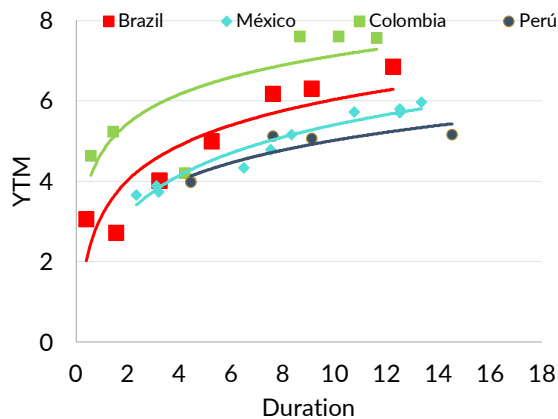
Source: Reuters
Hydrocarbon Royalties: Neuquén 12-may-2030; Chubut 26-jul-2030



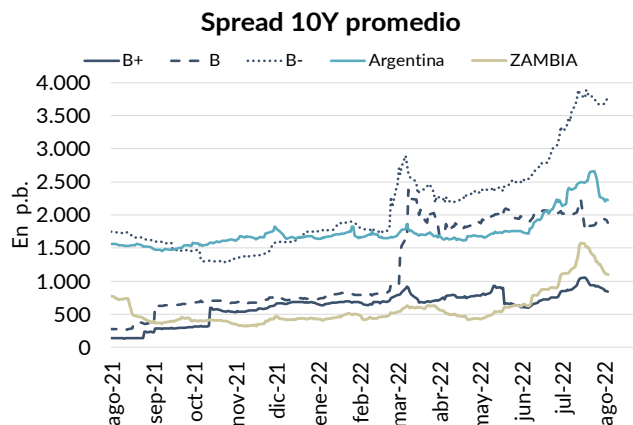
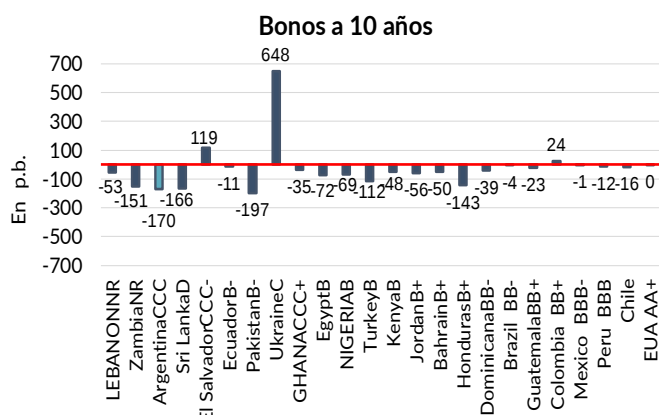
Emerging Markets Bond Index (EMBI)



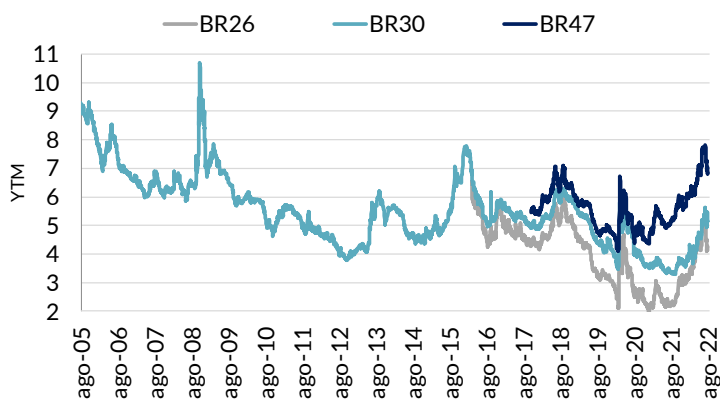
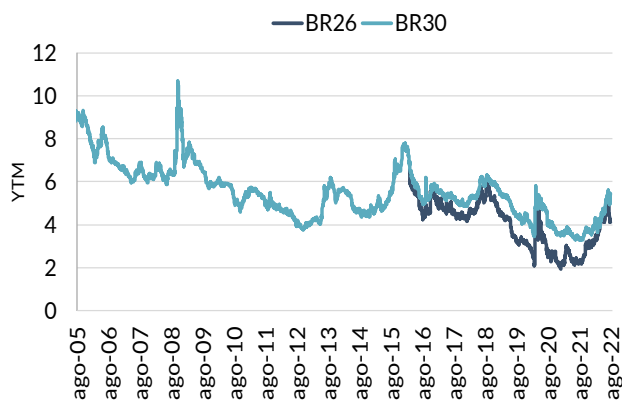
Curva en Dólares



Rendimientos por Calificación Crediticia



Brasil

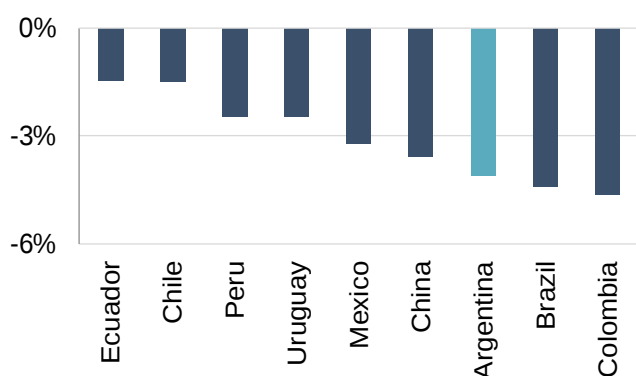


Fundamentos Macro

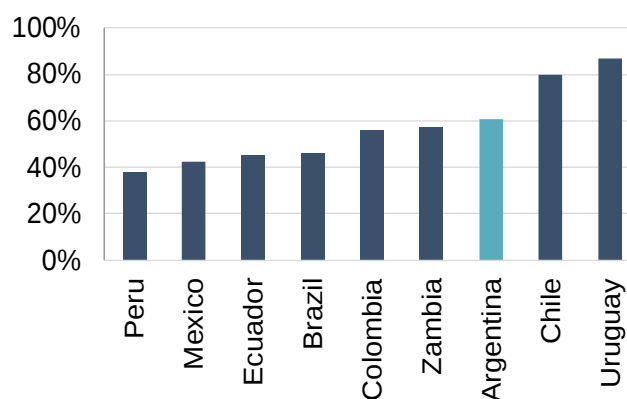
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	14,9	39,4	5,0	3,5	6,0	3,8	4,0	4,0
EMBI	1310	2458	303	136	404	426	213	165
Reservas Internacionales / PIB	8%	7%	22%	26%	18%	14%	33%	12%
Cuenta Corriente / PIB	3%	1,2%	-1%	-2%	-6%	0%	-3%	-7%
Deuda Externa / PIB	45%	61%	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	132,9	5,2	40,7	4325,3	20,4	3,9	914,9
Variación del tipo de cambio WoW	0%	1,2%	0,4%	-0,5%	1,1%	0,1%	-1,0%	1,7%
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	109.150	526.597	1.640.219	61.040	326.151	1.326.427	226.127	319.991
Tasa de Referencia	8,1%	60,0%	13,8%	9,3%	9,0%	7,8%	6,0%	9,8%
Inflación Esperada proximos 12 meses YoY	3,5%	68,8%	12,1%	9,3%	9,3%	7,8%	3,5%	11,5%

Fuente: Reuters

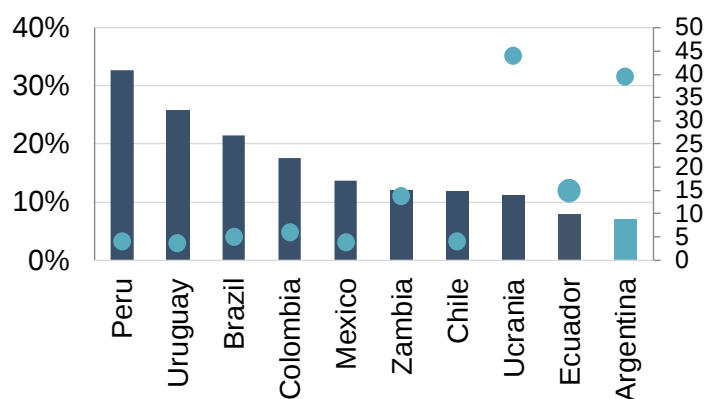
Resultado Financiero/ PIB



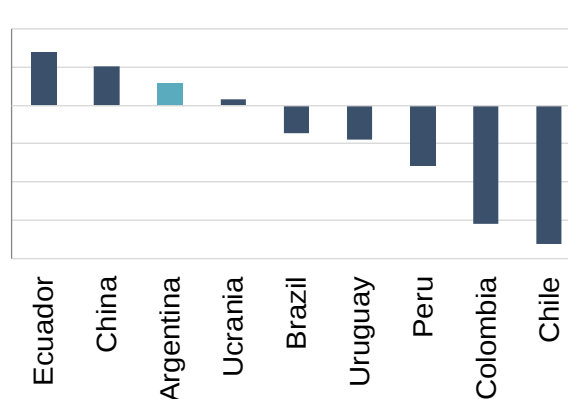
Deuda Externa / PIB



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.