

domingo, 25 de septiembre de 2022

RESUMEN:

Dólar Soja-Reservas:

El lunes 19-sep, luego del cierre del mercado, el Banco Central les quitó acceso a la compra de dólares financieros a los que se adhirieron a vender soja bajo el decreto 576/2022 (a \$200). A los pocos minutos de conocerse la medida, el secretario de Agricultura Juan José Bahillo, aclaró que esto no alcanzaba a los que eran personas físicas, y el Banco Central cambió su norma. El presidente de CIARA-CEC explicó que la medida "sí tiene efectos sobre las empresas agrícolas que representan un volumen significativo de ventas", ya que el volumen de venta de personas físicas es bastante reducido y limitado.

Opinión: La modificación al Decreto 576 publicado sólo dos semanas antes, y con una fuerte adhesión en la liquidación de divisas del agro, sugiere que el Gobierno tiene como meta bajar la brecha, y no sólo la acumulación de reservas. Hace unos días Guillermo Michel, titular de la aduana (que según los medios es muy cercano al ministro Massa) dijo, "Lo que se tiene que atacar, fundamentalmente, es la brecha".

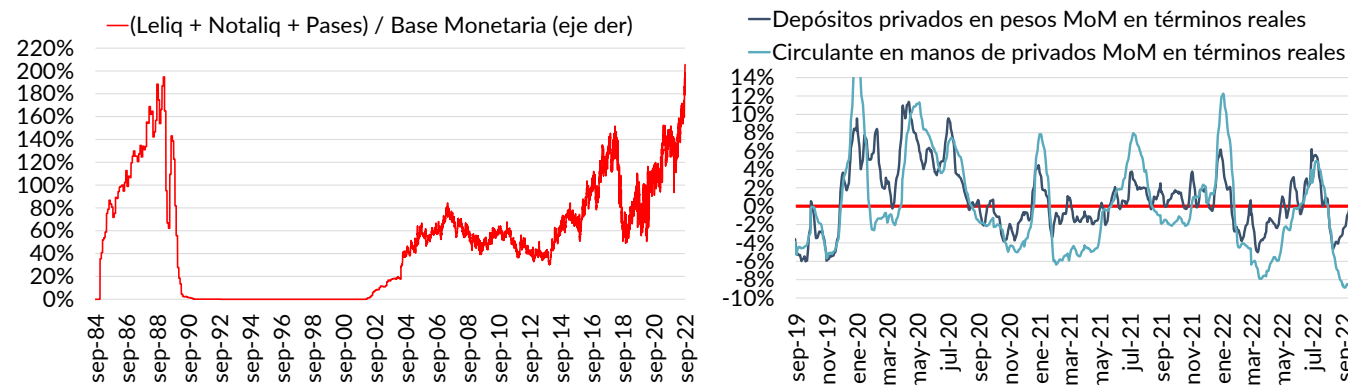
La semana pasada los productores de soja vendieron U\$S 1.787 mln a \$200, similar a los U\$S 1.887 mln de la semana previa). El presidente de CIARA-CEC advirtió que lo más probable es que haya una caída sustancial en los flujos de toneladas diarias promedio de venta de soja, pero que la semana pasada estuvieron liquidando operaciones concertadas antes de la norma del Banco Central. Además, sugirió que están negociando que levanten la restricción para comprar dólares financieros a partir del 1-oct, cuando terminaría el decreto 576.

En la última semana, el Banco Central compró U\$S 1.160 mln, pero las reservas cayeron U\$S 2.016 mln por el pago al FMI de aproximadamente U\$S 2.800 mln. Sin embargo, en aproximadamente 10 días ingresaría un nuevo desembolso del FMI por U\$S 3.900 mln (luego de la aprobación del directorio del FMI).

Emisión Monetaria: Para comprar los dólares a los productores (U\$S 5.300 mln desde que empezó el Decreto 576/22), el Banco Central emitió aproximadamente \$1.100.000 mln, **esto es el 25% de la base monetaria del 4-sep-22**. Aunque el efecto sobre la base monetaria se neutralizó con ventas de dólares a importadores, y la colocación de Leliqs y Pases por \$ 960.000 mln, **el stock de pasivos remunerados del Banco Central (Leliq y Pases) aumentó 19% desde el 4-sep, y 44% desde que empezó la venta de títulos del Tesoro el 8-jun, convirtiéndose en un dato a seguir**.

Con información oficial del 20-sep, hay \$2 pasivos remunerados por cada \$1 de base monetaria, y a una tasa efectiva anual de 107% (o algo menor porque los Pases pagan menos), los pasivos remunerados se duplican anualmente. En comparación, a principios de junio la relación era de \$1,5 pasivos remunerados por cada \$1 de base monetaria, y el 10-dic-19 la relación era de \$0,6 pasivos remunerados por cada \$1 de base monetaria. El fuerte incremento de los pasivos remunerados y de la inflación, sugieren que esta herramienta válida para reducir la cantidad de dinero en la economía encontró hace tiempo su limitación, y vuelve imposible trasladar el dólar soja a otros exportadores (por la emisión que implicaría).

Adicionalmente, si bien los depósitos en pesos volvieron a crecer el último mes en términos reales (gracias a la suba de tasa de interés), la demanda de pesos medida por el circulante en poder del público (los pesos que tenemos todos en los bolsillos) sigue en terreno muy negativo, lo que sugiere que no volvió la demanda por tener pesos, lo que genera mayores riesgos a una nueva aceleración inflacionaria.



Inflación: En los primeros nueve meses del gobierno (dic-19 hasta ago-20), en parte por el efecto de la pandemia, el tipo de cambio oficial sirvió de ancla para los precios (subió 24% el tipo de cambio oficial, 68% el CCL, los precios de

bienes importados subieron 20%, y los productos nacionales 24%). Sin embargo, desde agosto de 2020, hasta agosto de 2022, los bienes importados (del índice de precios mayoristas) aumentaron 159%, por arriba que los dólares financieros (+130% YoY), muy por arriba del dólar oficial (+87% YoY), y los precios de bienes nacionales aumentaron 181%.

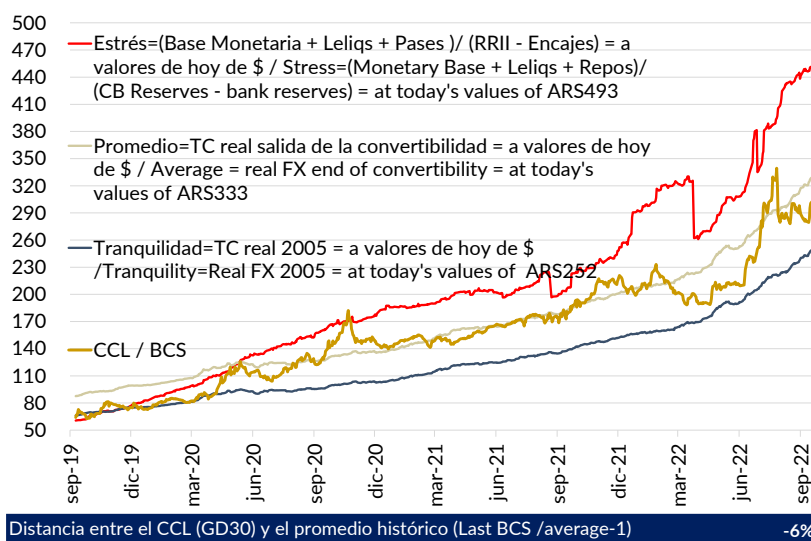
Opinión: Esto sugiere, que una parte importante de los bienes importados y nacionales incorporan un valor del dólar muy superior al tipo de cambio oficial, lo que reduce los cotos inflacionarios en el caso en el cual ocurriera un salto en el tipo de cambio oficial.

	Dic-19 vs Jul-19	Ago-20 vs Dic-19	Ago-22 vs Ago-20
TC Oficial	36%	24%	87%
CCL	69%	69%	130%
Prod Nacionales	30%	14%	181%
Prod Importados	40%	20%	159%

CCL: En la semana subió 5% (tomando el GD30 con precio promedio), aún cuando bajó 8% el monto negociado promedio (en parte por la restricción de compra a los productores de soja).

El viernes operó 6% debajo de su valor de cotización promedio (el tipo de cambio real promedio de 2002, luego de la salida de la convertibilidad). Esto sugiere que por valuación está marginalmente barato.

Opinión: Esperamos que siga la demanda de CCL por la fuerte emisión de pesos de las últimas dos semanas. Y dado el deterioro macroeconómico, sugerimos mantener una porción de la cartera en CCL.

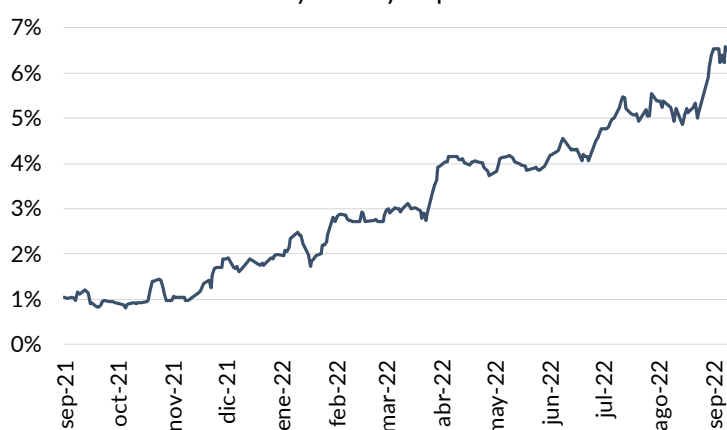


El tipo de cambio oficial: subió la última semana 6,0% mensualizado, desde 6,6% mensualizado la semana previa.

En términos de valor histórico, en los años 2005-2008 que la economía crecía, el tipo de cambio oficial era de \$260 a valores de hoy, lo que sugiere el atraso que tiene el tipo de cambio oficial.

Opinión: Si bien nuestra información histórica (en línea con la proyección del vice ministro Rubinstein) 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. Creemos que la reducción en la posición vendida de futuros del Banco Central (ver próximo punto), la aceleración del crawling peg (ver gráfico de la derecha), la necesidad de acumular reservas para llegar a la próxima cosecha gruesa y cumplir con las metas del FMI, la necesidad de estabilizar la demanda de pesos, los índices que muestran a los

Depreciación semanal mensualizada /
Monthly weekly depreciation



precios nacionales e importados en niveles más similares al CCL que al tipo de cambio oficial, sugiere que hay una mayor probabilidad de un salto devaluatorio.

Futuros de Dólar:

Se publicó la posición vendida del Banco Central al 31-ago-22 en U\$S 4.110 mln (desde U\$S 7.072 mln el 31-jul-22). El nivel de agosto fue incluso menor al que proyectamos, lo que sugiere que el desarme de futuros en agosto fue muy agresivo, y creemos que lo mismo podría pasar en septiembre. Si la relación entre futuros vendidos del banco central e interés abierto se mantuvo, la autoridad monetaria podría tener hoy U\$S 3.200 mln de futuros vendidos, y la mayoría vencería el 30-sep. En la última semana los valores de futuros subieron 60 centavos en promedio, bajó el futuro a septiembre y subieron los otros.

Opinión: la situación general descrita en el punto anterior sugiere mantener cobertura genuina, para el caso de los importadores, pero siempre en el plazo más corto (el más barato), por si acaso el Gobierno encuentra la forma de seguir postergando la devaluación del tipo de cambio oficial.

Si ocurriera la devaluación sugerida por Rubinstein +50%, conviene tener futuros cortos o largos?

En la devaluación de agosto 2019 (las PASO 2019) subieron 70% más los futuros largos que los cortos.

En la devaluación de diciembre de 2015 (salida del CEPO) subieron todos los futuros de forma similar.

Con la renuncia de Caputo (agosto de 2018) subieron 30% más los futuros largos que los cortos.

Opinión: dado que se espera que se acelere la inflación (y las tasas) como en 2019 o más, si ocurriera la devaluación deberían subir más los futuros largos que los cortos. Pero también serán los que más caigan si el Gobierno encuentra una nueva forma de postergar la devaluación.

MAE	DOLLAR FUTURES ROFEX			Valor / Value			Var Mensual / monthly variation	
\$ 145,46	September 23, 2022			Variation (cents)			Valor / Value	Inflación proy / forecast inflation
	Valor / Value	Implicit rate (TNA)	Interés Abierto / Open interest (K U\$S)	1 Day	1 Week	1 Month		
Sep-22	147,36	68,2%	3.228.866	1	-29	-384	1,3%	6,6%
Oct-22	162,95	115,5%	900.032	125	130	-375	10,6%	6,2%
Nov-22	178,25	121,0%	505.295	170	75	-25	9,4%	5,7%
Dec-22	194,60	125,8%	202.584	160	60	475	9,2%	5,5%
Jan-23	211,00	126,5%	85.981	150	70	900	8,4%	5,6%
Feb-23	225,45	127,0%	42.178	145	-55	1.395	6,8%	5,5%
Mar-23	239,40	124,7%	27.526	70	-160	1.840	6,2%	5,4%
Apr-23	253,20	124,6%	22.750	95	20	2.430	5,8%	5,4%
May-23	266,50	121,5%	28.335	50	90	2.850	5,3%	5,4%
Jun-23	277,50	118,3%	11.426				4,1%	5,4%
Total			5.061.245	97	60	1.405		

Resultado Fiscal: En agosto el déficit primario fue de \$224.708 (considerando los límites impuestos por el FMI sobre los ingresos vinculados a colocaciones de títulos sobre la par), aumentando +90% YoY (por arriba de la inflación de 78% YoY).

Si bien los gastos corrientes cayeron 10% en términos reales (hace tres meses que caen cada vez más en términos reales), los gastos de capital crecieron +289% YoY (por el financiamiento del gasoducto NK). Adicionalmente, los ingresos totales cayeron en términos reales y fueron menores a los gastos primarios, lo que explicó el aumento del déficit.

	Mes en \$ mln		%	YTD % PBI		
	ago-22	ago-21		ago-22	ago-21	2022 vs 2021
INGRESOS TOTALES	1.263.527	735.712	71,7%	11,5%	12,8%	-1,3%
Tributarios	1.128.727	657.040	71,8%	10,3%	11,3%	-1,1%
Rentas de la propiedad Netas	57.128	31.589	80,8%	0,7%	0,5%	0,2%
Otros ingresos corrientes	74.385	47.081	58,0%	0,5%	1,0%	-0,5%
Ingresos de capital	3.286	4	91169,4%	0,0%	0,0%	0,0%
GASTOS PRIMARIOS	1.488.234	860.548	72,9%	12,9%	13,9%	-0,9%
Gastos corrientes primarios	1.309.930	814.653	60,8%	12,0%	13,0%	-1,0%
Prestaciones sociales	745.309	459.256	62,3%	7,1%	7,8%	-0,6%
Jubilaciones y pensiones contributivas	443.861	265.104	67,4%	4,3%	4,9%	-0,5%
Asignación Universal para Protección Social	35.746	28.648	24,8%	0,3%	0,4%	-0,1%
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y otros	41.876	21.770	92,4%	0,5%	0,4%	0,0%
Pensiones no contributivas	42.642	29.820	43,0%	0,4%	0,5%	0,0%
Prestaciones del INSSJP	63.441	25.222	151,5%	0,5%	0,5%	0,0%
Otros programas (Progresar, Argentina Trabaja)	117.744	88.693	32,8%	1,1%	1,1%	0,1%
Subsidios económicos	225.735	148.543	52,0%	1,8%	1,9%	-0,1%
Energía	185.591	126.230	47,0%	1,5%	1,4%	0,0%
Transporte	37.987	21.435	77,2%	0,4%	0,5%	-0,1%
Otras funciones	2.157	878	145,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	226.733	135.562	67,3%	2,0%	2,2%	-0,2%
Salarios	170.976	86.103	98,6%	1,5%	1,5%	0,0%
Otros gastos de funcionamiento	55.757	49.459	12,7%	0,5%	0,6%	-0,1%
Transferencias corrientes a provincias	49.049	28.460	72,3%	0,4%	0,5%	0,0%
Transferencias a universidades	46.237	22.297	107,4%	0,4%	0,4%	0,0%
Otros gastos corrientes	16.867	20.535	-17,9%	0,2%	0,3%	0,0%
Gastos de capital	178.305	45.895	288,5%	0,9%	0,8%	0,1%
RESULTADO PRIMARIO	-224.708	-124.836	80,0%	-1,5%	-1,05%	-0,4%
Intereses Netos del Sector Público	160.053	68.558	133,5%	1,0%	1,1%	0,0%
RESULTADO FINANCIERO	-384.760	-193.393	99,0%	-2,5%	-2,1%	-0,4%

Balanza Comercial (INDEC): En agosto se registró un déficit de U\$S -300 mln, desde un déficit de U\$S -484 mln en julio. Tanto las exportaciones, como las importaciones cayeron en términos mensuales, por segundo mes seguido.

En términos anuales, las exportaciones cayeron -6,9% YoY a U\$S 7.537 mln, mientras las importaciones aumentaron +36,2% YoY a U\$S 7.837 mln. Las importaciones de energía, que alcanzaron su pico en jul-22 por U\$S 2.361 mln (un aumento de +229% YoY respecto de jul-21), bajaron 43% MoM en ago-22 hasta U\$S 1.336 mln, y aún así las reservas internacionales en agosto cayeron U\$S 1.500 mln.

Opinión: Esto último sugiere que la falta de divisas no se resolverá solo por la caída estacional de la importación de energía, lo que indica que se precisan modificaciones en el mercado cambiario para mejorar la situación externa.

FMI: El 19 de septiembre el FMI informó que llegaron a un acuerdo con las autoridades argentinas a nivel técnico sobre la segunda revisión y acordaron que los objetivos establecidos permanecerán sin cambios hasta fines de 2023. El acuerdo está sujeto a la aprobación del directorio ejecutivo del FMI, que se espera se reúna en la próxima semana. Una vez completada la revisión, se desembolsará alrededor de U\$S 3.900 mln.

En el comunicado también aclararon, que la mayoría de los objetivos del programa cuantitativo hasta fines de junio de 2022 se cumplieron, con la excepción del piso de las reservas internacionales netas, principalmente debido a un crecimiento del volumen de importaciones superior al programado y demoras en el apoyo oficial externo.

Política: Se publicó el índice de confianza en el gobierno de septiembre medido por UTDT, que arrojó una mejora de +4,1% MoM hasta 1,23.

Opinión: si bien la noticia es buena para el gobierno, aún se encuentra por debajo de un valor competitivo para las elecciones que suele ser en torno a 2.

Bonos en dólares: Los bonos soberanos más líquidos cayeron con fuerza en la semana que terminó el 23 de septiembre (AL30 -6%, GD30 -6%). En línea con otros bonos soberanos con calificaciones similares, y con una semana negativa para la renta fija a nivel global, luego de la última suba de tasas en la FED de EUA.

Opinión: Si la inflación no cae de forma más clara en EUA, la FED seguirá endureciendo su política monetaria y las tasas a nivel global debieran seguir subiendo.

Nuestros escenarios para los bonos locales en 2024 (ver apartado) sugieren un buen momento para comprar AL/GD35 por la baja paridad y AE38 por los altos cupones, y mantenerlos en cartera durante dos años. Sin embargo, el contexto macro local, y el contexto internacional, sugiere que en los próximos meses los bonos podrían volver a caer.

					23-sep-22		22-sep-22	16-sep-22	23-ago-22	30-dic-21
Vencimiento / Maturity	Duration	Coupon	Parity	TIR / YTM	Precio Prom / Avg Price		DoD	WoW	MoM	YTD
Hard Dollar Ley Local										
AL29	09/07/2029	3,6	1,0%	20,5%	50,3%	20,6	-8,1%	-5,9%	-6,8%	-39,5%
AL30	09/07/2030	3,6	0,5%	19,7%	48,7%	19,7	-3,8%	-6,2%	-4,4%	-38,0%
AL35	09/07/2035	6,2	1,5%	20,4%	28,8%	20,5	-5,3%	-5,3%	-3,9%	-34,2%
AE38	09/01/2038	4,9	3,9%	24,2%	31,2%	24,4	-4,4%	-6,2%	-3,6%	-33,6%
AL41	09/07/2041	5,7	3,5%	23,0%	26,4%	23,2	-1,5%	-1,7%	-3,4%	-34,0%
Hard Dollar Ley NY										
GD29	09/07/2029	3,6	1,0%	22,4%	46,8%	22,4	-2,2%	-3,7%	-5,2%	-41,2%
GD30	09/07/2030	3,7	0,5%	22,9%	42,7%	22,9	-3,3%	-5,9%	-3,3%	-35,0%
GD35	09/07/2035	6,3	1,5%	21,3%	27,9%	21,4	-3,9%	-6,0%	-4,9%	-34,6%
GD38	09/01/2038	5,2	3,9%	27,8%	27,7%	28,0	-6,5%	-5,1%	-6,3%	-27,4%
GD41	09/07/2041	5,9	3,5%	25,1%	24,5%	25,3	-7,1%	-7,6%	-8,3%	-30,6%
GD46	09/07/2046	4,7	1,5%	21,4%	30,8%	21,5	-3,3%	-7,1%	-6,0%	-35,9%

Banco Central: El presidente del Banco Central Miguel Pesce fue confirmado de manera oficial para continuar con su cargo hasta septiembre del 2028. Su mandato actual vencía el 23 de septiembre de este año.

Tasas de Interés: En la última semana, la caución a 7 días subió +160 pb a TNA 62% y la caución a 30 días bajó -122 pb a TNA 66%.

Flujos en pesos: En la última semana, vimos un aumento en torno al 2% semanal en todos los Fondos Comunes de Inversión (FCI) a nivel de industria (FCI Money Market, tasa fija, CER y Dollar Linked).

Bonos en pesos: en la última semana se destacó la suba en los bonos Dollar linked largos (TV24 +4,8%), y CER largos (TX26 +4,0%). Sugerimos diversificar la cartera en pesos, según el tiempo en el cual se van a requerir los fondos entre, Caución, CER largos y Dollar Linked largos.

					23-sep-22			22-sep-22	16-sep-22	23-ago-22
Vencimiento / Maturity	Duration	Coupon	Parity	TIR / YTM	Precio Prom / Avg Price			DoD	WoW	MoM
Tasa Variable Badlar o Pase										
BDC24	29/03/2024	0,7	97,2%	97,8%	97,2%	115		1,1%	2,5%	4,5%
PBY25	16/05/2024	0,8	103,8%	96,7%	103,8%	105		0,3%	2,0%	4,9%
BDC28	22/02/2028	0,8	101,3%	93,9%	101,3%	101		-1,5%	0,5%	2,0%
CER / Inflation Linked										
X21O2	21/10/2022				-10,3%	156		0,3%	1,2%	5,4%
X16D2	16/12/2022				-8,5%	146		0,4%	1,3%	6,7%
X20E3	20/01/2023				-2,4%	152		0,1%	1,4%	7,4%
X17F3	17/02/2023				-2,1%	147		0,2%	1,6%	7,8%
X21A3	21/04/2023				-1,3%	141		0,0%	1,9%	8,6%
X19Y3	19/05/2023				-1,6%	135		0,6%	2,4%	9,0%
TX23	25/03/2023	0,5	1,4%	101,2%	-0,9%	297		0,1%	0,6%	7,5%
TDJ23	30/06/2023	0,8	2,0%	110,2%	-10,3%	16225		1,4%	1,1%	
TDL23	31/07/2023	0,8	2,0%	110,1%	-9,0%	16215		1,3%	1,0%	
TDS23	29/09/2023	1,0	2,3%	107,6%	-4,9%	15850		0,1%	0,3%	
TX24	25/03/2024	1,5	1,5%	92,4%	7,1%	271		-0,1%	2,4%	13,9%
T2X4	26/07/2024	1,8	1,6%	89,3%	8,1%	198		-0,5%	1,5%	16,0%
TX26	09/11/2026	3,0	2,0%	84,4%	7,9%	223		-0,3%	4,0%	19,6%
DICP	31/12/2033	5,0	5,8%	86,7%	8,9%	4535		-0,1%	1,0%	10,3%
PARP	30/12/2034	9,3	1,8%	48,2%	9,9%	1960		-0,3%	0,7%	6,2%
Tasa Fija / Fixed rate										
S30S2	30/09/2022				109,2%	99		0,1%	1,1%	4,5%
S31O2	31/10/2022				83,0%	95		0,5%	1,6%	5,2%
S30N2	30/11/2022				94,9%	89		0,3%	1,3%	
TO23	17/10/2023	0,9	16,0%	59,9%	103,5%	64		-0,2%	0,3%	-1,8%
TO26	17/10/2026	1,7	15,5%	28,5%	99,4%	30		0,1%	0,0%	0,5%
Dollar Linked										
T2V2	30/11/2022	0,2	0,2%	106,3%	-29,4%	15475		1,7%	2,9%	7,1%
TV23	28/04/2023	0,6	0,3%	107,8%	-11,8%	15699		1,0%	2,5%	12,8%
T2V3	31/07/2023	0,8	0,0%	107,2%	-8,0%	15600		0,3%	1,3%	
TDJ23	30/06/2023	0,7	0,0%	111,5%	-13,5%	16225		1,4%	1,1%	
TDL23	31/07/2023	0,8	0,0%	111,5%	-12,1%	16215		1,3%	1,0%	
TDS23	29/09/2023	1,0	0,0%	109,0%	-8,2%	15850		0,1%	0,3%	
TV24	30/04/2024	1,6	0,4%	102,0%	-0,8%	14860		1,8%	4,8%	21,8%

Calendario de la semana (del lunes 26 al viernes 30 de septiembre):

Lunes 26, actividad económica (EMAE) jul-22 (INDEC).

Miércoles 28, Licitación del Tesoro Nacional (Hacienda). Pobreza primer semestre 2022 (INDEC). Informe sobre Bancos (BCRA).

Jueves 29, Salarios de julio (INDEC).

Viernes 30, Balance cambiario base caja (BCRA). EUA: Índice de precios PCE (que guía la política monetaria de la FED).

Internacional EUA: La FED subió la tasa de política monetaria 75 p.b hasta el rango de 3%-3,25% como esperaba el mercado, a la vez que aumentó el tope para las recompras de activos a U\$S 95.000 mln mensuales, desde U\$S 47.500 mln.

La sorpresa vino por el lado de las proyecciones, aumentaron la tasa de interés para dic-22 a 4,4%, desde 3,4% hace tres meses, y fijaron un máximo de 4,9% para 2023, desde 3,8% hace tres meses. Jerome Powell reiteró que la FED se encuentra decidida a bajar la inflación al target del 2%.

CONTEXTO INTERNACIONAL

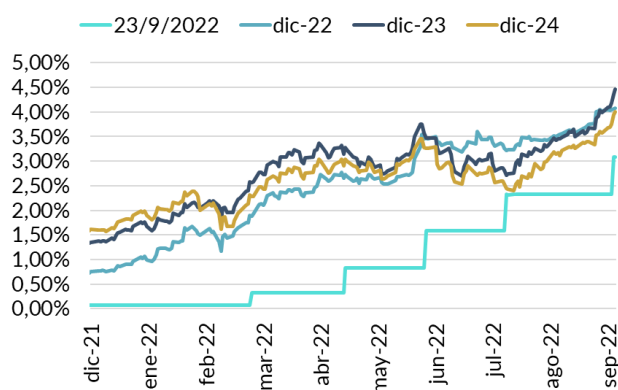
La FED subió la tasa de política monetaria 75 p.b hasta el rango de 3%-3,25% como esperaba el mercado, a la vez que aumentó el tope para las recompras de activos a U\$S 95.000 mln mensuales, desde U\$S 47.500 mln.

La sorpresa vino por el lado de las proyecciones, aumentaron la tasa de interés para dic-22 a 4,4%, desde 3,4% hace tres meses, y fijaron un máximo de 4,9% para 2023, desde 3,8% hace tres meses. Jerome Powell reiteró que la FED se encuentra decidida a bajar la inflación al target del 2%.

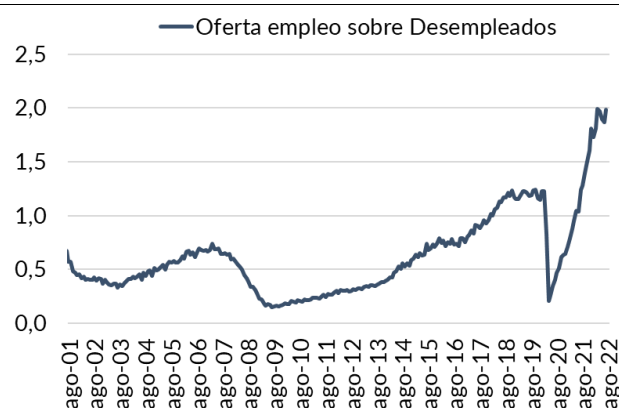
Con respecto a la actividad ahora proyectan un leve crecimiento de +0,2% para este año desde +1,7% que proyectaban hace tres meses, un desempleo levemente mayor y una inflación (PCE, que suele ser menor que el IPC) de +5,4% para este año, desde +5,2% que proyectaban hace tres meses, y creen que recién llegaría al target de 2% en el año 2025.

A su vez, Powell remarcó que será necesario que el crecimiento de la actividad se ubique por debajo de la tendencia por un tiempo, para también lograr algo de relajación en el mercado laboral, ya que sigue sin balancearse la oferta con la demanda, siendo que las ofertas es dos veces la demanda de empleo.

Proyecciones de Tasas



Mercado Laboral



BRASIL:

El Banco Central de Brasil mantuvo la tasa de política monetaria en 13,75% como esperaba el mercado, muy por arriba de la inflación de agosto de 8,7% YoY, y proyectan una inflación de 5,8% en 2022, y de 4,6% en 2023.

Escenarios de bonos argentinos 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, 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: Es igual al escenario anterior, pero además hay una quita del 45% del capital nominal.

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.

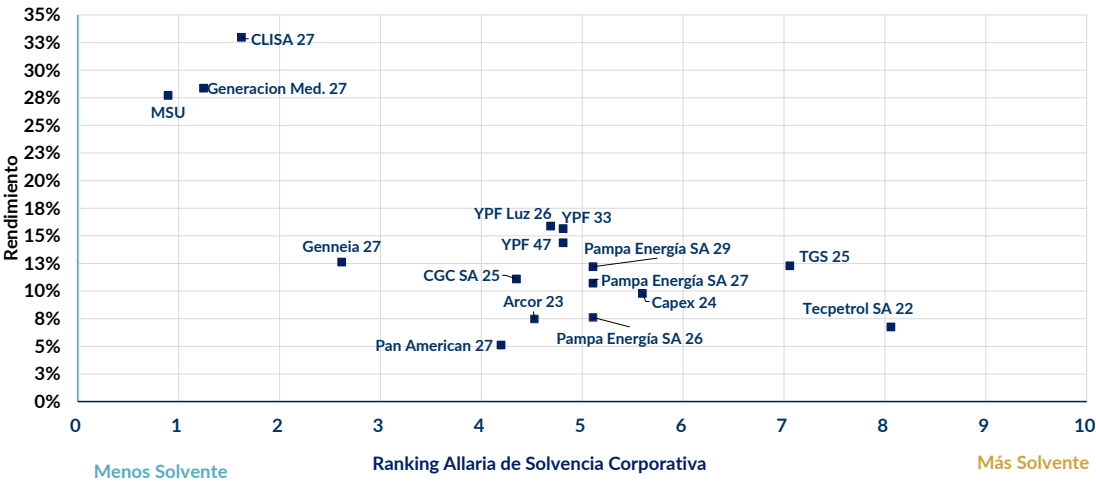
Escenarios

	Actual		Neutral			Positive			Negative with exchange with capital reduction			Negative with exchange without capital reduction				Negotiated Amount (\$ mln)
	Price	TIR	Actual YTM	Price	Total Return	YTM	Price	Total Return	EY	Price	Total Return	Cupons	EY	Price	Total Return	
GD29	22,4	46,8%	46,8%	36,0	61%	12,25%	72,8	225%	12,0%	16,3	-23%	1,00	12,8%	27,4	27%	0,0
GD30	22,9	42,7%	42,7%	35,7	56%	12,25%	69,7	204%	12,1%	14,8	-33%	0,50	12,9%	24,8	10%	66,2
GD35	21,4	27,9%	27,9%	28,8	35%	12,50%	68,4	220%	12,2%	26,1	29%	1,50	13,4%	42,9	108%	6,1
GD38	28,0	27,7%	27,7%	37,3	33%	12,50%	75,6	170%	12,3%	27,8	13%	3,88	13,1%	47,5	83%	2,9
GD41	25,3	24,5%	24,5%	32,7	29%	12,75%	64,3	154%	12,4%	22,7	3%	3,50	13,4%	39,0	68%	3,3
GD46	21,5	30,8%	30,8%	29,8	39%	12,75%	66,0	207%	12,5%	24,2	20%	1,50	13,1%	43,6	110%	0,0
AL29	20,6	50,3%	50,3%	34,1	65%	13,25%	70,9	244%	13,0%	14,8	-23%	1,00	13,8%	26,0	31%	0,1
AL30	19,7	48,7%	48,7%	32,3	64%	13,25%	67,8	244%	13,1%	13,4	-30%	0,50	13,9%	23,5	22%	15,9
AL35	20,5	28,8%	28,8%	27,8	36%	13,50%	64,3	214%	13,2%	24,0	25%	1,50	14,4%	41,1	108%	2,1
AE38	24,4	31,2%	31,2%	33,5	37%	13,50%	71,7	194%	13,3%	25,7	21%	3,88	14,1%	45,6	103%	5,2
AL41	23,2	26,4%	26,4%	30,5	32%	13,75%	60,4	161%	13,4%	20,9	5%	3,50	14,4%	37,4	76%	0,1



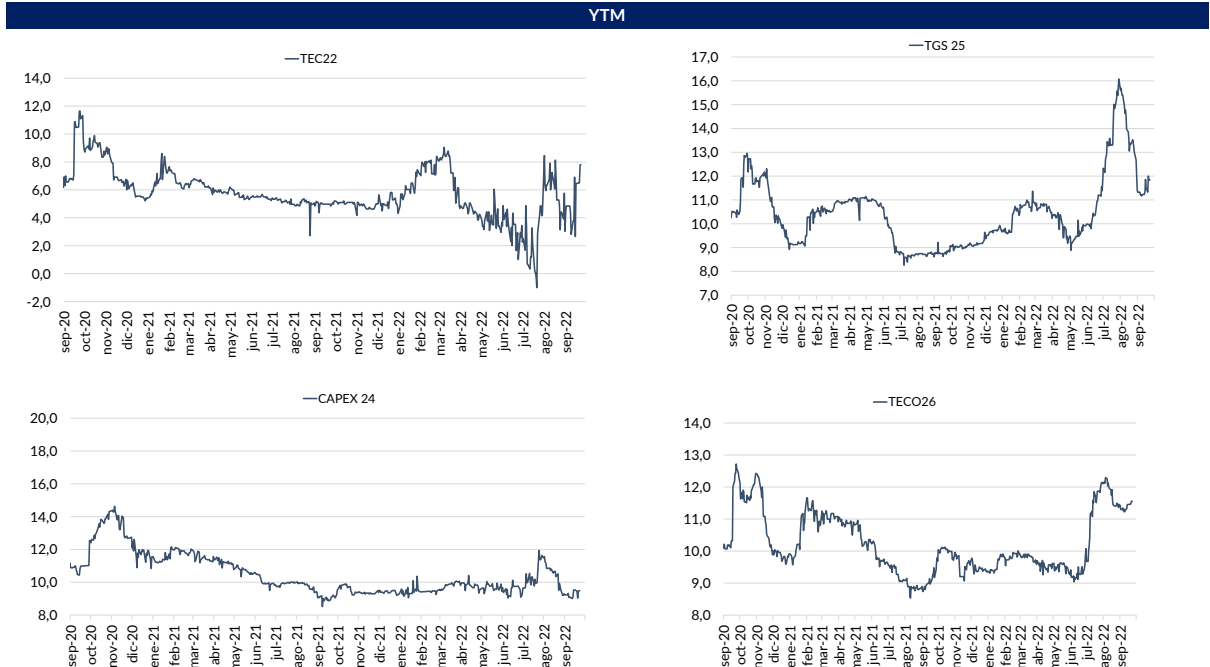
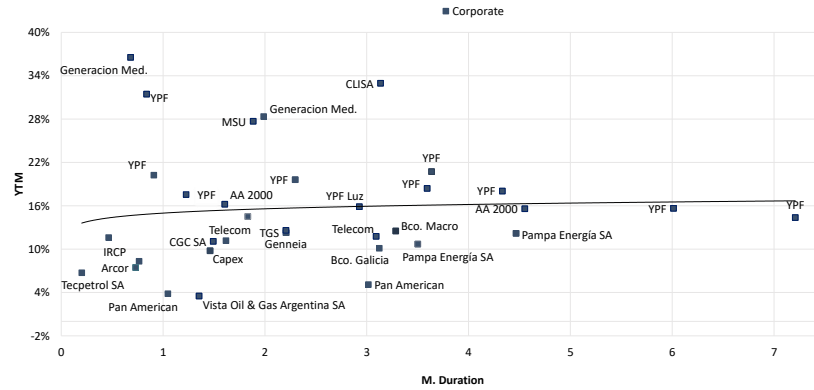
Ratios	IRSAC	TECPETROL	YPF	YPF LUZ	MSU	PAMPA	ARCOR	AA2000	GENNEIA	PAN AMERICAN	CLISA	CGC	TELECOM	TGS	CAPEX	Generacion Med.
Ratios de Solvencia:																
Deuda total / Activos	54%	50%	61%	53%	86%	53%	68%	61%	80%	51%	94%	76%	47%	36%	54%	81%
Deuda Fin. Neta / PN	27%	44%	61%	72%	549%	39%	123%	75%	227%	41%	1253%	119%	42%	7%	44%	308%
Ratios de Cobertura																
EBITDA / Intereses	3,5	63,9	9,9	7,6	2,6	5,1	6,4	3,5	3,3	5,0	4,5	7,1	9,4	12,4	12,8	2,1
Efect. / Deuda de Corto Plazo	36%	35%	32%	36%	31%	162%	23%	80%	46%	15%	12%	70%	12%	337%	125%	94%
Ingresos Operativos / Deuda Total	16%	100%	90%	35%	19%	66%	187%	47%	22%	59%	91%	71%	78%	111%	82%	17%
Deuda Fin. Neta / EBITDA	1,6	0,7	1,3	2,5	5,6	1,1	1,9	3,0	3,3	2,0	3,8	1,4	2,0	0,2	0,8	5,8
RANKING	4,1	8,1	4,8	3,9	0,9	5,1	4,7	3,5	2,6	4,2	1,6	4,3	4,5	7,1	5,6	1,2

Comparación de Bonos Corporativos en Dólares



ARGENTINA CORPORATE DEBT														
Sector	Issuer Name	Maturity	YTM (Bid)	Bid Price (clean)	Ask Price (clean)	Modified Duration	Coupon	S&P Rating	Outs. Amount (U\$S mln)	Minimum Denom.	YTW Date	YTW (ask)	Governing Law	ISIN
Financials	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	19-jul-26	10,1%	94,9	95,9	3,12	10,20%	Ca	250	200.000	19-jul-26	10,1%	New York	US059538AR97
Financials	Banco Macro SA	4-nov-26	12,5%	82,9	83,9	3,29	6,64%	Ca	400	150.000	4-nov-26	12,5%	New York	US05963GAH11
Energy	Compania General de Combustibles SA	8-mar-25	11,1%	97,1	98,1	1,49	9,50%	NULL	170	1.000	n/a	n/a	New York	USP3063DAB84
Energy	Genneia SA	2-sep-27	12,6%	92,5	93,5	2,21	8,75%	Caa3	366	2.000	2-sep-27	12,6%	New York	USP46756BA25
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	15-nov-23	3,8%	101,3	102,0	1,05	5,00%	NULL	15	150.000	15-ago-23	1,7%	New York	US69784DAA63
Energy	Pan American Energy SL (Buenos Aires Br	30-abr-27	5,1%	112,5	113,5	3,02	9,13%	NULL	300	1.000	n/a	n/a	New York	US69784DAB47
Energy	Tecpetrol SA	12-dic-22	6,7%	99,6	99,9	0,20	4,88%	Caa1	500	1.000	12-dic-22	6,7%	New York	US87876TAE47
Energy	Transportadora de Gas del Sur SA	2-may-25	12,3%	88,7	90,4	2,21	6,75%	Caa3	500	150.000	2-may-24	12,3%	New York	USP9308RAZ66
Energy	YPF SA	4-abr-24	20,2%	89,0	89,5	0,91	8,75%	Caa3	606	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJAY76
Energy	YPF SA	23-mar-25	31,5%	78,6	79,6	0,84	8,50%	NULL	256	1.000	n/a	n/a	New York	US984245AT72
Energy	YPF SA	28-jul-25	19,6%	76,0	77,0	2,30	8,50%	Caa3	1.132	1.000	n/a	n/a	New York	USP989MJBEO4
Energy	YPF SA	12-feb-26	16,2%	88,9	89,9	1,61	4,00%	Caa3	776	1	12-feb-26	16,2%	New York	USP989MJBR17
Energy	YPF SA	21-jul-27	18,4%	64,0	64,5	3,59	6,95%	NULL	809	10.000	n/a	n/a	New York	US984245AQ34
Energy	YPF SA	27-jun-29	18,1%	65,6	66,6	4,33	8,50%	Caa3	399	10.000	27-mar-29	18,3%	New York	USP989MJB50
Energy	YPF SA	30-jun-29	20,7%	64,5	65,5	3,64	2,50%	Caa3	748	1	30-mar-29	20,8%	New York	USP989MJB599
Energy	YPF SA	30-sep-33	15,7%	57,1	58,1	6,01	1,50%	Caa3	576	1	30-jun-33	15,7%	New York	USP989MJB72
Energy	YPF SA	15-dic-47	14,4%	52,0	58,4	7,21	7,00%	NULL	537	10.000	15-dic-47	14,4%	New York	USP989MJBNO3
Industrials	CLISA Compania Latinoamericana de Infr	25-jul-27	33,0%	42,0	43,0	3,14	4,50%	NULL	325	100	n/a	n/a	New York	USP3063XAJ74
Utilities	Generacion Mediterranea SA	27-jul-23	36,6%	83,6	84,1	0,68	9,63%	Caa3	67	150.000	27-jul-23	36,6%	New York	US36875LAA70
Utilities	Generacion Mediterranea SA	1-dic-27	28,4%	66,0	67,0	1,99	9,88%	NULL	319	1	1-dic-27	28,4%	New York	US36875KAD37
Utilities	Capex SA	15-may-24	9,8%	96,0	97,0	1,46	6,88%	NULL	300	1.000	15-may-24	9,8%	New York	USP20058AC08
Utilities	MSU Energia SA	1-feb-25	27,7%	67,8	68,8	1,88	6,88%	Caa3	600	150.000	1-feb-25	27,7%	New York	US76706AAA25
Utilities	Pampa Energia SA	21-jul-23	8,3%	99,4	99,9	0,76	7,38%	Caa3	93	1.000	21-jul-23	8,3%	New York	US71647XAA54
Utilities	Pampa Energia SA	8-dic-26	7,6%	107,2	107,3	2,66	9,50%	Caa3	293	1	8-dic-25	7,4%	New York	USP7464EAH91
Utilities	Pampa Energia SA	24-ene-27	10,7%	89,9	90,9	3,50	7,50%	Caa3	636	150.000	24-ene-27	10,7%	New York	US697660AA69
Utilities	Pampa Energia SA	15-abr-29	12,2%	87,8	88,8	4,47	9,13%	Caa3	293	150.000	15-abr-29	12,2%	New York	USP7464EAB22
Utilities	YPF Energia Electrica SA	25-jul-26	15,9%	85,0	86,0	2,93	10,00%	Caa3	400	1.000	25-jul-26	15,9%	New York	USP9897PAB06
Consumer Non Arcor SAIC		6-jul-23	7,5%	99,0	99,5	0,73	6,00%	Caa2	500	1.000	6-jul-23	7,5%	New York	US03965PAC59
Technology	Telecom Argentina SA	6-ago-25	11,2%	95,1	96,1	1,62	8,50%	NULL	389	1.000	n/a	n/a	New York	USP9028NAZ44
Technology	Telecom Argentina SA	18-jul-26	11,8%	89,5	90,5	3,09	8,00%	NULL	400	1.000	18-jul-26	11,8%	New York	USP9028NAV30
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-feb-27	14,5%	87,5	88,5	1,83	9,38%	Caa3	89	150.000	6-feb-27	14,5%	New York	USP0092MAF07
Industrials	Aeropuertos Argentina 2000 SA	1-ago-31	15,6%	73,8	74,3	4,55	8,50%	Caa3	273	1.000	1-ago-31	15,6%	New York	US00786PAE43
Real Estate	IRSA Propiedades Comerciales SA	23-mar-23	11,6%	97,6	99,6	0,47	8,75%	NULL	360	500	n/a	n/a	New York	USP5880UAB63

Source: Reuters / Prospect of Bonds



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	926.291	2.114.642	728.751	278.225	141.393	356.787	378.946	256.538	653.760	180.006	114.519	359.741	119.007
De los cuales Ingresos federales	145.351	963.119	378.593	205.841	59.447	213.215	97.074	186.593	372.113	116.292	96.853	199.027	104.892
Total gastos	850.518	2.209.354	652.803	274.189	129.543	330.619	377.957	244.362	668.518	181.299	101.520	340.719	121.918
De los cuales Gastos por intereses	53.982	68.361	10.777	6.283	7.133	14.085	9.548	4.783	8.769	7.258	4.117	6.260	778
De los cuales Gastos por salarios	386.150	910.981	233.625	114.958	78.229	141.235	182.137	140.932	259.458	105.522	55.524	143.907	44.891
Rdo Corriente antes de intereses	179.233	73.712	141.623	38.186	31.105	61.953	34.972	29.291	38.162	13.938	28.661	35.932	9.933
Resultado primario	129.755	-26.351	86.725	10.320	18.983	40.253	10.537	16.959	-5.989	5.966	17.115	25.282	-2.133
Resultado Financiero	75.773	-94.712	75.949	4.037	11.850	26.168	990	12.175	-14.758	-1.292	12.998	19.022	-2.911
Año del dato fiscal	jun-22	dic-21	mar-22	mar-22	dic-21	jun-22	jun-22	jun-22	mar-22	jun-22	sep-21	mar-22	mar-22
Deuda Total (\$mln)	302.041	1.542.870	367.795	82.657	121.043	155.171	153.253	80.609	98.534	69.925	113.046	130.994	53.919
En Moneda Nacional	80.256	256.176	13.317	30.085	20.205	28.019	21.086	17.625	18.288	15.951	26.808	24.743	3.727
En Moneda Extranjera	221.786	1.286.694	354.478	52.573	100.839	127.152	132.167	62.984	80.247	53.975	86.238	106.251	50.192
Fecha del último stock de deuda conocido	jun-22	dic-21	mar-22	mar-22	jun-21	mar-22	jun-22	jun-22	mar-22	jun-22	sep-21	mar-22	mar-22

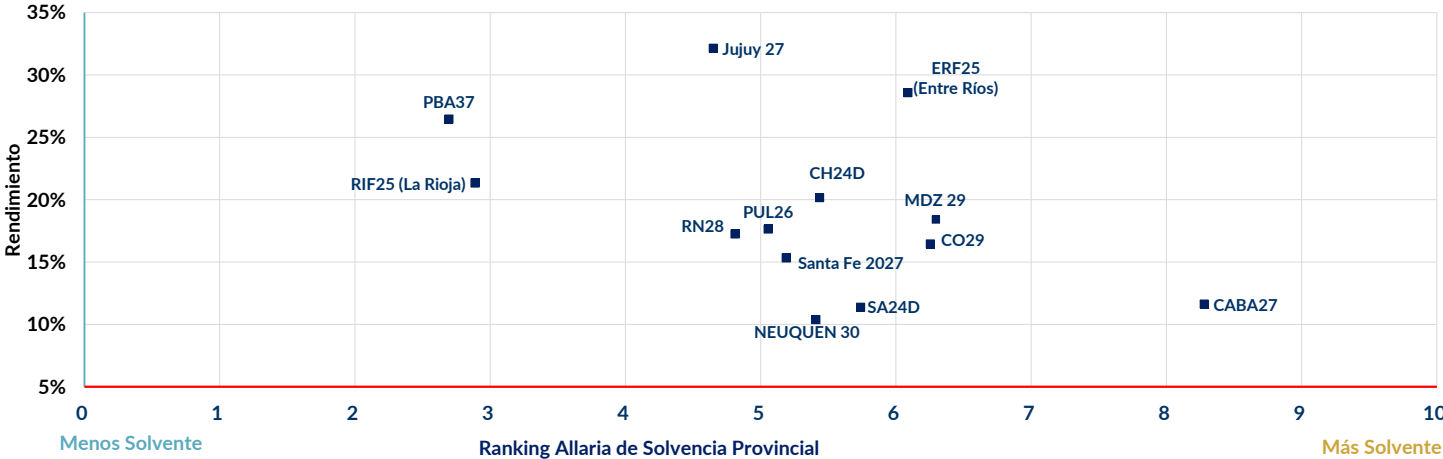
Fuente: Últimos prospectos de emisiones de deuda. INDEC. Reuters. Ministerio de Hacienda Nacional. Ministerio del Interior y Obras Públicas. Ministerios de Hacienda provinciales.

Ratios	CABA	Prov. Bs As	CORDOBA	CHACO	CHUBUT	MENDOZA	NEUQUEN	SALTA	SANTA FE	RIO NEGRO	JUJUY	ENTRE RÍOS	LA RIOJA
Resultado primario / Ingresos Totales	14,0%	-1,2%	11,9%	3,7%	13,4%	11,3%	2,8%	6,6%	-0,9%	3,3%	14,9%	7,0%	-1,8%
Ingres. de fuente. Federales / Ingres. Totales	16%	46%	52%	74%	42%	60%	26%	73%	57%	65%	85%	55%	88%
Salarios / Gastos Totales	45%	41%	36%	42%	60%	43%	48%	58%	39%	58%	55%	42%	37%
Intereses / ingresos totales	5,8%	3,2%	1,5%	2,3%	5,0%	3,9%	2,5%	1,9%	1,3%	4,0%	3,6%	1,7%	0,7%
Deuda Pública / Ingresos Totales	33%	73%	50%	30%	86%	43%	40%	31%	15%	39%	99%	36%	45%
Deuda en Moned. Extr / Total de Deuda ⁽¹⁾	73%	83%	96%	64%	83%	82%	86%	78%	81%	77%	76%	81%	93%
Deuda en poder del Gob. Nac / Total de Deuda	3%	2%	3%	30%	2%	11%	16%	23%	8%	16%	24%	33%	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	8,3	2,7	6,3	5,4	5,1	6,3	5,4	5,7	5,2	4,8	4,7	6,1	2,9

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

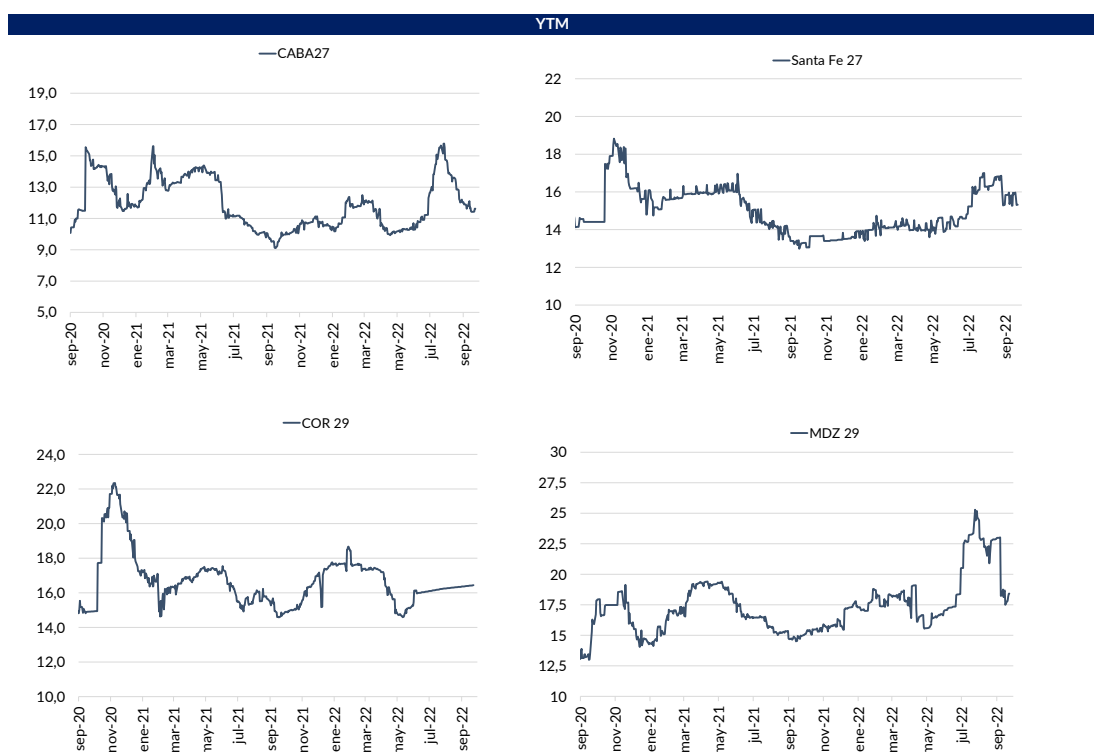
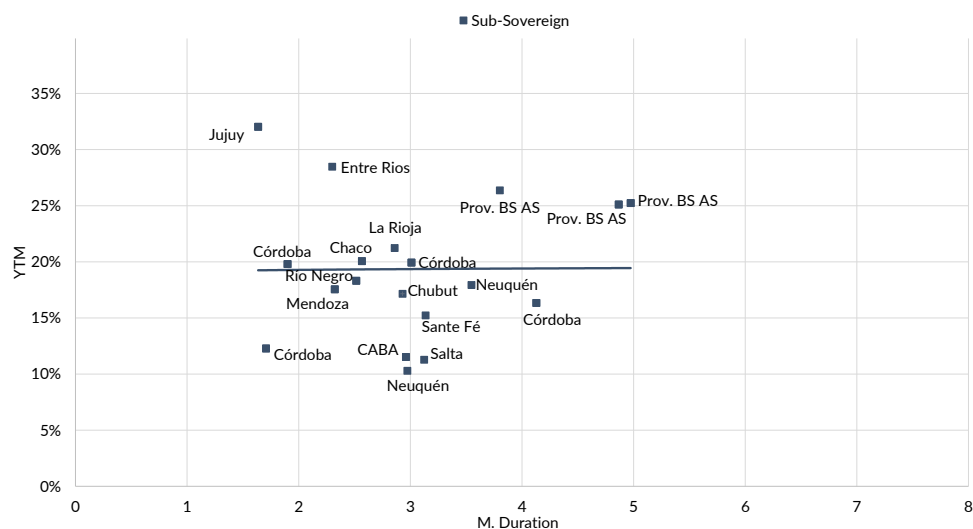
(1) Stock de deuda en moneda extranjera ajustado al tipo de cambio mayorista Ask al cierre de ayer.

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	88,00	88,50	11,63%	2,96	7,50%	Caa3	890	200.000	New York
Neuquén	27-oct-30	60,88	61,88	18,04%	3,55	4,00%	NULL	366	1.000	New York
Neuquén	12-may-30	89,63	90,63	10,39%	2,97	5,00%	NULL	306	150.000	New York
Entre Ríos	8-ago-28	56,75	57,75	28,57%	2,30	5,75%	NULL	517	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	36,25	37,25	26,46%	3,80	5,25%	Ca	6.202	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	28,50	29,50	25,21%	4,87	4,50%	Ca	778	1	New York
Prov. BS AS	1-sep-37	26,25	27,25	25,33%	4,97	4,00%	Ca	153	1	New York
Córdoba	10-dic-25	76,50	77,50	19,90%	1,90	6,88%	Ca	722	150.000	New York
Córdoba	1-jun-27	65,13	66,13	20,03%	3,01	6,99%	Ca	516	150.000	New York
Córdoba	27-oct-26	48,88	48,96	12,38%	1,71	7,13%	WR	159	1	Argentina
Córdoba	1-feb-29	65,50	67,50	16,44%	4,13	6,88%	Ca	456	150.000	New York
Mendoza	19-mar-29	69,88	70,88	18,41%	2,52	4,25%	Ca	590	1.000	New York
Chubut	26-jul-30	77,88	79,88	17,65%	2,32	7,75%	Ca	580	150.000	New York
Salta	1-dic-27	68,38	70,38	11,38%	3,12	8,50%	NULL	357	1	New York
Chaco	18-feb-28	69,97	70,24	20,16%	2,57	4,75%	Ca	250	150.000	New York
Sante Fé	1-nov-27	75,25	75,62	15,32%	3,14	6,90%	Ca	250	150.000	New York
La Rioja	24-feb-28	65,00	66,00	21,33%	2,86	4,75%	NULL	318	1	New York
Jujuy	20-mar-27	64,00	66,00	32,13%	1,64	8,38%	NULL	210	150.000	New York
Río Negro	10-mar-28	57,75	59,75	17,25%	2,93	6,63%	Ca	300	150.000	New York

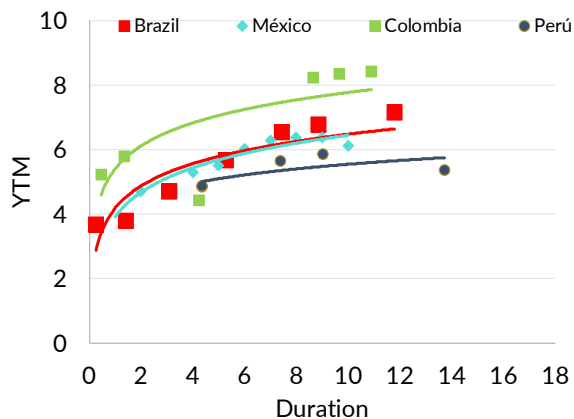
Source: Reuters



Emerging Markets Bond Index (EMBI)

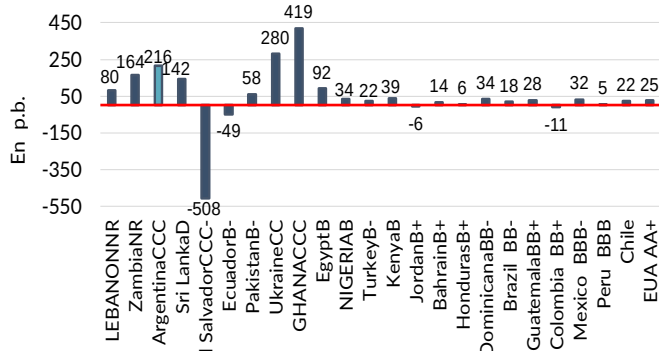


Curva en Dólares

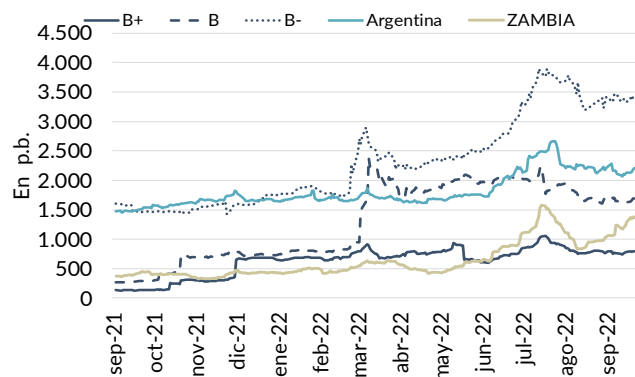


Rendimientos por Calificación Crediticia

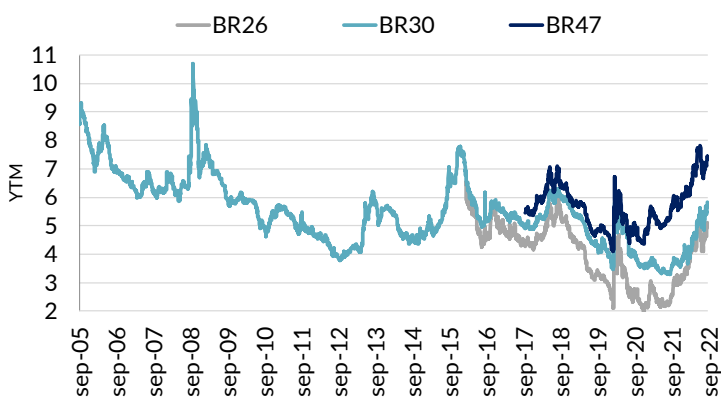
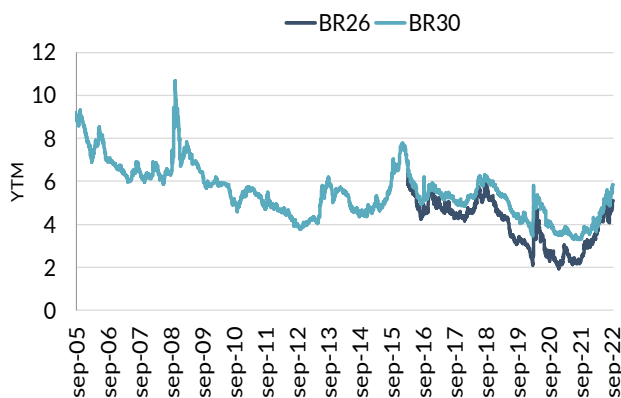
Bonos a 10 años



Spread 10Y promedio



Brasil

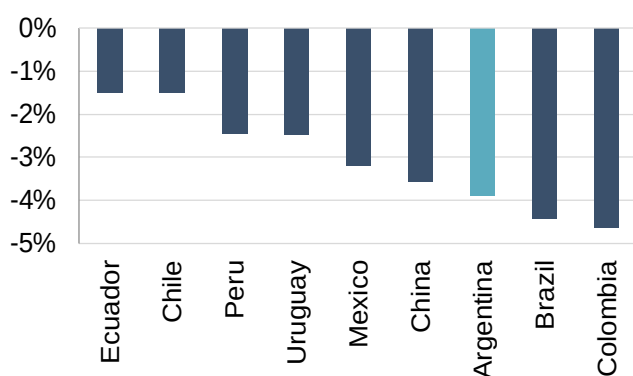


Fundamentos Macro

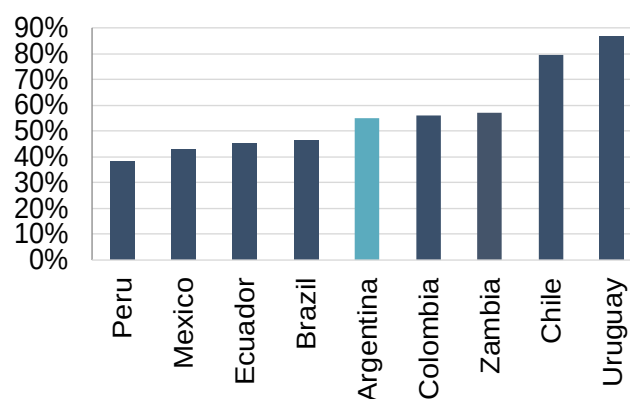
Fundamentos Macro								
	Ecuador	Argentina	Brazil	Uruguay	Colombia	Mexico	Peru	Chile
YTM 10 años en dólares	16,8	41,5	5,7	4,2	6,6	4,8	4,9	4,9
EMBI	1447	2398	284	136	417	444	226	165
Reservas Internacionales / PIB	8%	1%	20%	25%	17%	13%	32%	12%
Cuenta Corriente / PIB	3%	-0,93%	-1%	-2%	-6%	-1%	-4%	-9%
Deuda Externa / PIB	45%	55%	46%	87%	56%	43%	38%	80%
Último tipo de cambio / USD	1,0	145,5	5,2	40,7	4433,1	20,1	3,9	967,6
Variación del tipo de cambio WoW	0%	1,4%	-0,4%	-0,6%	0,1%	0,6%	1,0%	5,0%
Déficit Financiero (últimos 12 meses) / PIB	-1,5%	-3,9%	-4,4%	-2,5%	-4,6%	-3,2%	-2,4%	-1,5%
PIB USD mln (CCL 80% + Oficial 20%)	109.150	299.421	1.731.926	64.781	342.612	1.357.653	232.736	307.681
Tasa de Referencia	8,5%	75,0%	13,8%	9,3%	9,0%	8,5%	6,8%	10,8%
Inflación Esperada proximos 12 meses YoY	3,5%	90,5%	12,1%	9,3%	9,3%	7,8%	3,5%	11,5%

Fuente: Reuters

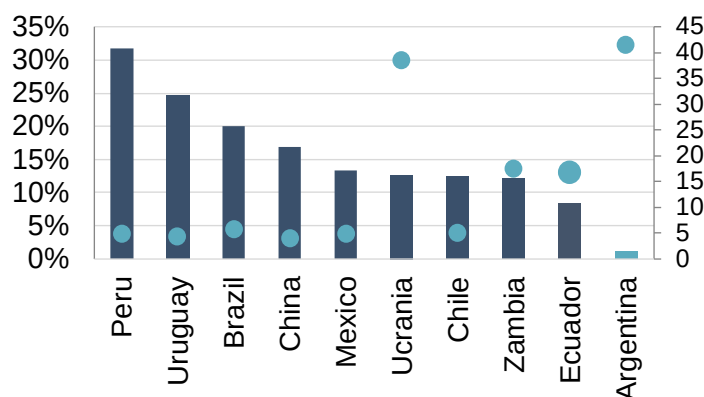
Resultado Financiero/ PIB



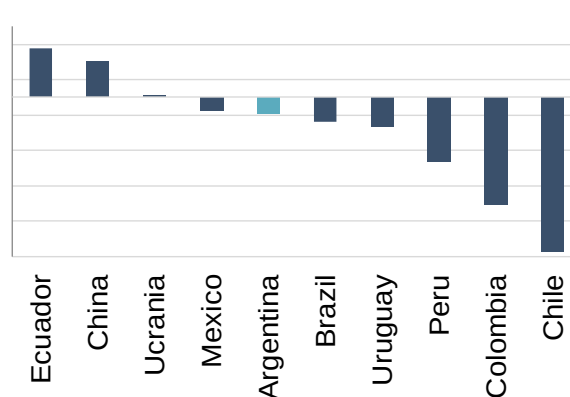
Deuda Externa / PIB



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.