Cuestión de Fondo

Resumen y conclusiones

- El viernes pasado concluyó la segunda misión del FMI, que tuvo el objetivo de comenzar las primeras conversaciones formales para impulsar un nuevo programa. La importancia que reviste el nuevo acuerdo es difícil de soslayar: constituye el principal catalizador positivo en términos de mercado, y representa una oportunidad inigualable para presentar un plan de estabilización de la macro. Por eso, decidimos dedicarle el informe de esta semana a intentar pensar en qué puede consistir el mismo.

- Nuestra proyección es que el nuevo programa será una versión diluida del "Plan Sandleris": tendrá metas de agregados, aunque menos exigentes debido a que todavía habrá un nivel no menor de dominancia fiscal. Si bien este esquema debería implicar un aumento en las tasas de interés de por lo menos 10 puntos, no pensamos que se vaya a imponer un piso de tasa tan alto como en aquel entonces, dado que hoy el nivel de pasivos remunerados es casi el doble medido en dólares. En el plano cambiario, el acuerdo tenderá a una liberalización gradual de las restricciones cambiarias, lo que debería derivar, al menos inicialmente, en algún ajuste controlado de la paridad oficial que reduzca la brecha a niveles más sostenibles. Por último, en lo fiscal, el programa exigirá una consolidación más exigente que el Presupuesto, pero con una meta de déficit primario que todavía es un poco mayor que 3,0% del PBI.

- En términos de mercado, los resultados del "Plan Sandleris" fueron muy buenos, con todas las referencias de pesos ganándole por mucho al tipo de cambio libre (se destaca la performance de los bonos Badlar) y con el Merval mostrando una subas interesante en dólares. Si esperamos algo parecido (aunque diluido) desde la macro, no deberíamos descartar un escenario de mercado como este, sobre todo porque se parte de valuaciones muchísimo más castigadas y porque, además, podría solaparse, más adelante, con novedades positivas desde lo electoral.

- Dicho esto, creemos que todavía hay un largo y sinuoso camino antes de que se materialice el acuerdo. Las negociaciones todavía continúan y todo indica que los próximos dos meses, aun sin acuerdo, serán intensos en términos de inflación y brecha. Recomendamos un posicionamiento táctico cauteloso a la espera de lo que creemos que podría ser un catalizador positivo de mercado.

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

Cuestión de Fondo

El viernes pasado concluyó la segunda misión del FMI, que tuvo el objetivo de comenzar las primeras conversaciones formales para impulsar un nuevo programa. Según las propias palabras del organismo, hubo un buen recibimiento del pedido del Gobierno por un Programa de Facilidades Extendidas (EFF). El comunicado oficial del Fondo no dio especificaciones sobre la definición de los elementos principales del programa, limitándose a declaraciones demasiado generales, y anunciando que las conversaciones continuarán virtualmente en las próximas semanas. Teniendo en cuenta la importancia que reviste el nuevo acuerdo, tanto en términos de mercado (es el principal catalizador positivo para los activos en el corto plazo), como desde el punto de vista macro (como una oportunidad para presentar un plan de estabilización), decidimos dedicarle el informe de esta semana a intentar pensar en qué puede consistir el mismo.

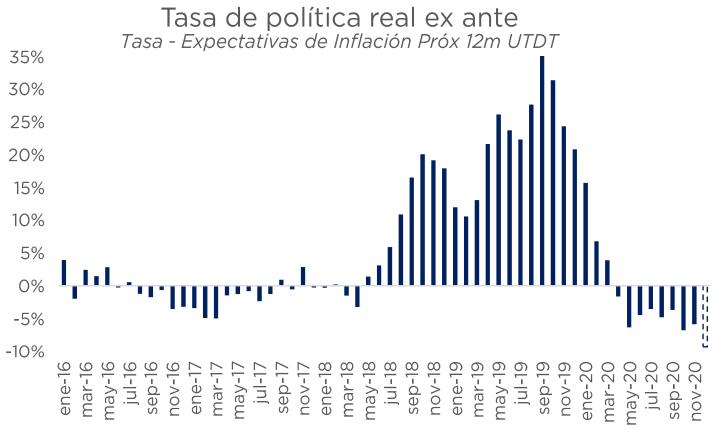
Las dos versiones del programa Stand-By (SBA) de 2018/19, ajustadas por las distintas condiciones iniciales y los distintos actores, nos sirven de base para tratar de pensar los principales elementos del próximo programa macro que implicará el nuevo acuerdo. Después de todos, un programa EFF es, desde el punto de vista macro, lo mismo que un programa SBA: la diferencia radica en el mayor hincapié del primero en las reformas estructurales (y, obviamente, plazos de repago más convenientes). También tomamos como referencia las experiencias de los programas EFF que firmó el Fondo en los últimos años.

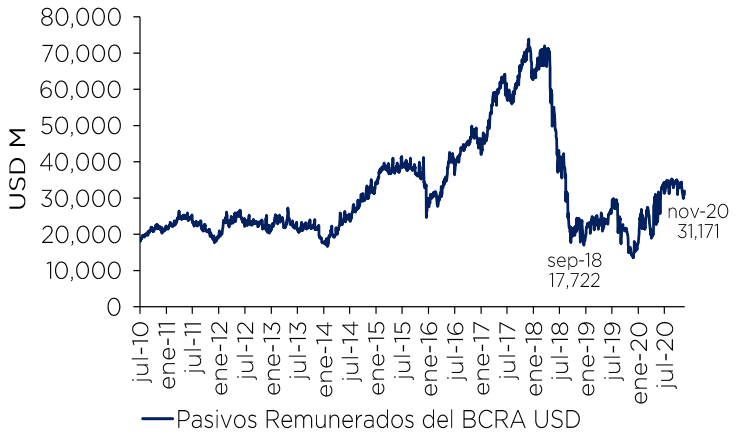
Nuestra proyección es que el nuevo programa será una versión diluida del "Plan Sandleris": tendrá metas de agregados, aunque menos exigentes debido a que todavía habrá dominancia fiscal por alrededor de 2,0% del PBI. Recordar que, en aquel entonces, el programa SBA revisado incluía metas de crecimiento de base monetaria de 0% en términos nominales, que luego de algunos ajustes estacionales no reversibles implicaban un aumento de 8% en términos nominales en solo 9 meses. Un ajuste similar luce hoy bastante exigente, sobre todo porque el déficit fiscal primario estimado no es del 0%, como lo era el de 2019, sino de más del 3%, lo que requerirá de asistencia del BCRA, que en aquel entonces estaba prohibida. De todos modos, creemos que es probable que se impongan metas de base monetaria, ya que permitiría darle visibilidad al compromiso de volver más astringente la política monetaria.

Cuestión de Fondo

Si bien consideramos que el nuevo esquema podría ser reforzado con algún piso en la tasa de interés, no creemos que sea tan elevado como el de aquel entonces, que implicaba una tasa real ex ante de más de 20 puntos. El "Plan Sandleris" incluía un compromiso de mantener un piso de tasa de interés que, en ese entonces, era de 60% (equivalente a 20% real), que no podía ser quebrado a menos que las expectativas de inflación bajen durante dos meses consecutivos. Hoy, el nivel de dicho requisito luce demasiado exigente, sobre todo teniendo en cuenta que los pasivos remunerados en dólares son hoy prácticamente el doble (USD 31.000 M vs. USD 17.000 M en sep-18) y, por lo tanto, una tasa demasiado elevada podría comprometer la sostenibilidad del déficit cuasi fiscal, incluso asumiendo algún ajuste cambiario del orden del 10%-20%. De cualquier manera, creemos que sería positivo que el esquema se refuerce con algún piso de tasas, lo que indefectiblemente debería implicar una suba de tasas de interés de alrededor de 10 puntos. Tener presente que, con una expectativa de inflación para los próximos 12 meses en torno a 52%, una tasa de política de 48% es una TEA de 61%, es decir, una tasa real ex ante de poco más de 5% (vs. -9% proyectada a diciembre).

La tasa de interés real era mayor a 20% al inicio del "Plan Sandleris", pero los pasivos remunerados del BCRA eran la mitad





Las metas de agregados monetarios no son lo más común dentro de los programas EFF, pero tampoco son una rareza: la mayoría tiene metas de inflación tradicionales o flexibles (7 de los últimos 10), pero los casos de Angola y Jordania son un ejemplo de que, en los casos donde la inflación es más elevada o donde la política cambiaria no es flexible (o ambas), el Organismo ve con buenos ojos este esquema de política.

Cuestión de Fondo

Las metas de agregados no son lo más común para el FMI, pero tampoco son una rareza

Política monetaria en programas EFF

Metas de inflación	Metas de inflación flexibles	Metas de agregados	Supeditada al crawling-peg	Política monetaria común
Pakistán	Georgia	Angola	Jordania	Costa de Marfil
Egipto	Sri Lanka	¿Argentina?		
Ucrania	Mongolia			
Túnez				

Por último, no creemos que tenga sentido incluir metas de inflación como cláusula de consulta, de hecho el primer SBA de jun-18 las incluía, pero fueron eliminadas en la primera revisión de sep-18. Solo 3 de los 10 EFF analizados incluyen cláusulas de consulta de inflación (Ucrania, Georgia y Sri Lanka).

Política monetaria: comparación SBA 2018 vs. próximo EFF

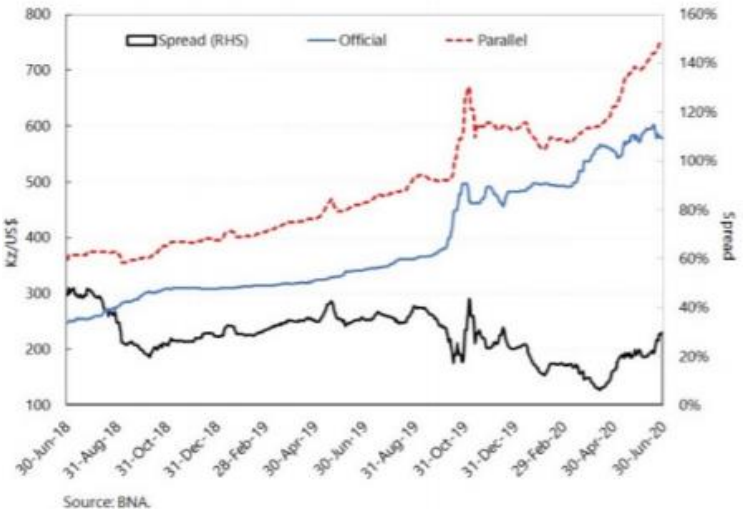
	1er acuerdo: jun-18	2do acuerdo: oct-18, "Plan Sandleris"	Nuevo Programa 2020
Política Monetaria	Mantenimiento del esquema de metas de inflación, con objetivos iguales o menores que le consenso del REM (27% a 2018, 17% a 2019 y 13% a 2020).	Se abandona el esquema de metas de inflación y se adopta uno mucho más simple, verificable y más fuerte esquema de metas de agregados, en particular, de base monetaria.	El esquema de metas de inflación luce inviable, dados los niveles actuales de inflación y atraso de precios regulados. Un esquema de metas de agregados parece más razonable, aunque comprometerse a un crecimiento nulo en términos nominales para la base monetaria sería poco creíble.
	Objetivo de mejorar la hoja de balance del BCRA con la recompra de USD 25.000 M de LLII de parte del Tesoro, como criterio de ejecución cuantitativo.	En el centro del nuevo esquema está el compromiso de limitar el crecimiento nominal de la base monetaria en 0%, con ajustes estacionales en dic y jun. Los ajustes son no reversible e implicaban un aumento de +8% entre sep-18 y jun-19.	
	Compromiso de mantener la actual política monetaria restrictiva hasta ver una señal tangible de que la inflación realizada o expectativa comienzan a bajar.	La meta de agregados se complementa con un compromiso de mantener las tasas de interés de corto plazo en 60%, a menos que la inflación esperada en los próximos 12 meses se reduzca por dos meses consecutivos. La expectativa de inflación se situaba en 40% anual.	Es difícil imaginarse una tasa de interés tan positiva en términos reales, pero sí es razonable pensar que las tasas reales deberían subir bastante desde los niveles actuales. El principal limitante es el nivel de pasivos remunerados.
	Compromiso de reducir el stock "excesivamente grande" de Lebacs, con un comité coordinador para dicho proceso, lo que es una meta estructural del programa.	Se propuso posponer la meta de transferir las contrapartes de los pasivos remunerados del BCRA (Lebacs) a los bancos locales (Leliqs) para principios de 2019.	El problema de las contrapartes del BCRA ya no existe, pero sí sería lógico que se continúe con cierta armonización entre los distintos instrumentos de esterilización.
	Bandas de consulta para metas de inflación y activos domésticos netos	Las bandas de consulta para metas de inflación se eliminaron del programa.	No habría cláusulas de consulta para metas de inflación.
	Meta estructural de envíar proyecto de Ley para cambiar la Carta Orgánica del BCRA.	Igual que jun-18	Poco probable que se fije como una meta con un plazo demasiado ajustado.
	Suspensión del financiamiento monetario del BCRA al Tesoro	Igual que jun-18	Será difícil llevar a cero el financiamiento del Tesoro, pero sí es posible pensar en una fuerte reducción del mismo.

Cuestión de Fondo

Por el lado cambiario, las condiciones iniciales son completamente distintas a la del SBA anterior y, por lo tanto, también se requiere un acercamiento distinto. Nuestra proyección es que el acuerdo con el FMI tenderá a una liberalización gradual de las restricciones cambiarias, lo que debería derivar, al menos inicialmente, en algún ajuste controlado de la paridad oficial. Además, el acuerdo seguramente incluirá alguna meta cuantitativa con referencia al nivel de reservas netas (algo bastante común), lo cual es una manera indirecta de ponerle un techo a la brecha cambiaria, sugiriendo implícitamente un ajuste en el tipo de cambio oficial. Igualmente, a nuestro entender, si el programa acaba siendo algo bastante parecido a lo que describimos en este informe, no debería ser necesario una devaluación de más del 30% para bajar la brecha a niveles sostenibles (<50%)

En este caso, como ya hemos dejado en claro en nuestro informe del 25-sep (ver acá), el caso de Angola puede servir mucho más de referencia, porque se trata de una economía que, al momento de la llegada del Fondo, convivía con una brecha del 50% que reflejaba una maraña de restricciones cambiarias. Como hemos demostrado, el programa con el Fondo fijó como metas estructurales distintos mecanismos de liberalización del mercado, permitiéndole al Banco Central intervenir solo en casos puntuales. El resultado es que el tipo de cambio oficial de Angola pasó de 300 kwanzas por dólar al inicio del programa a casi 600 dos años después (+100%).

El tipo de cambio oficial de Angola era 300 AOA/USD al inicio del EFF en dic-18 y hoy es prácticamente el doble



Cuestión de Fondo

Política cambiaria: comparación SBA 2018 vs. próximo EFF

	1er acuerdo: jun-18	2do acuerdo: oct-18, "Plan Sandleris"	Nuevo Programa 2020
Política cambiaria	Compromiso total con un tipo de cambio flexible y determinado por el mercado. Se propone absorber las presiones externas con un tipo de cambio flexible.	Igual a jun-18	Las condiciones iniciales son muy distintas a las del programa SBA anterior. Actualmente, las restricciones cambiarias llevan a que haya un tipo de cambio paralelo. Habría un movimiento decisivo pero gradual hacia una mayor flexibilidad, recomendando remover restricciones, lo que debería involucrar algún ajuste en el tipo de cambio oficial. El caso de Angola podría ser la referencia. No se descarta un esquema de "zona de no intervención" en reemplazo del "crawling-peg" en línea con la inflación actual.
	Se limita la intervención a períodos en que haya una "clara disfunción del mercado". En el caso en que la venta de divisas (en spot y futuros) esté por encima del piso de reservas netas, se iniciará una consulta con el Staff.	Se estableció un criterio de intervención en base a una regla clara: si el tipo de cambio sale de la "zona de no invervención", el BCRA intervendrá vendiendo o comprando USD 150 M sin esterilizar. Las bandas tienen una amplitud de +/- 15% y se ajustan al 3% mensual.	
	Se establece un piso de acumulación de reservas netas de USD 7.500 M en los próximos 12 meses	Igual a jun-18, pero algo más exigentes.	Es muy probable que haya algúna meta de acumulación de reservas netas, ya que hay cierto acuerdo al respecto y podría ser una meta indirecta a la brecha cambiaria.
	Subastas diarias de moneda extranjera del Tesoro de la asistencia del FMI para financiar necesidades presupuestarias.	Igual a jun-18, pero ahora con mayores desembolsos y un programa que ya no es por "precaución" sino para "presupuesto".	Muy probablemente no haya nuevos desembolsos, con lo cual el Tesoro no realizará ventas de USD al mercado.
	Se establece una meta de reducción del stock de futuros no entregables de USD 1.500 M en los próximos 12 meses.	Igual a jun-18	Es muy probable que haya una meta de posición vendida de futuros. Teniendo en cuenta que la posición en jun-18 era de USD 2.700 M, mucho menor a los USD 5700 M actuales, es posible que la meta sea algo mayor.

Desde el punto de vista fiscal, creemos que el programa será más exigente que el Presupuesto, aunque no pensamos que busque una consolidación tan acelerada como la segunda versión del Stand-By (SBA) en oct-18. La meta cuantitativa de déficit primario debería estar en poco más del 3,0% del PBI. Esto sería equivalente al requisito de ajuste del primer SBA de jun-18, que proponía recortar el déficit primario un 30%, desde los 3,9% de 2017 a 2,7% en 2018: si hoy tomamos el déficit estimado para 2020 sin los gastos de COVID, de 4,7%, y lo recortamos un 30%, nos quedamos con una meta de déficit de 3,3% del PBI.

Cuestión de Fondo

La gran duda es pasa dónde ajustar: Argentina debería poner el foco más en el recorte de gastos, porque no tiene demasiado espacio por el lado de los ingresos. La indexación del gasto social y la obra pública serán puntos de conflicto, mientras que la idea del presupuesto de mantener los subsidios estables como porcentaje del PBI será desafiada por una inflación mucho mayor a la estipulada en ese documento.

El muestrario de los EFF de los últimos años tiene de todo, tanto programas donde la consolidación fiscal se hace a base de mayor recaudación, como otros donde el principal pilar es el ajuste del gasto o incluso casos más mixtos. Argentina está mucho más cerca de ser un caso donde el peso principal se basa en el ajuste de gastos, aunque no descartamos que haya cierta ayuda por el lado de algunos tributos o ingresos extraordinarios.

Política fiscal: comparación SBA 2018 vs. próximo EFF

	1er acuerdo: jun-18	2do acuerdo: oct-18, "Plan Sandleris"	Nuevo Programa 2020
Política Fiscal	Metas de déficit primario de 2,7%, 1,3% y 0,0% en 2018, 2019 y 2020. Partiendo de -3,8% de 2017.	Metas de resultado primario se volvieron más exigentes: 0,0% en 2019 y +1,0% en 2020	Será más parecido al de jun-18, que implicó un recorte del 30% del déficit primario. Si tomamos el déficit primario de 2020 sin COVID, de 4,7%, entonces la meta de déficit para 2021 podría ser de 3,3% del PBI. Habría metas plurianuales.
	El déficit primario del Gobierno Federal es un criterio de performance trimestral, pero también hay metas indicativas sobre déficit general (incl. Provincias) y mandar al Congreso el Presupuesto es un benchmark estructural.	Igual a jun-18	El resultado fiscal primario seguramente será un criterio de performance, pues es una característica de todos los EFFs. Igual, aunque el Presupuesto 2021 ya se mandó al Congreso.
	La acumulación de deuda flotante (diferencia entre base devengado y base caja) es otro criterio de performance (un techo).	Igual a jun-18	Eventualmente podría relajarse este criterio.
	Ajuste fiscal de 2019 repartido entre 0,8p de mayores ingresos (0,4p impuestos y 0,4p venta de activos) y 1,3p de gastos (transf a provincias 0,7p+subsidios 0,4p+gasto capital 0,3p).	Más impuestos (básicamente suba de retenciones) e ingresos (draw-down activos FGS). Y recorte de subsidios.	No queda mucho espacio para subir impuestos. En cuanto a las tarifas, el presupuesto planea mantener subsidios constantes a PBI, pero con una proyección de inflación demasiado baja, se necesitará más esfuerzo. Podría haber espacio para recortar gasto de capital, pero será punto de conflicto.

Consolidación fiscal en programas EFF

Basados en aumento de recaudación	Basados en recorte de gasto	Basados en ambos pilares
Pakistán	Egipto	Túnez
Angola	Ucrania	Jordania
Sri Lanka	Mongolia	Ivory Coast
		Georgia

¿Argentina?

Cuestión de Fondo

De la macro y el Fondo al mercado

Como hemos dicho, la importancia que reviste el nuevo acuerdo no es solo macro, sino también en términos de mercado, pues se trata del principal catalizador positivo para los activos en el corto plazo. Si lo que esperamos para el programa, como expusimos anteriormente, se parece a una especie de "Plan Sandleris" diluido (similar desde lo monetario y fiscal, pero algo menos exigente, con tendencia a la liberalización cambiaria gradual), entonces vale la pena mirar cuál fue su impacto de mercado.

En términos de mercado, los resultados del "Plan Sandleris" fueron muy buenos (ver tabla debajo). Por empezar, todas las referencias de pesos le ganaron por mucho al tipo de cambio libre (el oficial en ese entonces), destacándose la buena performance de los bonos Badlar, que le ganaron por mucho a los bonos CER, aunque la tasa y la inflación fueron bastante de la mano. Los bonos a tasa fija fueron los únicos que sufrieron retornos en dólares bastante negativos, impactados por las mayores tasas y sin el beneficio de una indexación a la inflación.

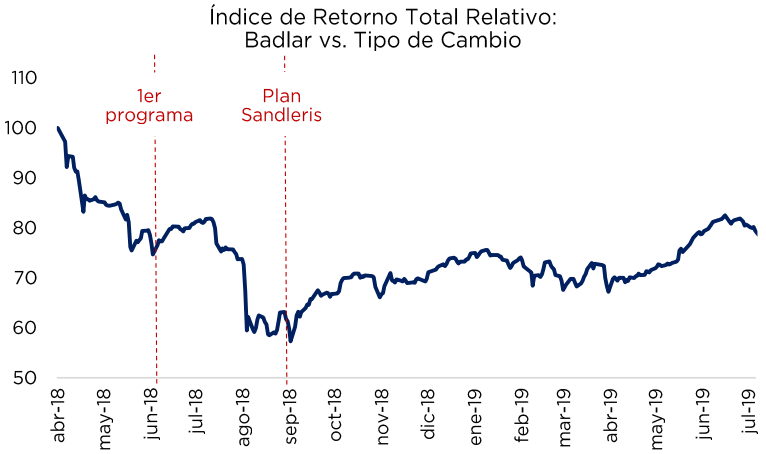
Retornos de mercado durante el "Plan Sandleris"

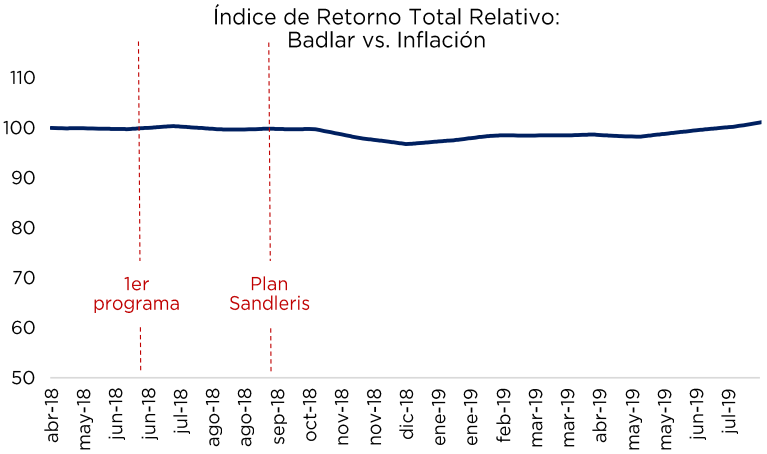
Activos	Índices 26-sep-18	Índices 9-ago-19	Retorno Total	Retorno Total USD
Referencias				
EMBI Arg.	90	90	1%	1%
Tipo de Cam	188	221	18%	0%
CER	115	171	48%	26%
Badlar	115	173	51%	28%
Merval USD	61	67	10%	10%
Bonos USD				
AA21	95	93	-2%	-2%
AA26	89	89	-1%	-1%
AA46	89	91	2%	2%
Bonos CER				
TC21	114	130	14%	-3%
DICP	98	121	23%	5%
Bonos Badlar				
AM20	107	141	32%	12%
AA22	107	135	26%	7%
Bonos ARS T. Fija				
TO21	91	90	-1%	-16%
TO26	88	90	2%	-13%

Cuestión de Fondo

La buena performance de los bonos Badlar resulta interesante, porque si bien el retorno positivo en dólares sí es algo puntual del "Plan Sandleris" (gráfico de la izquierda), el hecho de que la tasa vaya en línea con la inflación fue constante durante todo el último programa Stand-by (gráfico de la derecha).

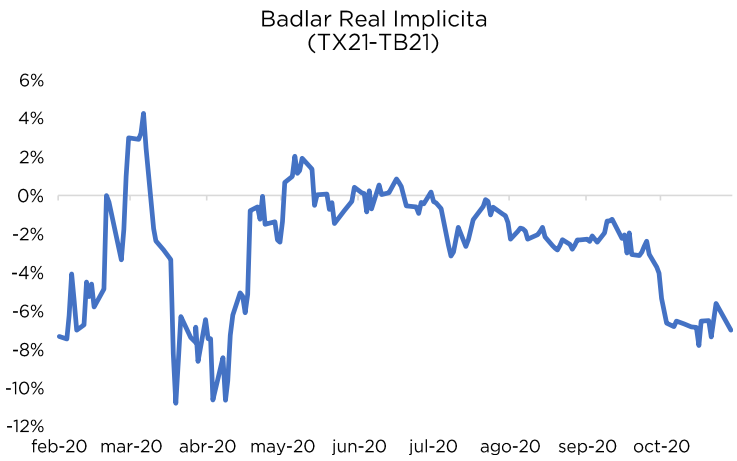
La buena performance de la Badlar durante el último programa SBA

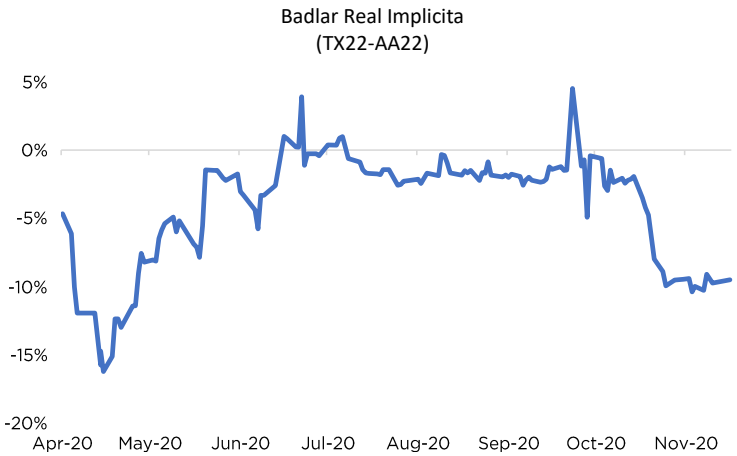




Además, hoy por hoy los bonos Badlar lucen sobre-castigados: la Badlar real implícita entre el TB21 y el TX21 es de -7%, cuando –como vimos– durante los programas con el Fondo las tasas suelen ir bastante en línea con la inflación. Una explicación puede ser que todavía falta para un acuerdo, pero no: la Badlar real implícita al 2022 es todavía más negativa, de casi -10%. En otros términos, con una tasa Badlar "no tan negativa" ya sería suficiente para que los bonos Badlar le "ganen" a los CER durante los primeros meses del programa con el FMI. El riesgo, claro está, es un desborde de la inflación.

La Badlar real implícita hoy es demasiado negativa





Cuestión de Fondo

Otro rasgo que se destaca es la buena performance del Merval en dólares, de +10% durante dicho período. Aunque resultaría interesante analizar cómo se compone al interior del índice (tema para otro informe), la tendencia general es bastante clara.

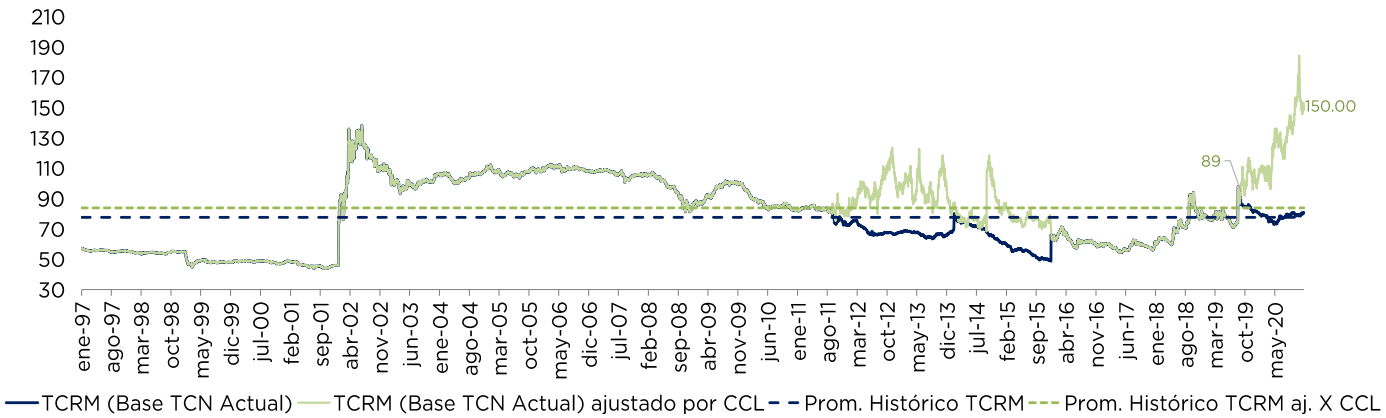
Por el contrario, la performance de los bonos no resulta interesante, ya que se mantuvieron prácticamente sin cambios durante dicho periodo. La principal explicación que encontramos es el punto de partida: un riesgo país que, en ese momento, todavía era mucho más bajo que el actual, pero con un perfil de vencimientos mucho más abultado y crecientes dudas sobre la posibilidad de una restructuración en el corto plazo. La situación hoy luce mucho más cómoda desde ese punto de vista.

Pero el punto de partida es mejor no solo para el riesgo país, sino también para el tipo de cambio libre (en términos reales) y para el Merval en dólares. A continuación presentamos una tabla donde queda muy claro.

El punto de partida hoy luce mucho más atractivo que al inicio del "Plan Sandleris"

Variables de mercado	26-sep-18 Inicio del "Plan Sandleris"	26-nov-20 Fecha actual	Promedio últimos 10 años
EMBI Arg Spread (pbs)	608	1376	897
Tipo de cambio real libre ($ de hoy)	89	150	83
Merval en USD	813	363	807

El nivel del tipo de cambio real libre está muy por encima



Cuestión de Fondo

Otro punto a favor es que, probablemente, el año que viene podríamos ver algún efecto positivo por el lado político. Si bien todavía es absolutamente temprano para decirlo, creemos que las primeras encuestas podrían gatillar un ajuste al alza del mercado, dado que es posible que los números del Gobierno no sean del todo buenos.

Finalmente, el contexto internacional también favorece hoy mucho más a Argentina que aquel del 2018. Hoy, el mayor apetito por el riesgo gatillado por la victoria de Biden (con Yellen como Secretaria del Tesoro) y las expectativas de una vacuna gatillaron una rotación que benefició a las clases de activos más cíclicas, en general, y a los emergentes, en particular. Los informes de flujos indican que la entrada de capitales a los activos emergentes se viene intensificando semana a semana, lo que debería ayudar.

Dicho esto todo lo anterior, creemos que todavía hay un largo y sinuoso camino antes de que se materialice el acuerdo y, por lo tanto, valgan nuestras apreciaciones sobre los retornos de las distintas clases de activos. Las negociaciones todavía continúan y todo indica que durante los próximos dos meses seguirá sin haber acuerdo y, además, serán intensos en términos de inflación y brecha.

Por eso, seguimos recomendando un posicionamiento táctico cauteloso a la espera de lo que creemos que podría ser un catalizador positivo de mercado.

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 Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 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 cuotapartes 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 d e 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 deasumir, 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.