

# Piso y rebote en las bolsas externas, todo lo contrario de lo que ocurre en los mercados domésticos. Nuevos mínimos de la deuda en dólares y recaída en pesos.

Se acelera la caída de los bonos soberanos en dólares a nuevos mínimos históricos (merma promedio de -4 y -56% desde septiembre 2020) y el riesgo país escaló a 2300 puntos básicos con CDS a 5 años por encima de los 9.500 puntos básicos. La deuda argentina en dólares ya rinde 45%, y si quisiera endeudarse con bonos con CER, debería pagar 15% a 2023, una situación muy difícil de manejar en un entorno de CER (inflación) con fuerte alza este año. La fuerte baja de los bonos en la semana se vio potenciada un déficit fiscal primario en mayo de -ARS 162.411 M (el gasto primario crece 78,2% YoY) con una aceleración al 3,3% en los últimos 12 meses. La peligrosa recaída de los bonos en pesos con CER se debe a que los desequilibrios de la macroeconomía se aceleran. El Gobierno empezó a encontrar hace unas semanas dificultades para renovar la deuda, más nueva deuda para cubrir los intereses, para cubrir el mayor déficit por la cuenta de energía y de los incrementos de subsidios a familias. A todo eso se suma la fuerte interna dentro de la coalición oficialista con muy malas señales para inversores. El PBI de Argentina creció 0,9% QoQ en el 1°T22, pero se espera caída en el segundo trimestre (+6,0% YoY). En una semana en la que el tipo de cambio mayorista aceleró su devaluación (+1,1%), los dólares implícitos cayeron y la brecha se ubicó por debajo del 90%. Luego de la caída del 4,5% en pesos la semana pasada, el S&P Merval se acercó a una fuerte zona de soporte en torno a los USD 350. YPF tuvo un fallo a favor (aunque dicha sentencia aplaza el juicio, no exonera por completo a la empresa).

En busca de un piso en materia de precios y luego de una de las peores caídas semanales para el S&P desde 2020, la semana pasada fue de recuperación a la par de la baja de los commodities que le quitó presión al escenario de inflación y tasas de interés. El S&P cerró la semana +6,5%, el Dow Jones +5,4% y el Nasdaq +7,5%. El VIX sigue estando por encima de 27%, a pesar de la baja que tuvo la semana pasada. Las estimaciones que las principales economías de Europa y EE.UU. están por experimentar una recesión continúan aumentando a medida que los informes preliminares del PMI de junio han proporcionado nuevas pruebas que el crecimiento se está estancando. Además, el Presidente de la Fed reconoció que las tasas de interés más altas podrían aumentar el desempleo. Las tasas de USTreasuries largas a 10 años bajaron hasta la zona de 3,13%. En la última semana la deuda global subió 1% en promedio: los bonos con grado de inversión +1,7%, los de mercados emergentes: +1,0%, el high yield de desarrollados 1,6% (y el de emergentes cayó -0,6%). El dólar cayó levemente, marcando su primera caída semanal de junio, ya que los operadores reducen las probabilidades sobre dónde las tasas de interés podrían alcanzar su punto máximo ante una posible recesión. El petróleo WTI cerró con una fuerte caída, la segunda caída semanal consecutiva. El oro terminó con leve baja y la soja cerró con fuertes pérdidas, alcanzando su nivel más bajo desde finales de enero.

# Mercados Internacionales

## En busca de un piso: semana de recuperación a la par de la baja de los commodities

En busca de un piso en materia de precios y luego de una de las peores caídas semanales para el S&P desde 2020 y tres semanas de caídas, la semana pasada fue de recuperación a la par de la baja de los commodities que le quitó presión al escenario de inflación y tasas de interés. El S&P cerró la semana +6,5%, el Dow Jones +5,4% y el Nasdaq +7,5%.

Figura 1  
 INDICE S&P 500: acumulado 2022



Fuente: TradingView

Las estimaciones que las principales economías de Europa y EE.UU. están por experimentar una recesión continúan aumentando a medida que los informes preliminares del PMI de junio han proporcionado nuevas pruebas que el crecimiento se está estancando. El PMI composite de la Eurozona está en su nivel más bajo desde febrero de 2021. Asimismo, la actividad comercial en los EE.UU. fue la más débil desde enero, y los nuevos pedidos registraron su primera caída en dos años, según S&P Global. Según el banco Morgan Stanley, los datos económicos continúan poniendo a prueba la credibilidad del banco central, ya que las probabilidades de una posible recesión han aumentado de un 30% a alrededor del 60%, en un claro escenario de estanflación (bajo crecimiento y alta inflación). Por otro lado, la advertencia de Goldman Sachs la semana pasada fue que los riesgos de recesión en EE.UU. ahora son mayores. Credit Suisse también explicó que la liquidación del mercado accionario ha hecho que los múltiplos de empresas tecnológicas se reduzcan ligeramente por encima del promedio de más de 50 años respecto a la de la economía en general: el price-to-earnings relativo de tecnológicas vs. el S&P 500 retrocedió hasta 3.9x, mientras que el promedio de 50 años es de 3.5x. Se eliminó casi todo el premio, en un claro indicio de recesión y cambio de preferencias entre los inversores.

Además, el Presidente de la Fed, Jerome Powell, reconoció que las tasas de interés mucho más altas podrían aumentar el desempleo, pero dijo que restaurar la estabilidad de precios es algo que deben hacer. Ratificó que podría bajar las tasas de política monetaria, pero solamente cuando la dinámica de desaceleración en la inflación comience a afianzarse.

Recordemos que la semana previa la Reserva Federal había reafirmado su compromiso de combatir la inflación y elevó las tasas de interés 75 puntos básicos y confirmó su postura agresiva de política monetaria con el mayor aumento de tasas desde 1994. La Fed espera incrementos adicionales en las tasas de interés de 75 y 50 puntos básicos en los próximos meses, lo cual llevaría las tasas a un nivel mayor al proyectado y alcanzando el 3,4% para diciembre y 3,8% para finales del 2023.

Las tasas de USTreasuries largas a 10 años bajaron hasta la zona de 3,13%:

Figura 2  
**RENDIMIENOT DEL BONO NORTEAMERICANO A 10 AÑOS: en porcentaje anual, 2021-2022**



Fuente: TradingView

El mercado cree el riesgo de una recesión y nuevas presiones sobre el mercado accionario se terminarán dando, de ahí que el VIX siga estando por encima de 27%, a pesar de la baja que tuvo la semana pasada.

Figura 3  
**INDICE VIX: en porcentaje anual, acumulado 2022**



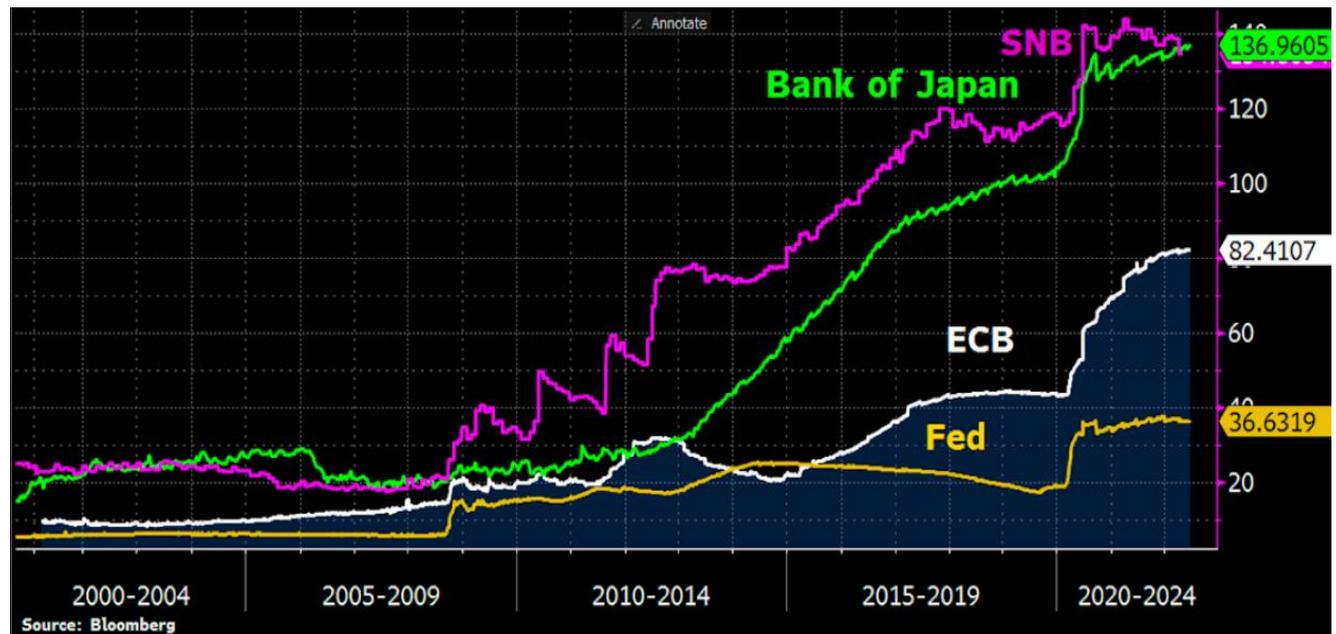
Fuente: TradingView

El dólar cayó levemente, marcando su primera caída semanal de junio, ya que los operadores reducen las probabilidades sobre dónde las tasas de interés podrían alcanzar su punto máximo ante una posible recesión.

Esta es la evolución de los activos de los principales bancos centrales en porcentaje del PBI: la Fed y al ECB no son precisamente los de mayor peso en relación a su economía, sino que Suiza y Japón están a la cabeza:

Figura 4

ACTIVOS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES EN PORCENTAJE DEL PBI: 2000-2022



Fuente: Bloomberg

El yen se mantuvo estable, próximo a sus mínimos de 24 años contra el dólar, mientras el BOJ ratificó su intención de sostener los estímulos monetarios, aun cuando los precios aumentan a un ritmo por encima del objetivo del banco central del 2%.

Semana de ajuste entre los commodities: el petróleo WTI cerró con una fuerte caída, la segunda caída semanal consecutiva, afectado por la preocupación que el aumento en las tasas de interés podría llevar a la economía mundial a una recesión, aunque encuentra apoyo en una oferta limitada.

El oro terminó con leve baja, presionado por un dólar más fuerte y por los comentarios del presidente de la Reserva Federal sobre el compromiso del banco central para controlar las presiones sobre los precios.

La soja cerró con fuertes pérdidas, alcanzando su nivel más bajo desde finales de enero, arrastrada por las preocupaciones sobre la demanda a medida que resurgieron los riesgos de recesión global.

Las bajas de los últimos meses y la recuperación de la última semana despertaron el interés de varios institucionales: un informe de Bank of America estimó una fecha tentativa para el fin de la etapa bajista y dijo que los inversores a largo plazo deberían prepararse para grandes oportunidades.

## Resultados destacados de empresas del S&P 500 y demás noticias

ADOBE (ADBE) emitió una orientación financiera más débil de lo esperado para el trimestre actual y el año completo. Enfrenta vientos en contra por la guerra en Ucrania y tipos de cambio desfavorables, aunque su trimestre más reciente superó las estimaciones de Wall Street en cuanto a ganancias e ingresos.

ALPHABET (GOOGL) está en conversaciones con Netflix sobre una posible asociación publicitaria.

COINBASE (COIN) se vio perjudicada por la decisión de su rival, Binance.US, que está reduciendo las tarifas comerciales de bitcoin para los clientes. Históricamente, Coinbase ha dependido en gran medida de los volúmenes de negociación para obtener ingresos, pero en los últimos meses ha estado buscando diversificarse.

DARDEN RESTAURANTS (DRI) informó ganancias e ingresos trimestrales que superaron las expectativas. Las ventas de la empresa aumentaron un 11,7%, impulsada en parte por el repunte de su negocio de alta cocina. Por otra parte, ante la inflación la compañía emitió un pronóstico mixto para el año fiscal 2023.

FACTSET RESEARCH SYSTEMS (FDS) informó resultados mejores de lo esperado para su tercer trimestre fiscal. La compañía de datos financieros reportó ganancias de USD 3,67 por acción sobre USD 489 M en ingresos. Se esperaban USD 3,23 en ganancias por acción sobre USD 477 M en ingresos. FactSet espera que el crecimiento se mantenga en el extremo superior de la guía anterior para el año fiscal completo.

KB HOME (KBH) reportó resultados mejores de lo esperado para su segundo trimestre fiscal: EPS de USD 2,32 con USD 1.720 M en ingresos, superando las estimaciones de USD 2,03 en ganancias por acción sobre USD 1.640 M en ingresos. La compañía también reafirmó su perspectiva para el año fiscal 2022.

LENNAR (LEN) reportó resultados del segundo trimestre fiscal que superaron las expectativas. La constructora de viviendas ganó USD 4,49 por acción sobre USD 8,36 Bn en ingresos. Se esperaban USD 3.96 por acción sobre USD 8.08 Bn en ingresos.

NIKE (NKE) fue calificado negativamente por Seaport, que actualizó las acciones de la compañía a “neutral” desde “buy”. La firma de Wall Street explicó que el minorista de ropa deportiva se enfrenta a una inflación creciente y a interrupciones en la cadena de suministro.

ROKU (ROKU) anunció una asociación con Walmart (WMT). Los usuarios de dispositivos Roku podrán comprar artículos con sus controles remotos.

TESLA (TSLA) dio más claridad sobre los recortes de empleo planificados que se anunciaron a principios de este mes. El director ejecutivo, Elon Musk, comunicó que la compañía despedirá al 3,5% de la fuerza laboral.

U.S. STEEL (X) emitió una orientación mejor de lo esperado para el trimestre actual. Los resultados del productor de acero se vieron favorecidos por el aumento de la demanda y los precios más altos.

Las compañías que reportan sus resultados son: Nike (NKE), Naspers ADR (NPSNY), Concentrix (CNXC), Jefferies Financial (JEF), Alimentation Couchen A (ANCTF), Synnex (SNX), Progress (PRGS), Paychex (PAYX), General Mills (GIS), McCormick&Co (MKC), McCormick & Comp (MKCv), Shaw B (SJR), National Beverage (FIZZ), MSC Industrial Direct (MSM), Unifirst (UNF), Patterson (PDCO), Micron (MU), Constellation Brands B (STZb), Walgreens Boots (WBA), Acuity Brands (AYI), Simply Good Foods (SMPL), Lindsay (LNN).

## Indicadores de actividad económica del G3 y Latinoamérica

### EE.UU.

La semana pasada se publicaron las ventas de viviendas nuevas y usadas para mayo, los índices PMI manufacturero, compuesto y de servicios para junio, y la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan.

Esta semana se publicarán la venta de viviendas pendientes, la balanza comercial de bienes para mayo, la confianza del consumidor de Conference Board, el índice PMI de Chicago para junio, el PIB para el 1°T22 y el índice PMI manufacturero.

### EUROZONA

La semana pasada se publicaron el IPC y las ventas minoristas del Reino Unido para mayo, los índices PMI manufacturero, de servicios y compuesto de Alemania, la Eurozona y el Reino Unido para junio, junto con las expectativas empresariales y el índice Ifo de confianza empresarial en Alemania para junio.

Esta semana se publicarán el PIB del Reino Unido para el 1°T22, las ventas minoristas para mayo y el índice Gfk de clima de consumo de Alemania para julio, la tasa de desempleo y el IPC de Alemania y la Eurozona para junio, junto con los índices PMI manufacturero de Alemania, la Eurozona y el Reino Unido.

### ASIA

La semana pasada se publicaron la tasa de préstamo preferencial del PBoC de China, junto con los índices PMI manufacturero y del sector servicios de Japón, y el IPC nacional para mayo.

Esta semana se publicarán las ventas minoristas y la producción industrial de Japón para mayo, los índices PMI compuesto de China, PMI manufacturero de China y Japón para junio, las órdenes de construcción e inicios de viviendas para mayo, la tasa de desempleo y las encuestas Tankan de grandes empresas de Japón para el 2°T22.

### LATINOAMERICA

El Banco Central de Brasil elevó su tasa de referencia al 13,5% con el objetivo de contener los precios al consumidor y detener, de esta manera, el alza inflacionaria.

La economía de México avanzó un 1% interanual en mayo y 0,1% respecto a abril, más rápido de lo que se estimaba en el primer trimestre, con una expansión del 1% respecto a los tres meses previos. La inflación alcanzó el 7,88% en la primera quincena de junio (+0,49% MoM).

Colombia mantiene un crecimiento robusto y registra un alza de 12% YoY en abril.

El Banco Central de Perú redujo su estimación de crecimiento económico para este año a 3,1%, desde el cálculo previo de 3,4%, en medio de una desaceleración de la producción local generada por conflictos mineros y trastornos en la actividad global causados por la invasión de Rusia a Ucrania.

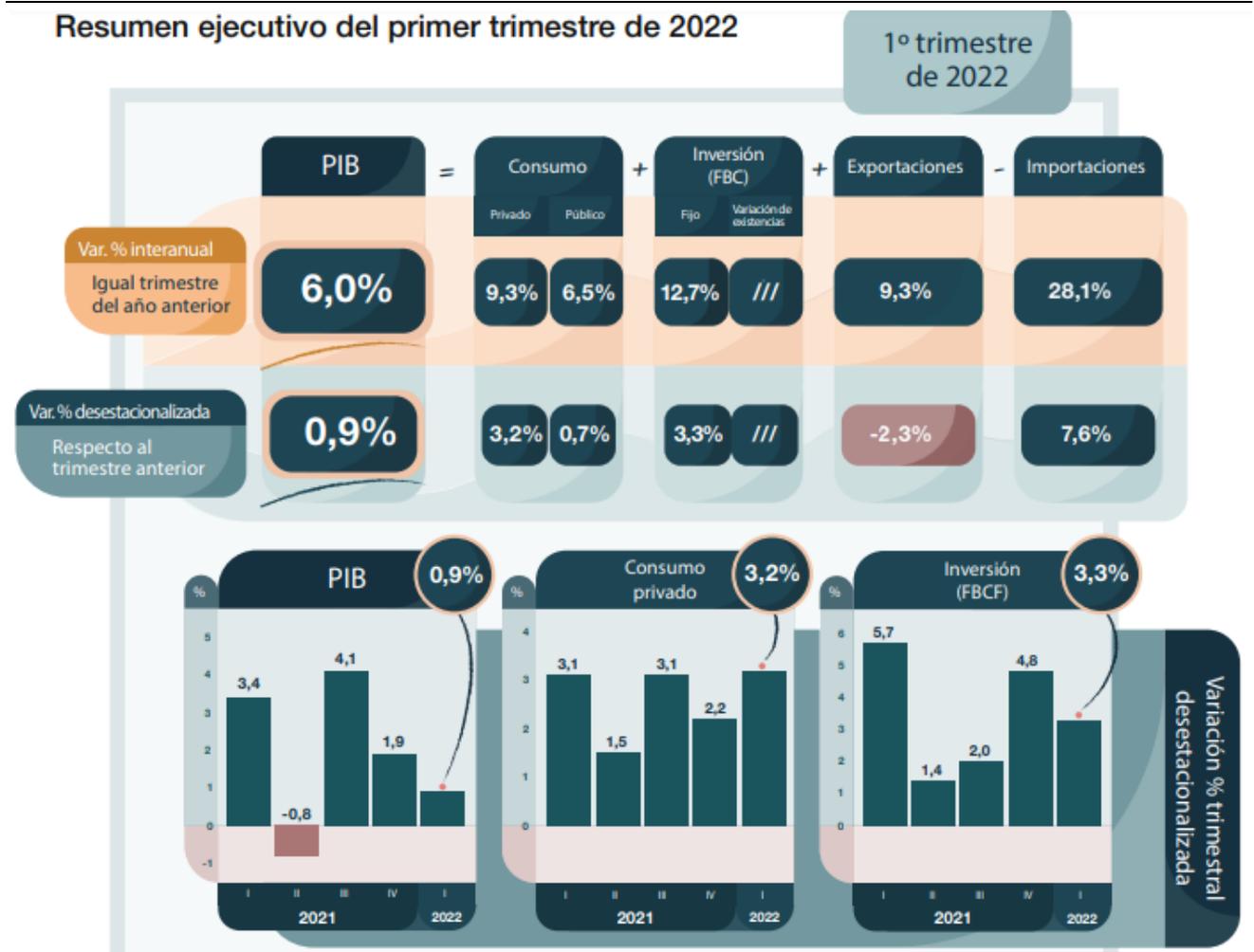
# Mercado local: Macroeconomía

## Argentina creció 0,9% QoQ en el 1ºT22, pero se espera caída en el segundo

La noticia positiva de la semana fue que en el 1ºT22 el PIB aumentó 0,9% en términos desestacionalizados respecto del primer trimestre de 2021, mientras que la tendencia-ciclo muestra una variación positiva de 1,4%. Pero según el REM, Argentina bajaría en la misma cuantía (-0,9% QoQ) en el 2ºT22.

En la comparación interanual, el Producto se expandió 6,0%. Asimismo, la tasa de desocupación (TD) disminuyó al 7% en el 1ºT22, esta baja fue de 3,2 puntos porcentuales (pp) respecto al mismo período de 2021. En relación con el cuarto trimestre de 2021 se mantuvo en el mismo nivel.

Figura 5  
 ÍNDICE DE SORPRESAS ECONÓMICAS DE EE.UU.: 2017-2022



Fuente: INDEC

El Índice Líder (IL) registró una caída de 2,00% MoM durante mayo, según la UTDT. La serie tendencia-ciclo crece 0,22% MoM. En términos interanuales, el IL crece 4,08% con respecto a mayo de 2021 para la serie desestacionalizada y 5,05% para la tendencia-ciclo.

Los precios mayoristas registraron un incremento de 5,2% MoM en mayo. En términos interanuales, la inflación mayorista registró una suba de 54,8%, quedando por debajo de la inflación minorista (60,7%).

La Canasta Básica Total (CBT) registró en mayo un aumento de 4,6% MoM y 54,7% YoY, de acuerdo a datos del INDEC. Así, el ingreso necesario de una familia tipo para no ser considerada pobre se ubicó en ARS 99.677. En tanto, la Canasta Básica Alimentaria (CBA) registró un incremento de +4,6% MoM al tiempo que registró una suba de 62,3% YoY, es decir, una familia para no ser considerada indigente debe tener unos ingresos de ARS 44.499 mensuales.

El consumo en supermercados registró una suba de +3,1% YoY en abril de 2022, mientras que en los centros de compra se registró una expansión de +100,2% YoY (ambos registros a precios constantes).

La balanza comercial registró en mayo un superávit de USD 356 M. En total el intercambio comercial alcanzó los USD 16.096 M, compuesto por un 51,7% correspondiente a las exportaciones y 48,9% por las importaciones.

La utilización de la capacidad instalada en la industria alcanzó durante abril de 2022 el 67,5%, 4,0 puntos porcentuales por encima del mismo mes de 2021, cuando fue del 63,5%, según el INDEC.

Las terminales automotrices y sus proveedoras participarán de un esquema de financiamiento impulsado por el BCRA, que permite avanzar en la recuperación del crédito comercial externo afectado durante la pandemia. El mecanismo, denominado “Certificación asociada a la financiación de la importación de bienes necesarios para la producción en el país de automotores y/o autopartes”, servirá para cumplir con el financiamiento del excedente de importación de 5% sobre las operaciones de 2021 o de 70% sobre las de 2020

El índice de costo de la construcción (ICC) registró un incremento de 6,2% MoM (por encima de la inflación minorista del mismo mes) en mayo y en los últimos doce meses registró un incremento de 49,7% YoY.

El Tesoro Nacional enfrentó en mayo vencimientos por ARS 922.180 M y colocó instrumentos por un valor efectivo de ARS 996.266 M. Por lo tanto, el financiamiento neto del mes fue de ARS 74.086 M, lo que implica una tasa de refinanciamiento de 108%. De esta manera, en el año se acumula un financiamiento neto de ARS 647.026 M y una tasa de refinanciamiento del 122%.

De acuerdo al BCRA, el saldo de crédito en pesos al sector privado disminuyó en términos reales 0,8% en abril (aumento de 5,2% nominal). En una comparación interanual el saldo de financiaciones en pesos al sector privado se incrementó 2,8% real (+62,3% YoY nominal), con un mayor dinamismo relativo de las líneas prendarias y comerciales.

Este martes se presenta la Balanza de Pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa del primer trimestre, Industria Farmacéutica del primer trimestre, Sector Energético del primer trimestre y Expectativas de Inflación de junio de la UTDT. El miércoles será el turno de la Distribución del Ingreso del primer trimestre, el jueves el Estimador Mensual de Actividad Económica de abril, el Índice de Salarios de abril y la Confianza del Consumidor de junio de la UTDT.

## Tipo de cambio real atrasado

En una semana en la que el tipo de cambio mayorista aceleró su devaluación y cerró la semana con una suba de ARS 1,35 (+1,1%) y se ubicó en los ARS 124,27, los dólares implícitos cayeron y la brecha se ubicó por debajo del 90%. El dólar contado con liquidación con acciones terminó la semana con una caída -2,5% y se ubicó en los ARS 236, y el dólar MEP (o Bolsa) bajó -1,5% ubicándose en ARS 231.

En la actual gestión económica el dólar CCL subió exactamente +100% con la inflación de +42% 2020, +50,9% 2021 y +29,3% acumulada en el año 2022 y 72,6% estimada para este año.

El tipo de cambio real multilateral que calcula el BCRA muestra el atraso cambiario (línea azul) frente al oficial (línea naranja):

Figura 6

TIPO DE CAMBIO USDARS CCL: con acciones, acumulado del año



Fuente: BCRA

Por otro lado, las Reservas Brutas del BCRA se ubican en USD 38.083 M, pero el mercado está preocupado por la salud del Banco Central del lado de los pasivos, en especial los pasivos remunerados: el BCRA ya superó los USD 50 Bn. de pasivos remunerados, que el mismo BCRA se encarga de subir la tasa para que sigan renovando Leliqs, Notaliqs y Pases pasivos. La Badlar de bancos privados ya se ubica en 50,69%, con las tasas de referencia incrementadas hace 10 días atrás de Leliq (28 días) en 52% y Plazo Fijo Minorista (TNA) de 53%

# Mercado local: Renta Fija

## Se acelera la caída de los bonos soberanos en dólares a nuevos mínimos históricos

En la última semana la deuda global subió 1% en promedio: los bonos con grado de inversión +1,7%, los de mercados emergentes: +1,0%, el high yield de desarrollados 1,6% (el de emergentes cayó -0,6%). Pero la deuda argentina soberana tuvo otra semana para el olvido con una merma promedio de -4%, cayendo a nuevos mínimos históricos.

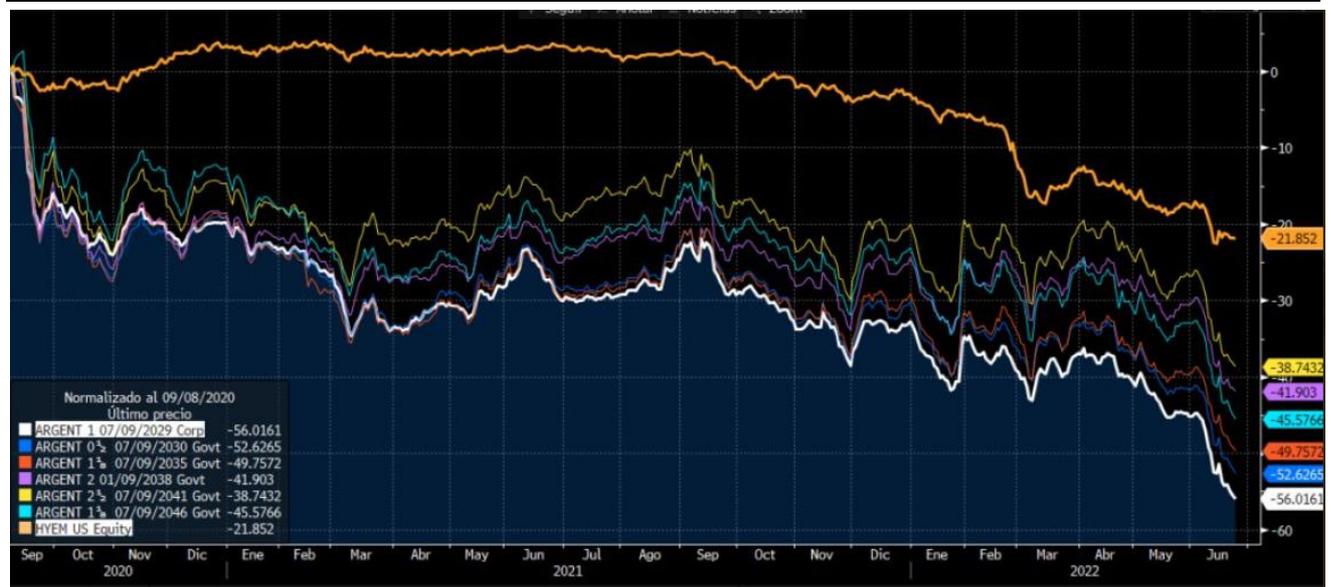
El valor promedio se encuentra un 56% por debajo de los precios del canje de septiembre 2020 y el riesgo país escalando 2300 puntos básicos, un 112% de suba desde el canje.

Los Credit Default Swap a 5 años cotizan por encima de los 9.500 puntos básicos, marcando un nuevo récord.

Más abajo se puede observar la caída de precios de la deuda soberana argentina en dólares en el mercado OTC, media por la evolución porcentual desde septiembre 2020:

Figura 8

CAIDA DE PRECIOS DE LA DEUDA SOBERANA EN DÓLARES (OTC): 2020-2022



Fuente: Bloomberg

La deuda argentina ya rinde 45%, la deuda más riesgosa del mundo sin que se encuentre en default. Si Economía quisiera salir a emitir deuda en dólares, ese sería el costo a pagar (imposible).

Por otro lado, si quisiera endeudarse con bonos con CER, debería pagar 15% a 2023, una situación muy difícil de manejar en un entorno de CER (inflación) con fuerte alza este año.

De los emitidos bajo ley local, la semana pasada el AL29 perdió 5,5%, el AL30 -7,3%, el AL35 -3,6%, el AE38 -4%, y el AL41 -1,1%. De los emitidos bajo ley extranjera, el GD29 bajó 5,7%, el GD30 -6,1%, el GD35 -4,3%, el GD38 -2,8%, el GD41 -6,3% y el GD46 subió 0,2%.

Figura 8  
**BONOS SOBERANOS EN DOLARES: datos técnicos, precios en dólares de ByMA**

| Especie     | Ticker | Vencimiento | Precio al<br>24/06/2022 | Variación % |       |       |
|-------------|--------|-------------|-------------------------|-------------|-------|-------|
|             |        |             |                         | WTD         | MTD   | YTD   |
| Bonar 2029  | AL29   | 09/07/2029  | 22.50                   | -5.5        | -17.9 | -35.3 |
| Bonar 2030  | AL30   | 09/07/2030  | 21.00                   | -7.3        | -19.9 | -35.8 |
| Bonar 2035  | AL35   | 09/07/2035  | 21.98                   | -3.6        | -17.2 | -31.3 |
| Bonar 2038  | AE38   | 09/01/2038  | 27.52                   | -4.0        | -14.3 | -26.6 |
| Bonar 2041  | AL41   | 09/07/2041  | 27.90                   | -1.1        | -14.4 | -23.6 |
| Global 2029 | GD29   | 09/07/2029  | 25.00                   | -5.7        | -18.0 | -35.9 |
| Global 2030 | GD30   | 09/07/2030  | 24.20                   | -6.1        | -19.2 | -33.4 |
| Global 2035 | GD35   | 09/07/2035  | 24.25                   | -4.3        | -14.5 | -29.7 |
| Global 2038 | GD38   | 09/01/2038  | 31.09                   | -2.8        | -16.0 | -22.3 |
| Global 2041 | GD41   | 09/07/2041  | 29.50                   | -6.3        | -16.4 | -22.4 |
| Global 2046 | GD46   | 09/07/2046  | 26.15                   | 0.2         | -9.8  | -24.9 |

Fuente: Refinitiv

En julio de 2024 comienza a amortizar el AL30 y GD30, mientras que en enero de 2025 inicia el pago de capital del AL29, GD29, y GD46. El AL29 y GD29 amortizan 10% del valor nominal de USD 100, en tanto que el AL30 y GD30 amortizan 4% en julio de 2024 y 16% en 2025. El GD46 amortiza un 4,55%.

¿Cuánto recupera el inversor en cupones a distintas fechas? Comprando un bono en dólares hoy y cobrando todos los cupones hasta diciembre de 2023, se recupera una mayor parte de la inversión (entre 16% y 17%) con los títulos que vencen en 2038 y 2041 (AE38, GD38, AL41 y GD41). Si se cobran todos los cupones hasta 2024, también se recupera una mayor parte de la inversión con estos soberanos (incluso teniendo en cuenta la amortización de los bonos al 2030). Pero si se compra hoy y se cobran todos los cupones hasta 2025, con la amortización del AL29, GD29, AL30 y GD30, se recupera prácticamente toda la inversión, siempre y cuando no haya una reestructuración de deuda en el medio. Con el GD46 se recuperaría el 60% de la inversión en 2025.

Figura 8  
**BONOS EN DÓLARES: cupones a cobrar 2023, 2024 y 2025, recupero de inversión**

| Especie | Precio dirty actual | Cupones a cobrar hasta dic-2023 | Cupones a cobrar hasta dic-2024 | Cupones a cobrar hasta dic-2025 | Recupero de inversión en 2023 | Recupero de inversión en 2024 | Recupero de inversión en 2025 |
|---------|---------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| AL29    | 25.09               | 1.500                           | 2.500                           | 23.450                          | 6%                            | 10%                           | 93%                           |
| AL30    | 21.54               | 0.750                           | 5.500                           | 22.190                          | 3%                            | 26%                           | 103%                          |
| AL35    | 22.08               | 2.063                           | 5.688                           | 9.813                           | 9%                            | 26%                           | 44%                           |
| AE38    | 28.43               | 4.875                           | 9.125                           | 14.125                          | 17%                           | 32%                           | 50%                           |
| AL41    | 29.17               | 4.750                           | 8.250                           | 11.750                          | 16%                           | 28%                           | 40%                           |
| GD29    | 24.63               | 1.500                           | 2.500                           | 23.450                          | 6%                            | 10%                           | 95%                           |
| GD30    | 24.63               | 0.750                           | 5.500                           | 22.190                          | 3%                            | 22%                           | 90%                           |
| GD35    | 23.38               | 2.063                           | 5.688                           | 9.813                           | 9%                            | 24%                           | 42%                           |
| GD38    | 29.88               | 4.875                           | 9.125                           | 14.125                          | 16%                           | 31%                           | 47%                           |
| GD41    | 28.00               | 4.750                           | 8.250                           | 11.750                          | 17%                           | 29%                           | 42%                           |
| GD46    | 24.00               | 2.063                           | 5.688                           | 14.312                          | 9%                            | 24%                           | 60%                           |

Fuente: Research for Traders en base a Refinitiv

La fuerte baja de los bonos en la semana se vio potenciada porque el Sector Público no Financiero reportó en mayo un déficit fiscal primario de -ARS 162.411,7 M: los ingresos totales del Estado crecieron un 58,7% YoY para totalizar los ARS 1.128.630,3 M, al tiempo que el gasto primario exhibió un crecimiento interanual del 78,2%.

El déficit fiscal primario acumulado de 12 meses en porcentaje del PBI ha sido aumentando en el último año:

- 2,4% en septiembre de 2021
- 2,6% en octubre
- 2,7% en noviembre
- 3% en diciembre
- 3% entre enero y abril de 2022
- 3,3% en mayo de 2022

El acuerdo con el FMI le pone un techo al déficit fiscal operativo -antes del pago de intereses de la deuda- de 1,8 billones de pesos en el 2022. Ese monto debía ser financiado por el Banco Central con emisión directa hasta la suma de 700 mil millones de pesos, y el resto, en principio, por el mercado de capitales local.

Esta semana se dará la reunión del directorio del FMI, donde discutirá la aprobación de los primeros objetivos trimestrales, que el staff del organismo aseguró que Argentina cumplió. El Fondo aprobaría en la jornada de hoy las metas del 1ºT22 correspondientes al plan de Facilidades Extendidas firmado con Argentina en marzo pasado. Esto permitiría la continuidad del programa y la organización de la próxima revisión la cual se concretaría entre agosto y septiembre próximos. El visto bueno del FMI destrabará el segundo desembolso de divisas hacia Argentina desde que se puso en marcha el acuerdo. En marzo habían sido 7.000 millones de DEGs, lo que representó unos USD 9.700 M, de los cuales quedaron en forma neta en el BCRA unos USD 6.300 M tras el pago de intereses al propio organismo. Esta vez será por un valor cercano a los USD 4.000 M, fondos que ayudarán a reforzar las reservas del BCRA que hoy se encuentran en USD 38.083 M tras el pago de USD 2.684 M al mismo organismo entre el martes y miércoles pasado. La segunda serie de metas trimestrales, que vencen el 30 de junio, está bajo presión dado el escaso nivel de acumulación de reservas que consiguió el BCRA y el crecimiento del gasto público de los últimos meses. En este escenario el Gobierno espera que el FMI habilite hoy un recálculo de esos objetivos previstos para fin de junio para no poner en dudas el cumplimiento del acuerdo.

## La peligrosa recaída de los bonos en pesos con CER

**Los desequilibrios de la macroeconomía argentina se aceleran.** El plan de incentivo a los hogares con emisión y endeudamiento por parte del gobierno en el segundo semestre del año pasado aceleraron la inflación. El salto en la tasa de inflación fue del 4% mensual a otra entre el 5 y 6%, con el pico de casi 7% de marzo. **También se ve un desvío respecto al plan del FMI:** el cambio de precios relativos para frenar el atraso tarifario fue demasiado poco y tarde (recién en septiembre se eliminarán los subsidios a un grupo de usuarios), el atraso cambiario que aún marca una brecha del 80%, recomponer la demanda de pesos que fue todo lo contrario y las reservas del Banco Central que no logra acumular reservas en medio de la mayor bonanzas de precios relativos y cosecha de las últimas décadas. El modesto ajuste fiscal quedó en los papeles a juzgar por las cifras del último mes, y hay límites muy difusos a la emisión monetaria con transferencias continuas. **El Gobierno empezó a encontrar hace unas semanas dificultades para renovar la deuda que vencía, más nueva deuda para cubrir los intereses, más nueva deuda para cubrir el mayor déficit por la cuenta de energía y de los incrementos de subsidios a familias.** A todo eso se suma la fuerte interna dentro de la coalición oficialista con muy malas señales para inversores domésticos y extranjeros.

Los bonos en pesos mostraron importantes caídas en las últimas cinco ruedas. El Banco Central estuvo interviniendo para sostener los precios, incentivando canjes con plata propia e incentivando a otros organismos del gobierno a renovar.

Figura 8

### BONOS EN PESOS: datos técnicos y variaciones porcentuales

| Especie                    | Ticker | Vencimiento | Cupón (%) | Precio al<br>24/06/2022 | Variación % |       |       |
|----------------------------|--------|-------------|-----------|-------------------------|-------------|-------|-------|
|                            |        |             |           |                         | WTD         | MTD   | YTD   |
| <b>BONOS ATADOS AL CER</b> |        |             |           |                         |             |       |       |
| Boncer 2022                | T2X2   | 20/09/2022  | 1.300     | 234.80                  | 0.0         | 1.4   | 29.0  |
| Boncer 2023                | TC23   | 06/03/2023  | 4.000     | 540.00                  | -3.2        | -4.1  | 17.4  |
| Boncer 2023                | TX23   | 25/03/2023  | 1.400     | 227.75                  | -2.0        | -4.5  | 19.9  |
| PR13                       | PR13   | 15/03/2024  | 2.000     | 730.00                  | -2.0        | -8.7  | -0.4  |
| Boncer 2024                | TX24   | 25/03/2024  | 1.500     | 174.50                  | -12.2       | -22.2 | -6.3  |
| Boncer 2025                | TC25   | 27/04/2025  | 4.000     | 501.00                  | 0.2         | -12.1 | 18.4  |
| Boncer 2026                | TX26   | 09/11/2026  | 2.000     | 140.60                  | -12.0       | -25.6 | -9.4  |
| Boncer 2028                | TX28   | 09/11/2028  | 2.250     | 135.00                  | -12.4       | -28.1 | -13.2 |
| Discount 2005              | DICP   | 31/12/2033  | 5.830     | 3,460                   | -9.9        | -15.4 | 4.8   |
| Par 2005                   | PARP   | 31/12/2038  | 1.770     | 1,486                   | -13.9       | -24.2 | -0.9  |
| <b>BONOS A TASA BADLAR</b> |        |             |           |                         |             |       |       |
| Cons ARS - 8° S            | PR15   | 04/10/2022  | 34.070    | 37.85                   | 0.9         | 3.2   | -18.1 |
| CABA Mar. 2024             | BDC24  | 29/03/2024  | 37.352    | 107.75                  | 0.5         | 2.7   | 13.8  |
| PBA 2025 B+375             | PBA25  | 12/04/2025  | 37.854    | 98.70                   | -0.1        | -1.9  | 1.4   |
| CABA Feb. 2028             | BDC28  | 22/02/2028  | 37.834    | 96.00                   | -0.3        | -0.8  | 5.5   |
| <b>BONOS A TASA FIJA</b>   |        |             |           |                         |             |       |       |
| Bono Oct/23                | TO23   | 17/10/2023  | 15.000    | 63.61                   | -1.0        | -5.8  | -3.0  |
| Bono Dic/26                | TO26   | 17/10/2026  | 15.500    | 33.45                   | -5.0        | -9.1  | -20.5 |

Fuente: IAMC y BYMA

La debilidad de los bonos ligados al CER se aceleró por ventas de determinados Fondos Comunes de Inversión que mantienen una elevada exposición en títulos con vencimiento en 2023 y 2024.

**Persisten las dudas sobre el financiamiento que pueda obtener el Gobierno para cubrir vencimientos de deuda en pesos, y los temores sobre un reperfilamiento de dicha deuda antes o después de las elecciones del año próximo. De ahí la diferencia de cotización que tomaron el TX23 y el TX24:**

Figura 8  
 TX23: acumulado del año



Fuente: TradingView

Figura 8  
 TX24: acumulado del año



Fuente: TradingView

## Canje de Cresud 6,5% 2023 por otra ON 8% 2026

Cresud realizará en forma anticipada un canje de sus ONs Serie XII Clase XXIII en dólares a tasa fija de 6,5% con vencimiento en febrero de 2023 (ley argentina), por nuevas ONs de Cresud Serie 24 Clase XXXVIII en dólares a una tasa fija de 8% con vencimiento el 3 de marzo de 2026.

Figura 8

CRESUD 6,5% 2023 (CSDOO): en pesos, ByMA, acumulado 2022



Fuente: TradingView

Estas son las opciones para el inversor:

- NO CANJEAR: a favor del inversor es que dispondrá de dólares billete en febrero del año que viene, pero la ON actual tendrá muy baja liquidez en el mercado doméstico, además de la incertidumbre de la disponibilidad de dólares por parte del BCRA a futuro.
- CANJEAR OPCIÓN A: El tenedor de las ONs 2023 recibirá como mínimo el 30% en efectivo en dólares, y el resto en nuevas ONs Clase XXXVIII 2026. Esta opción es la más recomendable si no se necesita el 100% de los dólares en 2023, reduciendo así la exposición al riesgo doméstico.
- CANJEAR OPCIÓN B: El inversor tendrá un incentivo dada la contraprestación de un 3% adicional a los nominales actuales (USD 1.030 de monto de capital de ONs Clase XXXVIII 2026 por cada USD 1.000 de ONs 2023), pero seguirá expuesto a un vencimiento muy lejano en el mismo riesgo crediticio, con la incertidumbre que ello implica de no poder saber acerca de la disponibilidad de dólares por parte del BCRA a futuro.

Este canje se da en un contexto en el que el BCRA restringe a las empresas el acceso al MULC para pagar vencimientos de deuda. Cresud cuenta con generación de divisas propias dado que exporta parte de su producción. La oferta de canje vencerá este miércoles 28 de junio a las 20 horas de Buenos Aires.

## Canje de Pampa Energía 7,375% 2023 por otra ON 9% 2026

Pampa Energía realizará un canje de sus ONs Serie T en dólares emitidas bajo ley extranjera a una tasa fija de 7,375% con vencimiento en julio de 2023 (PTSTO) por USD 500 M (monto en circulación de USD 389,6 M), por nuevas ONs de Pampa Energía Clase 9 en dólares bajo ley Nueva York a una tasa fija de 9% con vencimiento el 8 de diciembre de 2026 por un monto de hasta USD 500 M.

La oferta de canje tendrá una fecha de participación temprana el 6 de julio a las 17 horas de Nueva York, mientras que la fecha de vencimiento será el 20 de julio a las 23:59 horas de Nueva York. La emisión de las nuevas ONs se realiza para refinanciar la deuda de la compañía. Las alternativas serían:

- NO CANJEAR: Como punto a favor el inversor podrá disponer de dólares billetes en julio de 2023, además de contar con una ON que cuenta con liquidez en el mercado externo.
- CANJEAR “OPCIÓN A”: El tenedor de las ONs 2023 recibirá como mínimo el 30% en efectivo en dólares, y el resto en nuevas ONs 2026. Creemos que esta opción es la más recomendable si no se necesita el 100% de los dólares en 2023, reduciendo así la exposición al riesgo doméstico.
- CANJEAR “OPCIÓN B”: El inversor tendrá un incentivo dada la contraprestación del 1% adicional a los nominales actuales (USD 1.010 de monto de capital de ONs Clase 9 2026 por cada USD 1.000 de ONs 2023), pero seguirá expuesto a un vencimiento muy lejano en el mismo riesgo crediticio, con la incertidumbre que ello implica de no poder conocer la disponibilidad de dólares por parte del BCRA a futuro.

Figura 8  
 PAMPA ENERGÍA 7,375% 2023 (PTSTO): en pesos, ByMA, acumulado 2022



Fuente: TradingView

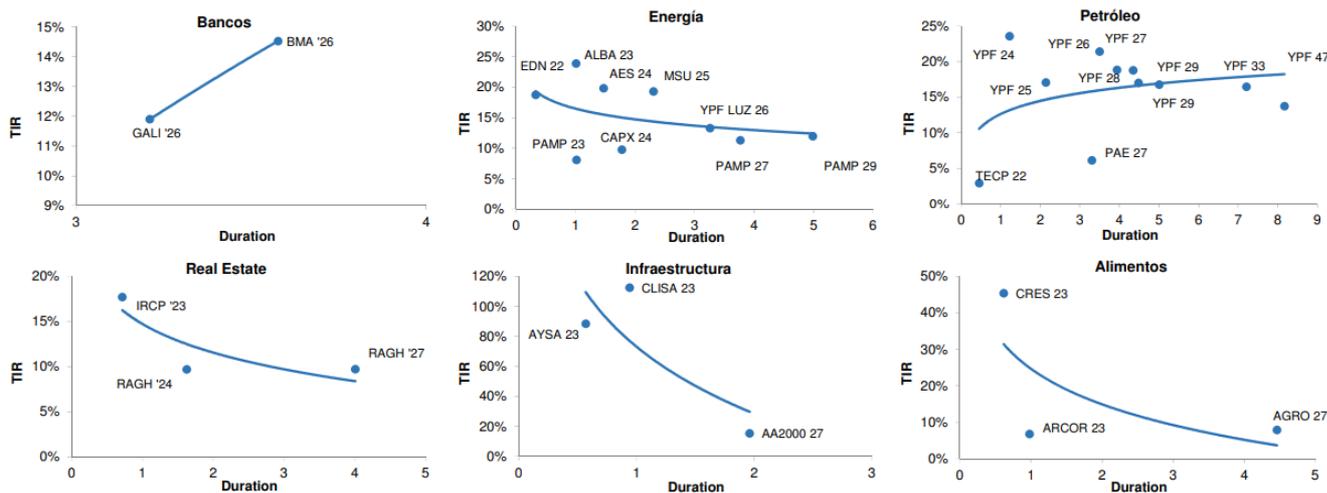
Pampa Energía opera como una compañía que genera, transmite y distribuye electricidad. El holding también explora, produce y transporta petróleo, gas y sus productos derivados (a través de Transener y TGS), sirviendo a clientes en toda Argentina (principalmente en el Área Metropolitana de Buenos Aires).

## Otras novedades de bonos corporativos

IRSA extendió la fecha de expiración del canje de ONs de IRCP 2023 por ONs de IRSA 2028 hasta este miércoles 28 de junio. Al 16 de junio fueron presentadas al canje la suma de USD 210,3 M del capital de las ONs existentes (58,42% del total del capital en circulación). USD 118,4 M optaron por la Opción A, y USD 91,9 M optaron por la Opción B, según informó la empresa.

Estas son las curvas de bonos corporativas por sector en el mercado OTC del exterior:

Figura 8  
**CURVAS DE BONOS CORPORATIVAS POR SECTOR:** en TIR en porcentaje anual y duration en años



Fuente: Refinitiv

ENERGY SOLAR colocó el viernes ONs Clase I en dólares pagaderas en pesos (dollar linked) a 42 meses de plazo y a tasa de interés fija, por un monto nominal de USD 15 M. Estas ONs devengarán intereses de manera trimestral y amortizarán en 10 cuotas iguales, consecutivas, pagaderas trimestralmente a partir del mes 15.

INVERSORA JURAMENTO colocó ONs en pesos a 12 meses de plazo (vencimiento el 27 de junio de 2023), a tasa Badlar más un margen de corte de 440 bps, por un monto de ARS 2.500 M. Las ofertas alcanzaron los ARS 5.052,4 M. Estas ONs devengarán intereses en forma trimestral y amortizarán al vencimiento (bullet).

# Mercado local: Renta Variable

## S&P Merval en zona de soporte en torno a los USD 350

Luego de la caída del 4,5% la semana pasada, el S&P Merval se acercó a una fuerte zona de soporte en torno a los USD 350.

Figura 8  
 S&P MERVAL: en dólares, 12 meses



Fuente: TradingView

Medidos en dólares, las cotizaciones de los ADRs de empresas argentinas medidas desde máximos históricos arroja las siguientes caídas:

- SUPV -95,7%
- YPF -93,1%
- EDN -92,6%
- BBAR -90,2%
- BMA -90,2%
- GGAL -89,3%
- IRS -89,2%
- TEO -83,5%
- CEPU -82,3%
- LOMA -78,2%
- CRESY -76,5%
- TGS -73,0%

YPF (YFPD): un hecho positivo para la compañía, pero que no fue reflejado por el mercado fue que el tribunal de quiebras del juez Christopher Sontchi, en el estado de Delaware, EE.UU., falló a favor de la petrolera argentina YPF en una demanda por USD 14.000 M. Se trata de un reclamo por supuesta contaminación en una corte de Delaware, aunque **dicha sentencia aplaza el juicio, no exonera por completo a la empresa.**

Figura 8  
 YPF (YFPD AR): en pesos, acumulado del año



Fuente: TradingView

Además, el viernes fue la fecha en la que finalizó formalmente el caso de la expropiación de la empresa petrolera, aunque aún no queda claro cuando la jueza Loretta Preska dará conocer su fallo.

El negocio de YPF se divide operativamente en tres segmentos principales:

- Upstream: exploración, desarrollo y producción de hidrocarburos convencionales y no convencionales;
- Downstream: compra de insumos a upstream para refinación, transporte y comercialización de crudo, productos destilados y petroquímicos a terceros;
- Gas y energía: comercialización de gas natural a terceros; generación de electricidad de fuente convencional y de energías renovables; y las operaciones comerciales y técnicas de las terminales de regasificación de gas natural licuado en Bahía Blanca y Escobar, mediante la contratación de buques regasificadores.

En el 2021, la mayor parte de la facturación fue consolidada en el segmento de downstream (82,2%), seguido por Gas y Energía (15,7%). Además, el 88,2% de las ventas (ARS 1.120.935 M) correspondieron a contratos al mercado interno, mientras que el 11,8% restante (ARS 150.395 M) fueron exportaciones. Dentro de los elementos claves a destacar en la performance de la compañía en el primer trimestre del año se puede mencionar que la producción de hidrocarburos totalizando 506 mil barriles equivalentes de petróleo por día (bpd), aumentando un 4,5% QoQ y un destacable 16% YoY. El foco de atención estuvo una vez más en la actividad del shale, que alcanzó un nivel récord de producción con un aumento del 13% QoQ y casi duplicando la producción del 1T21.

La demanda local de combustibles disminuyó un 5% QoQ debido a la estacionalidad, pero se mantuvo un 6% por encima de los niveles prepandemia del 1T19. Los niveles de procesamiento en las refinerías aumentaron 1,4% QoQ, alcanzando un nivel de utilización media del 86% en el 1T22, y del 90% en marzo.

En ese sentido, los ingresos registraron una suba del 37,3% YoY al pasar de USD 2.648 M en el 1°T21 a USD 3.635 M en el mismo período de 2022. Asimismo, es importante destacar la estabilidad secuencial en el nivel de ingresos, al registrar un ligero incremento de 0,4% QoQ. Esto se explica por los mayores precios de los combustibles en el mercado local, acompañados por precios aún mayores en los canales mayoristas, junto con mejores precios de los productos que se correlacionan estrechamente a referencias internacionales, se vieron compensados por los menores volúmenes despachados de nafta y gasoil.

El OPEX total, se situó en USD 1.112 M, contrayéndose un 7,7% QoQ, producto de la reducción de los costos logísticos como consecuencia de los menores volúmenes vendidos de gasoil y nafta, a pesar de que, durante el 1T22, las presiones inflacionarias y salariales empujaron al alza la estructura de costos medida en dólares, en un contexto de desaceleración del ritmo de devaluación del peso argentino.

Por otro lado, los costos operativos totales se incrementaron un 29,1% frente al 1T21, impulsados por el proceso inflacionario mencionado anteriormente y por un aumento del nivel de actividad, teniendo en cuenta que la actividad en el 1T21 aún no se había recuperado totalmente de los efectos de la pandemia.

Es importante destacar que, el flujo de caja libre alcanzó USD 391 M, siendo positivo por octavo trimestre consecutivo, y registrando un crecimiento de 37,5% interanual y de 174,2% secuencial. La mejora estuvo relacionada con la recuperación de la rentabilidad y la reducción de los intereses de la deuda y parcialmente compensada por el aumento en el programa de inversiones de 2022.

Los resultados financieros netos del 1T22 representaron una pérdida de USD 44 M, en comparación con la ganancia de USD 15 M en el 4T21, principalmente por un cargo extraordinario positivo relacionado con la provisión contable de abandono de pozos registrado en el 4T21, parcialmente compensado por mayor ganancia en la diferencia de cambio, neta y menores intereses sobre la deuda, que se mantuvieron en los mínimos niveles históricos de los últimos años.

La compañía registró una ganancia neta de USD 248 M en el 1T22, manteniéndose estable con relación a la ganancia de USD 247 M obtenidos en el 4°T21, y superando la pérdida registrada de USD 25 M en el 1T21.

Figura 8

YPF (YPFD AR): resultados financieros del 1°T22 en millones de dólares

|                         | 1T22    | 4T21    | 1T21    | Variación % |           |
|-------------------------|---------|---------|---------|-------------|-----------|
|                         |         |         |         | 1T22/4T21   | 1T22/1T21 |
| Ingresos por Ventas     | 3.635,4 | 3.620,1 | 2.647,8 | 0,4         | 37,3      |
| Resultado bruto         | 796,41  | 607,21  | 409,74  | 31,2        | 94,4      |
| Resultado operativo     | 379,51  | -195,61 | 77,70   | -294        | 388       |
| Ganancia o pérdida neta | 248,16  | 246,76  | -25,32  | 0,6         | -1.080    |
| Flujo Libre de Efectivo | 391,00  | 143,00  | 284,00  | 173,4       | 37,7      |
| EBITDA Ajustado         | 972,30  | 833,86  | 766,57  | 16,6        | 26,8      |
| Deuda Bruta             | 7.241   | 7.379   | 7.747   | -1,9        | -6,5      |
| Deuda Neta              | 5.912   | 6.271   | 9.584   | -5,7        | -38,3     |
| Deuda Neta/EBITDA       | 6,08    | 7,52    | 12,50   | -19,1       | -51,4     |

Fuente: YPF

Al cierre del primer trimestre de 2022, la deuda neta consolidada de YPF totalizó USD 5.912 M, disminuyendo en USD 359 M QoQ, y aún en niveles no vistos desde 2015. La razón de deuda neta sobre EBITDA Ajustado de los últimos doce meses móviles disminuyó a 1,46x (4,9x en 1°T21).

En cuanto al perfil de vencimientos, al 31 de marzo de 2022, tienen vencimientos totales de USD 273 M para los nueve meses restantes de 2022, de los cuales alrededor del 40% corresponde a amortizaciones de bonos internacionales, y el resto se compone principalmente de bonos locales, préstamos bancarios y financiamiento de exportaciones.

En esta coyuntura global más favorable, resurge el potencial de desarrollo de Vaca Muerta, la segunda reserva de shale gas y la cuarta de shale oil más importante del mundo. Según un artículo publicado por el Financial Times, Argentina podría convertirse en competidor del mercado internacional de Gas Natural Licuado (GNL) con el yacimiento de Vaca Muerta. Las prohibiciones de compra de energía rusa en Europa ponen a Argentina en esta situación. Asimismo, dieron a conocer que Argentina podría ser un rival de Qatar y Australia dentro del mercado de GNL en un momento en que la demanda está creciendo. De igual forma, detalló que petroleras como Shell y Petronas podrían beneficiarse si Argentina se convierte en exportador de energía. El diario observa que si el país expandiera su trabajo podría generar más de USD 30.000 M al año gracias a las exportaciones, pero Argentina solo utiliza el 50% de la capacidad del yacimiento y sólo el 10% está siendo explotado para la comercialización. Por otro lado, el artículo hizo énfasis en que el control de cambios y el cepo al dólar no permitieron la repatriación de las ganancias. Estas medidas fueron una barrera para las inversiones y se convirtió en una gran dificultad para garantizar el buen funcionamiento del yacimiento y la activación internacional del mismo. De esta manera, añaden que mientras la salida de Rusia genera un replanteo del mapa energético global, el gobierno argentino necesita moverse rápidamente si quiere que las compañías de Vaca Muerta sean recompensadas con un caballo salvaje en lugar de una vaca letárgica. Por otro lado destacó al gasoducto Néstor Kirchner, que conectará a Vaca Muerta en principio con Buenos Aires y posteriormente con el resto del país, como una de las posibles medidas que favorecerían y solucionarían las problemáticas en torno a la explotación del yacimiento. La búsqueda de YPF de la construcción de una planta de licuefacción sería otra solución.

ARCOS DORADOS reportó en el 1ºT22 ingresos por USD 791 M (+2% QoQ, +41% YoY). Estos ingresos se ubicaron 9% por encima de las previsiones del mercado y se mantuvieron 8% por encima de los niveles previos a la pandemia del coronavirus, lo que destaca la recuperación total del negocio posterior al Covid-19. El EBITDA ajustado disminuyó 23% QoQ y aumentó 3.1x en forma interanual a USD 78 M, 7% por encima de lo esperado. A pesar de los costos crecientes trimestralmente, las mejoras operativas contribuyeron a márgenes 160 bps por encima del 1ºT19 previo a la pandemia.

Figura 8  
 ARCOS DORADOS (ARCO US): en dólares, acumulado del año



Fuente: TradingView

## DISCLAIMER

Este reporte ha sido confeccionado por LOS TILOS Bursátil S.A. solo con propósitos informativos y su intención no es la de ofrecer o solicitar la compra/venta de algún título o bien. Este informe contiene información disponible para el público general y estas fuentes han demostrado ser confiables. A pesar de ello, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones son a la fecha de hoy y pueden variar. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este documento no es una predicción de resultados ni se asegura ninguno. Este reporte no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los potenciales inversores deben asegurarse que comprenden las condiciones de inversión y cualquier riesgo asociado. Este informe es confidencial y se encuentra prohibido reproducir este informe en su totalidad o en alguna de sus partes sin previa autorización de LOS TILOS Bursátil S.A.

This report was prepared by LOS TILOS Bursátil S.A. for information purposes only, and its intention is not to offer or to solicit the purchase or sale of any security or investment. This report contains information available to the public and from sources deemed to be reliable. However, no guarantees can be made about the exactness of it, which could be incomplete or condensed. All opinions and estimates are given as of the date hereof and are subject to change. The value of any investment may fluctuate as a result of market changes. The information in this document is not intended to predict actual results and no assurances are given with respect thereto. This document does not disclose all the risks and other significant issues related to an investment in the securities or transaction. Prior to transacting, potential investors should ensure that they fully understand the terms of the securities or transaction and any applicable risks. This document is confidential, and no part of it may be reproduced, distributed or transmitted without the prior written permission of LOS TILOS Bursátil S.A.