

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque

Resumen y conclusiones

- La buena noticia de la semana fue la amplia adhesión que cosechó el Gobierno en los canjes de deuda privada y la recepción positiva del mercado a los nuevos bonos. Dedicamos este informe a analizar los factores que influyen en la valuación de los nuevos instrumentos.
- Si bien la dinámica macro de corto plazo es compleja y tiene particular importancia para determinar las valuaciones de la deuda en pesos y el tipo de cambio, creemos que tiene una menor incidencia a la hora de pensar el crédito soberano. Con un perfil de vencimientos bastante despejado en los próximos años, las valuaciones de los nuevos bonos deberán pensarse con el rumbo general de la economía, cuyo destino estará marcado por el programa que se deberá negociar con el FMI.
- Aunque la negociación será dura, lo más probable es que termine en un acuerdo EFF que necesariamente imprimirá algunos ejes de ortodoxia en la política económica: de los 12 EFF que analizamos, todos incluyen metas de déficit fiscal, 8 imponen un techo a las reservas netas, con objetivo explícito de liberalización o unificación cambiaria, políticas monetarias contractivas con metas de agregados, etc. El debate pasará más por la velocidad que por el modo en sí; y podría haber un balance con las reformas estructurales (solo 2 casos incluyeron una reforma previsional y ninguno una amplia reforma laboral).
- Los resultados macro de los EFF son concluyentes: en promedio, siempre se logró reducir el déficit fiscal, mejorar la cuenta corriente, bajar la inflación y aumentar el crecimiento económico. Lo interesante es que estas mejoras se tradujeron en las valuaciones del crédito: en todos los casos hubo una compresión de spreads post programa. El caso de Argentina es particular porque parte de niveles de spread mucho mayores.
- La estructura de los nuevos bonos y un contexto global donde predomina la búsqueda de rendimientos ayudan a fortalecer nuestro argumento principal: los nuevos bonos en dólares pueden seguir comprimiendo rendimientos en el mediano plazo.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque

La noticia de la semana fue la amplia adhesión que cosechó el Gobierno en los canjes de deuda privada. En el canje internacional, se logró una aceptación del 93,5% (que permitió canjear más del 99% de la deuda); mientras que se estima que la aceptación del canje ley local en el período temprano superaría el 90%. Se trata de una muy buena noticia, que despeja el perfil de vencimientos de los próximos años sin mantener los fantasmas de problemas legales que pudieran echar a perder toda la negociación (como ocurrió en el canje de 2005). Pero las buenas noticias en relación con la deuda no terminan ahí, ya que los precios de los bonos ley nueva york en el mercado gris el día jueves sugirieron una recepción bastante favorable: la parte corta (el nuevo 2029 y 2030) llegó a cotizar con tasas en torno a 10,5%. Por su parte, los bonos ley local, operaron con una diferencia en torno a USD 2 o 3 en el precio (un spread de entre 60 y 70 pbs vs. la ley internacional).

Tal como venimos señalando en nuestros informes anteriores, creemos que la dinámica macro en los meses venideros será extremadamente compleja y que, en gran medida, explicará el sendero de los tipos de cambio y las tasas en pesos. Sin embargo, a la hora de pensar el crédito soberano (el valor de los nuevos bonos en dólares), pensamos que las discusiones coyunturales (desdoblamiento cambiario, operaciones de mercado abierto del BCRA, endurecimiento del cepo, cuestión sanitaria, presupuesto, por citar solo algunas) tienen una incidencia mucho menor. **Con un perfil de vencimientos bastante despejado en los próximos años, entendemos que las valuaciones de los nuevos instrumentos deberán pensarse teniendo en cuenta el rumbo general de la economía, cuyo destino está inexorablemente influenciado por el programa que se deberá negociar con el FMI.** En definitiva, lo que planteamos es que, para pensar el valor de la deuda en dólares, “los arboles no deben impedir ver el bosque”.

Dedicamos el informe de esta semana a pensar un poco más allá de los próximos meses y tratar de entender qué forma puede tomar el acuerdo del FMI y cuál es el resultado que deberíamos esperar en términos de la trayectoria macro en el mediano plazo. Nuestra hipótesis es que este punto es clave a la hora de pensar el valor de los nuevos bonos en dólares.

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque

Aunque esperamos que la negociación sea dura y tarde algunos meses (para más detalles ver nuestro [último informe semanal](#)), pensamos que lo más probable es que termine en un acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF). Los principales argumentos son dos: (i) mayores plazos para el repago de un EFF (hasta 10 años vs. hasta 5 de un SBA); y (ii) un objetivo mucho más acorde (necesidades “prolongadas” de balanza de pagos vs. necesidades “presentes, futuras o potenciales” para el SBA). Dicho esto, hay ciertas particularidades del caso argentino que llevan a pensar que el nuevo programa podría representar, de alguna manera, cierta innovación para el FMI. La particularidad más importante es el tamaño de la deuda: Argentina representa la mayor exposición del FMI (38% de todo el crédito, recién seguido por Egipto, Ucrania y Pakistán con 14%, 9% y 7%). En segundo lugar, el recambio de autoridades en el Fondo y el signo político de la actual coalición gobernante (de tradicional mala relación con el organismo). Además, el claro fracaso del Stand-by anterior también podría condicionar un nuevo acuerdo de alguna manera. Finalmente, hay un hecho con poca trascendencia: desde al menos 2015 no hay ningún caso de un país que haya pasado de un programa SBA a un EFF (Egipto y Ucrania hicieron lo contrario), lo cual también es un punto a tener en cuenta.

A pesar de estas particularidades, creemos que el EFF que se firmaría necesariamente imprimirá ciertos ejes de racionalidad en la política económica que podrían derivar en una compresión en los rendimientos de los bonos en dólares en el mediano plazo. En otros términos, el “ancla del FMI” debería tener cierto valor, incluso teniendo en cuenta cierta “heterodoxia” del Organismo, dado que el punto de partida de la macro argentina es muy delicado.

Para poder entender mejor cuáles pueden ser esos “ejes de racionalidad económica” que vendrían de la mano de un programa con el fondo, decidimos analizar en detalle los últimos 12 acuerdos EFF que firmó el FMI desde el 2015 (recurrimos, en todos los casos, a las últimas revisiones disponibles), 8 de los cuales todavía siguen vigentes (Pakistán, Angola, Etiopía, Georgia, Costa de Marfil, Jordania, Mongolia y Tunes). Para más detalles sobre los programas EFF analizados, recomendamos ver las tablas en el [apéndice](#) al final de este informe.

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque

Por empezar, todos los EFF incluyen metas de déficit fiscal primario: esto parece ser innegociable. El debate pasará por la velocidad de convergencia fiscal y el modo en que se obtiene. La revisión de los últimos casos nos dice que el Fondo no siempre se focaliza en el recorte del gasto (los casos de Pakistán y Sri Lanka se apoyaron bastante en aumento de la recaudación).

En segundo lugar, 8 de los 10 casos analizados incluyen como criterio de evaluación un piso de reservas netas (ya sea en variación como en stock). Esto sugiere que la política cambiaria será llevada a cabo de manera de preservar el equilibrio externo: positivo para el crédito soberano. La mayor parte de los EFF analizados tiene como objetivo explícito la liberalización del mercado cambiario. De hecho, muchos de ellos ya tienen un grado de liberalización muy alto (Pakistán, Egipto, Ucrania, Georgia). En la mayoría de ellos, las intervenciones son solo para disminuir volatilidad cambiaria o acumular reservas. En solo un caso se utiliza al *crawling-peg* como ancla nominal (Jordania). Y hay un solo país con tipo de cambio paralelo (Angola), donde la estrategia fue liberar el oficial gradualmente para reducir la brecha e ir relajando los controles de capitales. El caso de Angola es interesante para trazar el paralelismo con Argentina ya que tenía un impuesto a las operaciones de cambio, que el FMI exigió eliminar como uno de los requisitos estructurales (pensar en el impuesto PAIS).

En el plano monetario, si no hay un criterio de techo en el stock de base monetaria (Egipto, Angola, Sri Lanka), entonces se suele imponer un límite a los activos domésticos netos (es decir, la diferencia entre la base monetaria y las reservas internacionales netas). La mayoría presenta alguna variante del esquema de metas de inflación (clásica, flexible, de mediano plazo). Prácticamente todos apuntan a una política monetaria contractiva para quitarle presión a las reservas. En dos casos (Pakistán y Egipto) se habla enfáticamente de la tasa de interés real positiva como principal herramienta.

Es usual, aunque en menor medida que los criterios mencionados anteriormente, que se impongan límites al financiamiento del Banco Central (Pakistán, Egipto, Angola) o la Administradora Pública de Pensiones (Jordania) al Gobierno Federal. Para tal fin, en algunos casos se exige la aprobación del Congreso de una reforma a la Carta Orgánica de la autoridad monetaria.

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque

El poder de estabilización de los programas EFF queda bastante claro cuando se analiza el comportamiento de las principales variables macro antes y después de los mismos. Tomando los 6 casos para los cuales consideramos razonable medir desempeño (y excluyendo el año 2020 por razones obvias), en promedio, el crecimiento económico subió 1,4 pp., la inflación cayó 2,6 pp., el resultado fiscal mejoró en 1,1 pp. y la cuenta corriente también mejoró 1,0 pp. en términos anuales respecto de los tres años anteriores a la implementación del EFF. El caso de Angola, muy importante para Argentina (por las similitudes del caso), mostró una performance por encima del promedio: desde la implementación del EFF, la inflación anual se redujo en promedio 10 pp., el déficit fiscal (excluyendo 2020) se había reducido en 3,6 pp. y la cuenta corriente corrigió más de 2,0 pp. vs. el promedio de los tres años posteriores.

Crecimiento PBI: Antes y después de EFF (Var % anual)

País	Antes	Después	Dif.	Conclusión
Ucrania	-5.5	2.9	8.3	Fuerte mejora
Sri Lanka	4.5	3.4	-1	Empeoramiento
Georgia	3.6	5	1.4	Mejora
Egipto	3.9	5	1.1	Mejora
Costa de Marfil	8.3	7	-1.3	Empeoramiento
Angola	-1.3	-1.5	-0.2	Estabilidad
Promedio	2.2	3.6	1.4	Mejora

Nota: antes se refiere al promedio de 3 años previos al programa. Después incluye promedio de los años hasta fin del programa o 2019 inclusive.

Inflación: antes y después de EFF (% anual FdP)

País	Antes	Después	Dif.	Conclusión
Ucrania	22.9	10	-12.9	Fuerte mejora
Sri Lanka	3.5	4.8	1.3	Empeoramiento
Georgia	4.5	4.3	-0.2	Estabilidad
Egipto	11.2	17.8	6.7	Empeoramiento
Costa de Marfil	0.7	1.2	0.5	Mejora
Angola	27.8	16.9	-10.9	Fuerte mejora
Promedio	11.8	9.2	-2.6	Mejora

Nota: antes se refiere al promedio de 3 años previos al programa. Después incluye promedio de los años hasta fin del programa o 2019 inclusive.

Resultado fiscal: antes y después de EFF (% del PBI)

País	Antes	Después	Dif.	Conclusión
Ucrania	-3.5	-2.2	1.3	Fuerte mejora
Sri Lanka	-6.1	-5.7	0.4	Estabilidad
Georgia	-1.1	-1.3	-0.3	Estabilidad
Egipto	-11.6	-9.1	2.5	Fuerte mejora
Costa de Marfil	-2.2	-2.9	-0.6	Empeoramiento
Angola	-2.9	0.7	3.6	Fuerte mejora
Promedio	-4.6	-3.4	1.1	Mejora

Nota: antes se refiere al promedio de 3 años previos al programa. Después incluye promedio de los años hasta fin del programa o 2019 inclusive.

Resultado de cuenta corriente (% del PBI)

País	Antes	Después	Dif.	Conclusión
Ucrania	-3.8	-1.9	1.9	Mejora
Sri Lanka	-2.8	-2.5	0.2	Estabilidad
Georgia	-10.8	-5.9	4.9	Fuerte mejora
Egipto	-3.5	-4	-0.5	Estabilidad
Costa de Marfil	-0.1	-2.8	-2.7	Empeoramiento
Angola	0.6	2.9	2.3	Fuerte mejora
Promedio	-3.4	-2.4	1	Mejora

Nota: antes se refiere al promedio de 3 años previos al programa. Después incluye promedio de los años hasta fin del programa o 2019 inclusive.

Lo más interesante es que las mejoras en términos macro, en general, se tradujeron en las valuaciones del crédito. En todos los casos que analizamos, los acuerdos EFF parecerían haber tenido un efecto positivo en los spreads de bonos de los países miembro, siempre midiéndolos en relación con spread de mercados emergentes de alto rendimiento (ETF EMHY).

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque

En promedio, un 75% de los países que implementó un EFF terminó teniendo spreads por sobre EMHY menores que los que tenía entre 2 y 12 meses antes del inicio del programa. Si bien la compresión promedio de los spreads no parece ser muy significativa (en promedio 40 pbs), es importante notar que el caso de Argentina es particular porque parte de un spread mucho más elevado: con rendimiento en torno a 11%, el spread de Argentina es de 370 pbs por encima de EMHY; mientras que los países que entraron en EFF, promedio, mostraban un spread de 50 pbs por debajo de EMHY.

Impacto de programas EFF en spreads vs. EMHY

Meses antes EFF	Spread antes EFF	Var. Prom. Spread	Spread fin EFF	Ratio éxito EFF
2	-53	-36	-89	82%
4	-28	-61	-89	82%
6	-47	-42	-89	64%
8	-53	-36	-89	73%
10	-65	-24	-89	73%
12	-31	-58	-89	73%
Argentina	313	?	?	n/d

Notas/

Meses antes EFF: punto de partida de nuestro análisis

Spread antes EFF: spread "X" meses antes del inicio del programa EFF

Var. Prom. Spread: variación desde el inicio del EFF al fin del mismo

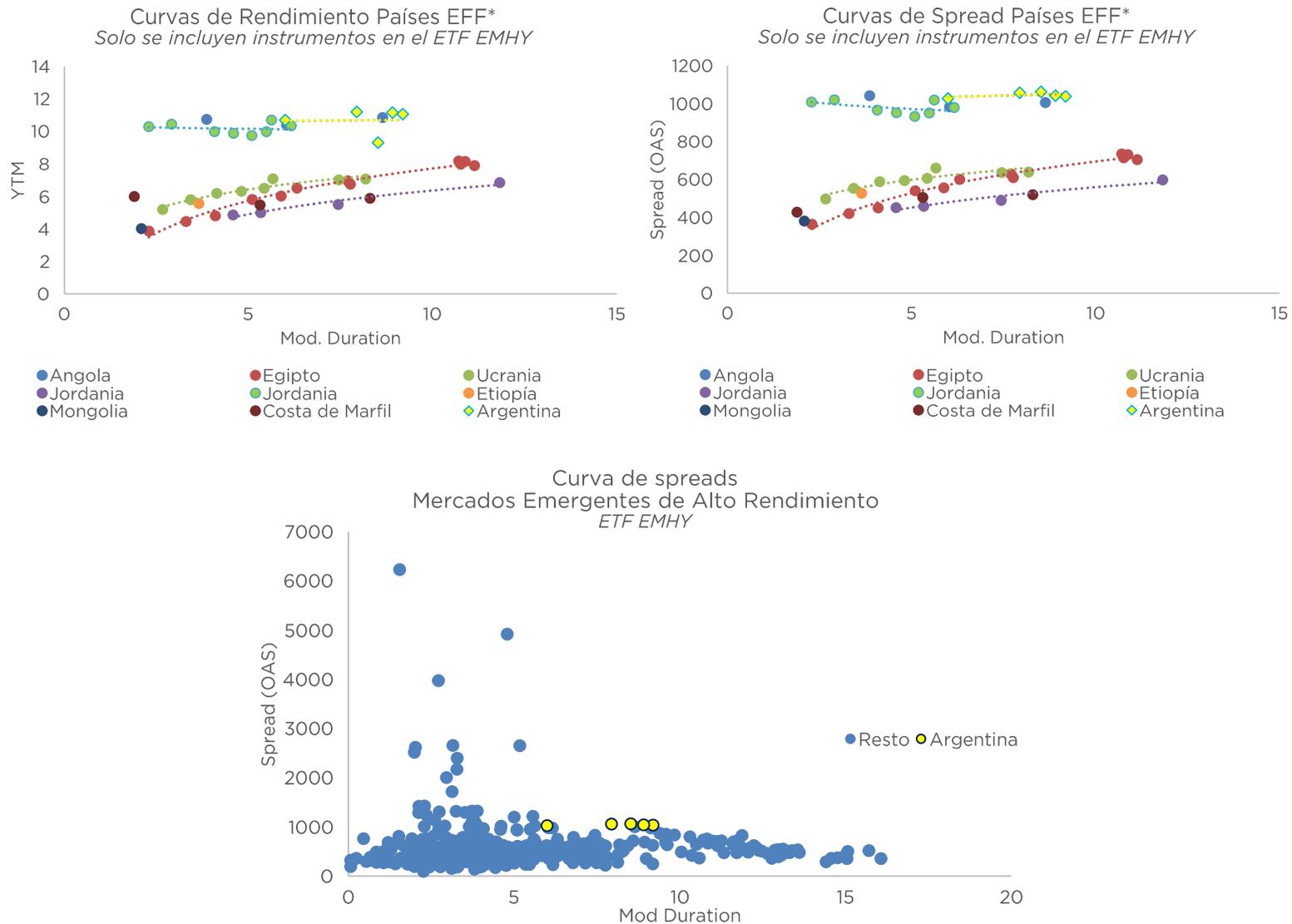
Spread fin EFF: spread al momento de finalización del EFF

Ratio éxito EFF: proporción de EFFs que acabaron con spread menor post programa

No se incluye Ucrania ya que restructuró su deuda en medio del EFF

En relación con este punto, cabe notar que los nuevos bonos argentinos ley internacional están operando bastante por encima de los niveles de los países que hemos tomado como referencia: el mercado parecería confirmar el valor del "ancla del FMI". Lo más interesante es que, además del "ancla del FMI", Argentina muestra un perfil de vencimientos de deuda de mercado mucho más favorable que sus comparables, lo que debería reforzar el punto que venimos desarrollando en el informe.

Nuevos bonos: que los árboles no impidan ver el bosque



Las características particulares de la estructura de los bonos y un contexto internacional donde predomina la búsqueda de rendimientos (“search for yield”) ayudan a fortalecer nuestro argumento principal: los nuevos bonos en dólares pueden seguir comprimiendo rendimientos en el mediano plazo y se transforman, hoy por hoy, en una de las opciones más atractivas dentro del abanico de instrumentos locales.

El camino, casi con seguridad, será sinuoso. Pero vale la pena transitarlo.

Apéndice

Se analizaron los programas EFF que el FMI firmó desde 2015. A en las tablas a continuación mostramos los criterios de performance cuantitativa, las cláusulas de consulta, los benchmarks estructurales (reformas estructurales) y los esquemas de política cambiaria, monetaria y fiscal. Se excluyeron los casos de Etiopía y Ecuador, por ser demasiado recientes y no contar con la información al respecto. En todos los casos, se tomó la última revisión disponible. Los casos de Ucrania, Egipto, Sri Lanka y Gabón son programas EFF que ya concluyeron. En el caso de Ucrania y Egipto pasaron a un programa SBA. Varios de los países mencionados, recurrieron a instrumentos de financiamiento del FMI especial para la pandemia.

Criterios de performance cuantitativos y metas indicativas

		Pakistan	Egipto	Ucrania	Angola	Georgia	Tunez	Sri Lanka	Costa Ma	Jordania	Mongolia
Deficit fiscal primario base caja	Techo	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Deficit fiscal Gobierno Aumentado	Techo					X			X	X	
Gasto primario gobierno central	Techo			X		X	X				
Activos domésticos netos	Techo	X	X				X		X	X	X
Base Monetaria	Techo		X		X			X			X
Reservas Internacionales Netas, variación	Piso		X	X	X	X	X				X
Reservas Internacionales Netas, stock	Piso							X		X	
Stock de FX swaps y forwards	Techo	X									
Subsidios a los combustibles	Techo		X								
Recaudación tributaria	Piso		X					X	X		
Asistencia del BC al Gobierno Central	Techo	X	X		X						X
Financiamiento Adm. Púb. Pensiones al Gob.	Techo									X	
Deuda Bruta del Gobierno Central	Techo		X	X	X		X			X	
Deuda Externa Nueva	Techo								X		
Atrasos en pagos de deuda externa	Techo		X	X	X	X		X	X	X	X
Atrasos en pagos de deuda interna	Techo						X		X		
Garantías del gobierno	Techo	X				X		X			X
Disminución de deuda flotante	Piso								X		

Notas: se tomaron de referencia las últimas revisiones de cada programa. Etiopía no se incluyó porque al momento de la primer revisión solicitó otro programa El acuerdo reciente de Ecuador no se incluyó porque todavía no hay detalles al respecto

Cláusulas de consulta

	Pakistan	Egipto	Ucrania	Angola	Georgia	Tunez	Sri Lanka	Costa Ma	Jordania	Mongolia
Inflación anual			X		X		X			
Ventas de Reservas al Gobierno y Emp. Púb.		X								

Notas: se tomaron de referencia las últimas revisiones de cada programa. Etiopía no se incluyó porque al momento de la primer revisión solicitó otro programa El acuerdo reciente de Ecuador no se incluyó porque todavía no hay detalles al respecto

Apéndice

Esquemas de política

Política	Pakistan	Egipto	Ucrania	Angola	Georgia	Tunez	Sri Lanka	Jordan	Mongolia	Costa de Marfil
Política cambiaria	Transición rápida y ordenada a una política cambiaria flexible.	Tipo de cambio crecientemente flexible.	Tipo de cambio flexible, con intervenciones para acumular reservas y disminuir volatilidad cambiaria.	Movimiento decisivo hacia una mayor flexibilidad para disminuir la brecha cambiaria con tipo de cambio paralelo. Considerando remover controles de capitales	Tipo de cambio flexible para absorber shocks externos. Intervención solo excepcional para limitar volatilidad.	Intervenciones decrecientes para reflejar un valor razonable en base a fundamentos.	En transición a tipo de cambio flexible.	Crawling-peg como ancla nominal, con TCR levemente apreciado.	Flotación administrada con fuertes intervenciones del BC (venta y compra)	Común con los Estados de Africa Occidental
Política monetaria	Guiada por meta de inflación de mediano plazo y de agregados en el corto. Tasa real positiva.	Metas de inflación con tasa de interés real positiva p/ llevar inflación a 1 dígito	Metas de inflación.	Contractiva, adhiriendo a metas cuantitativas de base monetaria.	Metas de inflación flexibles.	Metas de inflación clásica, incluyendo metas de mediano plazo.	En transición a metas de inflación flexibles.	Al servicio del crawling peg, restrictiva para evitar pérdida de reservas.	Tasa de política se calibra en base a condiciones crediticias y crecimiento de importaciones	Común con los Estados de Africa Occidental
Política fiscal	Consolidación fiscal con fuerte aumento en presión impositiva.	Consolidación fiscal en tres años, con reducción de gasto como eje principal (reducción de subsidios al combustible y recorte gastos de personal)	Fuertísima consolidación fiscal basada en aumentos en los precios de la energía.	Consolidación fiscal en base a aumento de recaudación no ligada al crudo y mayor eficiencia en el gasto.	Política fiscal prudente. Se espera que se reduzca casi la totalidad del gasto por pandemia. Imposición de ley de movilidad jubilatoria.	Deficit fiscal en proceso de consolidación vía mayores recursos tributarios y recortes en gasto de subsidios a energía.	Meta de superávit fiscal con un aumento en la recaudación como instrumento exclusivo	Esfuerzos de consolidación fiscal vía ampliación de la base tributaria, control de déficit de empresas públicas y gastos operativos.	Consolidación fiscal con foco en recorte de gasto y, en menor medida, eficiencia impositiva.	Convergencia a superávit fiscal con esfuerzo similar de suba de impuestos y recorte de gastos

Las definiciones de los esquemas de política son estilizadas y podrían no coincidir exactamente con los parámetros del Fondo.

Reformas Estructurales: Últimos programas EEFs

Reformas	Pakistan	Egipto	Ucrania	Angola	Georgia	Tunez	Sri Lanka	Costa Marfil	Jordania	Mongol.
Fiscales										
Aprobación del Congreso del Presupuesto	X	X	X		X	X	X		X	
Enviar al Congreso un proyecto de regla fiscal					X	X	X			
Enviar al Congreso un proyecto de reforma previsional (2nd pillar system)					X	X				
Energía/Servicios Públicos										
Implementar mecanismos de indexación para precios de combustible	X	X					X	X		X
Incrementar precio de gas natural y establecer mecanismo de ajuste automático	X		X							
Incrementar tarifa de gas residencial	X		X							
Empresas públicas										
Disminuir market share de empresas públicas		X								
Implementar oferta pública de activos no core de empresas públicas				X						
Finalizar la estrategia de futuro involucramiento del Estado en el Sistema Bancario				X						
Comprometerse a no otorgar futuras moratorias impositivas	X									
Hacer un consejo de empresas públicas para decidir privatización, liquidación o status quo										
Enviar al Congreso una ley para mejorar la gobernanza de empresas públicas								X		X
Monetario										
Nueva Carta Orgánica del BC con foco en estabilidad de precios y límite al financiamiento	X			X			X			
Eliminar restricciones informales al retiro de depósitos en USD				X						
Eliminar el impuesto a las operaciones en FX, que deriva en control cambiario				X						
Eliminar depósitos de FX del BC en bancos comerciales		X								
BC supervisa bancos que fallan en cumplir requisitos de capital			X							X
Completar la revisión de calidad de activos de los 12 bancos más grandes				X						
Crear un comité que establezca estrategia de manejo de deuda							X			

Notas 1: se tomaron de referencia las últimas revisiones de cada programa. Etiopía no se incluyó porque al momento de la primer revisión solicitó otro crédito.
Nota 2: las definiciones de los benchmarks estructurales podrían no ser exactamente tal como se presenta. Se intentó agrupar para facilitar la comparación.

ATENCIÓN INDIVIDUOS

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

PARTNERS COMERCIALES

María Eugenia Campoy
mecampoy@consultatioinvestments.com
(54 11) 2206-2245

ATENCIÓN MINORISTA

Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2255

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.