Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

1. Resumen y conclusiones

2. Primeras impresiones de la oferta formal: una señal en la dirección correcta

3. Los problemas de la oferta

4. Exit yield: una discusión aparte

5. Esta oferta tiene altas chances de ser rechazada

6. ¿Puede ser mejorada la oferta actual?

José M. Echagüe
Estrategia

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

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

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

1. Resumen y conclusiones

Luego de haber presentado a la sociedad los lineamientos de una oferta de canje imposible de aceptar, el gobierno presentó al mercado una versión muy mejorada que aún sin resultar viable, alcanza para sentar a los acreedores a la mesa de negociación en un plazo breve.

La propuesta tiene dos problemas centrales: uno de valor (descontada al 12% de exit yield la propuesta vale USD 32, un déjà vu del valor de la oferta que realizó mismo gobierno en el canje de 2005). Sin embargo, las diferencias con esa experiencia hoy son notables: i) la composición de los acreedores es completamente distinta; ii) están agrupados ya en comités de créditos coordinados, y; iii) la discusión es como evitar el default, y no como salir de él como en aquel momento.

El segundo problema es de diseño: el esquema de incentivos es inconsistente en varios planos: i) los nuevos bonos largos tienen menos atractivo que los cortos. Si los acreedores aceptaran la oferta, la nueva canasta de bonos tendría menor plazo que la previa, con menor cupón y una quita de capital mínima, completamente divorciada del enfoque de falta de solvencia sobre el que el gobierno basó la necesidad del canje; ii) los bonos surgidos del canje 2005/2010 con salvaguardas legales mas robustas son los que menos valor tienen en la oferta, disminuyendo notablemente las chances de éxito de la operación.

El valor de la oferta puede subir con una mejora de las condiciones financieras donde claramente todavía hay margen, pero también a través de la persuasión al mercado de que una baja en la tasa de descuento (exit yield) no sólo es posible, sino deseable.

Para ello es decisivo que el gobierno dé señales mas concretas de formas en la que se propone superar el problema de deuda más allá de pedir quitas recurrentemente.

Esperamos que el gobierno vuelva a modificar los términos y dé cuenta de los problemas de diseño que tiene el enfoque actual relativamente rápido.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

El viernes por la tarde, el Gobierno hizo la presentación formal de la oferta de canje ante la SEC. La propuesta consiste en canjear los bonos ley internacional en moneda extranjera por un menú de cinco nuevos bonos con un período de gracia de 3 años, cupones "step-up" (crecientes en el tiempo) comenzando en 0,5% anual y una estructura de amortización en cuotas anuales. La quita de capital para los bonos 2016 está entre el 12% y el 5%, mientras que los bonos 2005 se ofrecen canjear a la par.

Oferta formal del Gobierno: menú de nuevos bonos

	Nuevos Bonos en USD				
	New 2030	**New 2036**	**New 2039**	**New 2043**	**New 2047**
Fecha de Vto	15-nov-30	15-nov-36	15-nov-29	15-nov-43	15-nov-47
Período de Gracia	3 años	3 años	3 años	3 años	3 años
Amortización	5 pagos anuales desde 15-nov-26	6 pagos anuales desde 15-nov-31	11 pagos anuales desde 15-nov-29	14 pagos anuales desde 15-nov-30	20 pagos anuales desde 15-nov-28
Cupón	1.75%	3.88%	4.50%	4.88%	4.75%
Step-up	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Cronograma de cupón	2020-2022: 0% 2023-2025: 0.5% 2026-2027: 1.0% 2028-2030: 1.75%	2020-2022: 0% 2023: 0.5% 2024-2025: 1.5% 2026-2027: 2.75% 2028-2036: 3.875%	2020-2022: 0% 2023: 0.6% 2024-2025: 1.75% 2026-2027: 4.00% 2028-2039: 4.50%	2020-2022: 0% 2023: 0.6% 2024-2025: 3.00% 2026-1S29: 3.625% 2S29 -2043: 4.875%	2020-2022: 0% 2023: 0.5% 2024-2025: 1.75% 2026-2027: 3.75% 2028-2047: 4.75%
Relación de canje	0.88	0.95	1.00	1.00	0.95
Nivel de Prioridad	1.00	2.00	n/a	n/a	3.00
Monto tope (USD M)	11,400	20,700	n/a	n/a	n/a

2. Primeras impresiones de la oferta formal: una señal en la dirección correcta

En tan solo 24 horas, y sin que haya un pedido formal de parte de algún acreedor, el Gobierno mejoró sustancialmente la propuesta que había anunciado (aunque de manera bastante difusa) el jueves pasado en conferencia de prensa.

En nuestra nota del viernes (ver acá), estimábamos la oferta en torno a USD 18-25 por cada USD 100 de VN para exit yields razonables (12% y 10%, ver sección especial para discusión al respecto). Sin embargo, como veremos en más detalle en la próxima página, el valor presente neto (VPN) de la oferta formal se ubica en el rango de USD 32-40, esto es más de un 60% por encima de nuestras estimaciones iniciales. La principal (y casi única) diferencia radica en los plazos de los instrumentos: Guzmán no lo había adelantado en su conferencia del jueves, entonces asumimos tres bonos con vencimiento en (2035, 2045 y 2055), pero el menú ofrecido consiste en bonos con una vida promedio mucho menor.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

Si bien la primera impresión no deja de ser la de una oferta agresiva, creemos que alcanza para sentar a los acreedores a la mesa de negociación. De hecho, el valor de los nuevos instrumentos está algo por encima de los precios de cierre del viernes para *exit yields* menores a 12%. Si bien ésta no parecería ser una condición demasiado exigente, era al menos necesaria para "empezar a hablar" y, fundamentalmente, despejar el fantasma de la teoría del "default porque el mundo se nos cayó encima", en referencia a la crisis global como consecuencia de la pandemia del COVID-19.

Retorno implícito en la oferta vs. precios del viernes: sin reconocimiento de intereses corridos.

	Valores al 17-abr-20			Retorno s/ Exit Yield*			
Bono**	Precio clean	Int. Corr.	Precio Dirty	8%	10%	12%	14%
AA21	33.32	3.42	36.74	30.6%	11.4%	-4.7%	-18.3%
A2E2	33.47	1.33	34.8	37.9%	17.6%	0.6%	-13.7%
A2E3	32.89	1.28	34.17	40.4%	19.8%	2.5%	-12.2%
AA26	31.22	3.73	34.95	35.2%	8.0%	-13.1%	-29.7%
A2E7	32.19	1.62	33.81	39.8%	11.7%	-10.2%	-27.4%
AL28	31.03	1.93	32.96	43.4%	14.6%	-7.9%	-25.5%
A2E8	31.62	1.63	33.25	42.1%	13.6%	-8.7%	-26.2%
AL36	29.96	2.08	32.04	47.5%	17.9%	-5.3%	-23.4%
AA46	29.65	3.79	33.44	41.1%	11.7%	-11.1%	-28.8%
AE48	30.3	1.91	32.21	46.5%	15.9%	-7.7%	-26.1%
AC17	28.97	2.24	31.21	51.2%	19.6%	-4.8%	-23.7%
DICY	54.14	3.58	57.72	28.7%	2.3%	-18.0%	-33.8%
PARY	31.35	0.22	31.57	65.5%	29.3%	2.2%	-18.3%

* Asumimos que no se reconocen los intereses corridos.

** AA21/A2E2/A2E3 se canjean por New 2030; AA26/A2E7/AL28/A2E8/AL36 canjean por una canasta de 12% de 2030 New y 88% de 2036 New; AA46/AE48/AC17 se canjean por una canasta de 97% 2036 New y 3% 2047 New; DICY se canjea por New 2039 y PARY por New 2043

Fuente; Consultatio Investments

Otra cuestión para destacar es que el Gobierno estableció plazos relativamente exigentes para la aceptación de la oferta (hasta el 7-may). Esto da cuenta de una importante voluntad de negociar y no entrar en default (el período de gracia de los cupones del AA21/AA26/AA46 vence el 22-may).

Finalmente, la conferencia de Guzmán del jueves pasado implicó una señal política muy fuerte: todo el arco político estuvo presente, de alguna manera mostrando un apoyo tácito a la propuesta diseñada por el Ministro.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

3. Los problemas de la oferta

Más allá de las consideraciones optimistas realizadas hasta acá, nuestra lectura de la oferta destaca dos claros problemas: uno de valor y otro de diseño.

1) Problema de valor: se explica, sencillamente, por el valor presente neto (VPN) de los nuevos instrumentos ofrecidos. A continuación, presentamos una tabla con el VPN de cada uno de los nuevos bonos para distintos niveles de tasas. Independientemente de cuál creamos que sea el exit yield (ver próxima sección al respecto), podemos ver que descontada al 12% la oferta tiene un VPN promedio de USD 32 . Dicho VPN implica una quita de 68%, bastante por encima del promedio simple de las últimas restructuraciones (un desvío estándar por encima).

Últimas restucturaciones: quita de VPN

Caso		Resultado	
País	Año	Quita VPN	Tasa de Aceptación
Rusia	2000	53%	98%
Ucrania	2000	29%	95%
Ecuador	2000	29%	97%
Pakistan	1999	31%	95%
Uruguay	2003	15%	92%
Argentina	2005	75%	76%
Rep Dominicana	2005	5%	94%
Granada	2005	34%	91%
Iraq	2006	89%	100%
Belize	2007	24%	98%
Ecuador	2008	68%	93%
Greece	2012	65%	96%
Ukraine	2015	5%	83%
Promedio		**40%**	**93%**
Desvío Estándar		**27%**	**7%**
Peor caso		**89%**	**76%**

Problema de valor: el VPN de la oferta @12% es de 32

		Exit Yield					
		6%	8%	10%	12%	14%	Promedio
Bono	2030	56.37	47.98	40.94	35.02	30.02	42.06
	2036	59.94	47.16	37.33	29.72	23.81	39.59
	2039	67.14	52.98	42.13	33.76	27.26	44.65
	2043	67.66	52.25	40.83	32.27	25.78	43.76
	2047	62.91	48.29	37.60	29.67	23.69	40.43
	Promedio	62.80	49.73	39.77	32.09	26.11	42.10

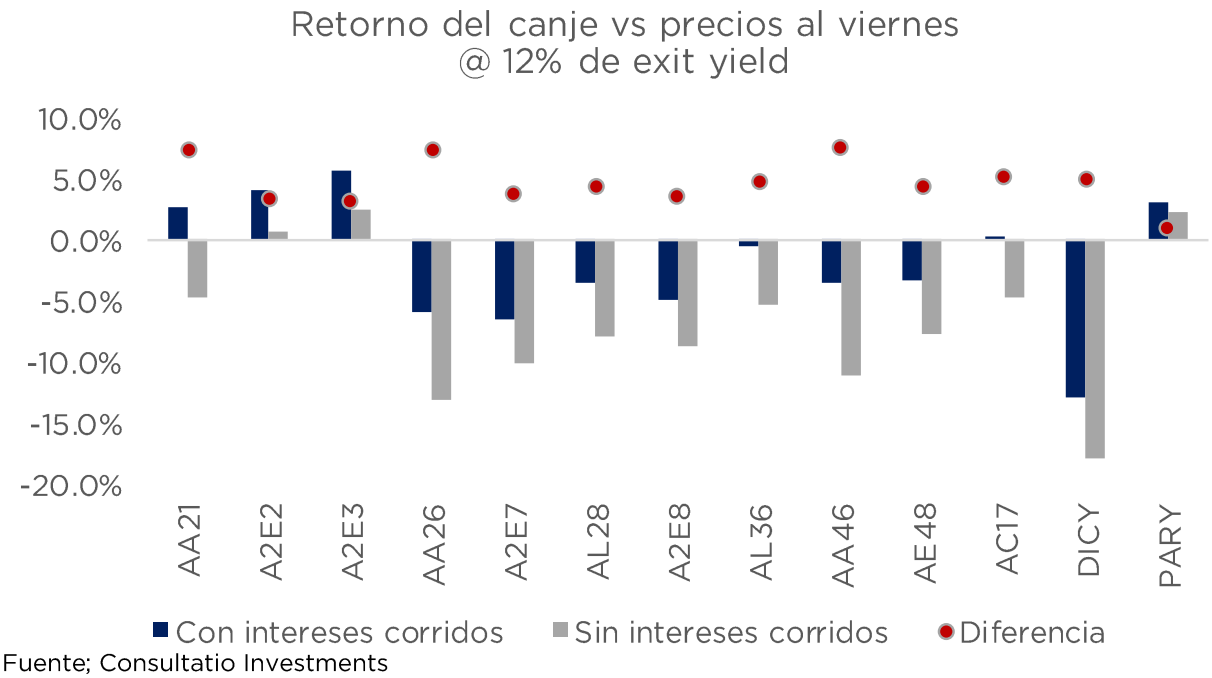
Fuente; Consultatio Investments

Estamos convencidos que el Gobierno deberá mejorar el valor de recupero de los bonos para que pueda resultar viable para las principales contrapartes que tienen posición en los bonos (fondos "*real money*"). Entendemos que la expectativa de ese tipo de acreedores se encuentra más cerca de USD 50 que de USD 30 y pocos. De hecho, según algunas notas periodísticas de este fin de semana (ver acá y acá), los acreedores ya habrían expresado informalmente su rechazo.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

2) Problema de diseño: este problema no radica exclusivamente en el valor final promedio de la oferta sino en "detalles" de ejecución de la propuesta formal que podrían llegar a salir caros. El problema de diseño podría resumirse, a nuestro entender, en al menos tres errores distintos.

A) Las relaciones de canje presentadas en el documento oficial están expresadas en relación al valor nominal de cada uno de los bonos que actualmente están en circulación. Dicho de otro modo, no se hace ninguna referencia respecto del reconocimiento de los intereses corridos al momento de un potencial canje. Como podemos ver en el gráfico de abajo, los retornos implícitos vs los precios del viernes son mucho mayores si se reconocen los intereses corridos, siendo esta diferencia mucho mayor para los bonos AA21/AA26/AA46, que deberían cobrar intereses el 22-abril.



Fuente; Consultatio Investments

Una posible explicación para este "error" es que el Gobierno podría estar buscando cumplir con el requisito de "uniformidad de la oferta", de manera tal de poder activar las cláusulas de acción colectiva "single-limb" (que eliminan el riesgo de que acreedores bloqueen una serie en particular y eso trabe todo el proceso).

Una posible solución para este problema sería ofrecer como "*sweetener*" el pago de los intereses corridos de los bonos en efectivo al momento del canje. Esto implicaría un pago de USD 1.300 M (solo para los bonos en USD, a lo que habría que sumar algo más de los bonos en EUR y CHF), un monto asequible teniendo en cuenta que las reservas netas líquidas del BCRA rondan los USD 4.000 M.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

B) Un problema quizás más importante que el anterior es el poco incentivo que se ofrece a los inversores para elegir los bonos más largos. Como podemos ver en la tabla de la página 5, el nuevo bono 2047 recién comienza a lucir atractivo respecto del 2036 para "exit yields" inferiores al 8%, niveles que consideramos demasiado optimistas para Argentina. Lo mismo ocurre para el nuevo bono 2036 respecto del 2030.

Como consecuencia de este error de diseño, estimamos que un 75% de la emisión de los nuevos bonos estaría focalizada en los más cortos: unos USD 11.300 M en el 2030 y otros USD 20.700 en los 2036.

A su vez, esto lo que genera es que la vida promedio de los nuevos bonos a emitirse eventualmente tendría, ,de hecho, una vida promedio 1 año inferior a los bonos actuales: el Gobierno no está extendiendo plazos (ver tabla de próxima página). Como resaltábamos al principio de este informe, este error de diseño fue el que nos llevó a subestimar el VPN del canje en la nota que publicamos el viernes.

Outstanding de nuevos bonos: los incentivos están a favor de los cortos

Bono	Outstand.	Canjea por				
	Actual	New 2030	New 2036	New 2039	New 2043	New 2047
AA21	4484	3946				
A2E2	3250	2860				
A2E3	1750	1540				
AA26	6455	1147	4893			
A2E7	3750	667	2843			
AL28	4250	755	3222			
A2E8	1000	178	758			
AL36	1727	307	1309			
AA46	2618		2418			68
AE48	3000		2772			78
AC17	2689		2484			70
DICY/DIY0	5172			5172		
PARY/PAY0	5101				5101	
Cap		11400	20700	0	0	0
Total		**11400**	**20700**	**5172**	**5101**	**217**

Fuente; Consultatio Investments

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

El cupón promedio de los nuevos bonos cae 4.2 puntos, pero no hay extensión de vida promedio

Bono	Vida Prom	Cupón Prom	Outstand.	Weight
AA21	1.01	6.88	4484	10%
A2E2	1.78	5.63	3250	7%
A2E3	2.73	4.63	1750	4%
AA26	6.01	7.5	6455	14%
A2E7	6.78	6.88	3750	8%
AL28	8.22	6.63	4250	9%
A2E8	7.33	5.88	1000	2%
AL36	16.22	7.13	1727	4%
AA46	26.01	7.63	2618	6%
AE48	27.73	6.88	3000	7%
AC17	97.2	7.13	2689	6%
DICY	8.95	8.28	5172	11%
PARY	14.19	3.75	5101	11%
Total	**15.05**	**6.62**	**45246**	**100%**

Bono	Vida Prom	Cupón Prom	Outstand.	Weight
New 2030	8.50	0.83	11400	27%
New 2036	15.11	2.66	20700	49%
New 2039	16.48	3.39	5172	12%
New 2043	19.32	3.83	5101	12%
New 2047	19.43	3.87	217	1%
Total	**14.03**	**2.41**	**42590**	**100%**
Dif vs actual	**-1.01**	**-4.22**	**-5.9%**	

Fuente; Consultatio Investments

C) El último problema de diseño que notamos (aunque probablemente no el último) es que el potencial de suba para el DICY es claramente inferior que al resto. En el gráfico de la página 6 (y en la tabla de la página 3) se ve claramente

¿Por qué representa esto un problema? Porque las CACs de los bonos 2005 son mucho más estrictas (para single-limb se requiere un 85% agregado + 66% de cada serie vs. 66% agregado + 50% de cada serie en los Globales).

Este problema no se repite en el caso del Par, que muestra uno de los mejores retornos del canje, cuestión que es lógica y esperable dado lo que comentamos en el párrafo de arriba.

4. Exit yield: una discusión aparte

Implícitamente en nuestros análisis hemos hecho referencia a que un nivel razonable de "exit yield" para valuar la oferta del Gobierno está en torno a 10% y 12%. Sin embargo, la diferencia entre esos 2 puntos de tasa hacen bastante diferencia en un set de bonos que tienen una vida promedio de 14 años. A modo de referencia, descontando los nuevos flujos a una tasa de 10%, el valor de recupero es de USD 40, mientras que sí se descuenta a un 12% el VPN de los nuevos instrumentos cae a USD 32. Por eso decidimos dedicar una sección especial al respecto.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

Para enfrentar el problema, decidimos adoptar dos metodologías muy distintas. Una consiste en mirar datos históricos y otra en datos proyectados. En ambas instancias, lo que hacemos es comparar ciertas variables macro de Argentina con las de otras 44 economías emergentes con características similares de manera tal de poder determinar cuál sería un "spread justo" para nuestro país. Las economías comparables surgen de un reporte especial de JP Morgan del 14-abr-20 donde compara la vulnerabilidad de mercados emergentes "High Yield" frente a la crisis actual. En los Anexos hay más información al respecto.

1) Metodología en base a datos históricos: construimos un modelo de regresión de corte transversal tomando como variable dependiente el EMBIG spread de cada una de las economías al 14-abr-20 y variables macro promedio entre 2010 y 2019. Las variables son: cuenta corriente del balance de pagos (en % del PBI), deuda bruta (% del PBI), resultado fiscal primario (% del PBI) y crecimiento del PBI.

Según los valores promedio de las variables para Argentina de acuerdo con el FMI, el EMBIG spread para Argentina, de acuerdo con el comportamiento pasado, debería ser 1400 pbs. Si proyectamos una tasa libre de riesgo del orden del 0,5% (hoy la tasa de un bono del Tesoro americano a 10 años está en 0,6%), esto implicaría una "exit yield" de 15% para Argentina. En el Anexo 1, están todos los detalles sobre dicho modelo.

País	Cta Cte % PBI	Deuda Bruta % PBI	Rtdo Fiscal % PBI	Crec PBI %	EMBIG Spread pbs
Argentina	**-2.24**	**55.31**	**-4.32**	**1.28**	**1451**
Tasa libre de riesgo					**50**
Exit Yield					**15.0**

Fuente: FMI; JP Morgan

2) Metodología en base a datos proyectados: entendemos que es criticable fijar un spread actual en base al comportamiento de las variables en los últimos 9 años (aunque para economías que incumplen sistemáticamente con sus "escenarios bases" parecería ser razonable). Por eso presentamos otro modelo con las mismas 44 economías, pero donde incluimos variables "forward-looking", es decir, proyectadas.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

En la tabla siguiente estimamos 8 modelos de regresión bivariados sobre variables proyectadas, dentro de las cuales incluimos necesidades de financiamiento externo que esperamos que sean negativas (luego del canje no habría necesidades de pago de deuda publica en dólares y se mantendría el superávit de cuenta corriente). También incluimos una variable llamada "amortiguadores", que consiste en las reservas internacionales más el oro (nosotros tomamos reservas netas líquidas de USD 4.000 M).

Modelos bivariados para estimar el EMBIG Arg en base a variables proyectadas

Variable	Medida	Weight Modelo	Coeficiente	valor-p	Intercepción	Variable Arg.	Spread Arg Estimado
Cuenta Corriente	% PBI, 2020F	5	-3.3	0.9	1233	2.20	1225
Crec. PBI	%, 2020F	5	-185.8	0.0	1481	-7.50	2874
Rtdo. Fiscal	% PBI, 2020F	5	-85.8	0.1	794	-7.80	1463
Deuda Bruta	% PBI, 2020F	15	24.7	0.0	-436	85.86	1685
Gap de Fin. Externo	USD Bn, 2020/21F	25	21.2	0.3	1146	-9.4	947
Amortiguadores Ext.	USD Bn, 2020	10	-2.8	0.8	1286	4.0	1275
Amortig Ext. vs Gap de Fin Ext	USD Bn, 2020/21F	10	-10.5	0.4	1343	14.0	1196
Necesidades Fiscales	USD Bn, 20220/21F	25	18.3	0.5	1153	-26.108	675
Promedio							**1183**
Tasa Libre de Riesgo							50
Exit Yield							12.3

Fuente; Consultatio Investments

Como podemos ver, el modelo "forward-looking" también arroja una exit yield de 12%, con lo cual nos sentimos más cómodos con ese nivel. Con ese rendimiento, el VPN de la oferta actual es de tan solo USD 32.

5. Esta oferta tiene altas chances de ser rechazada

Un valor de recupero en el área de USD 30 luce muy poco, en especial teniendo en cuenta la composición de los acreedores de la deuda argentina. A diferencia de lo que ocurrió en 2005 (un caso que se podría estar queriendo reeditar), cuando se negociaba con fondos de pensión de jubilados europeos y mientras se estaba en default, ahora se negocia con distintos tipos de fondos en su mayoría americanos y mientras la deuda se mantiene corriente.

A los fondos de inversión de hoy en día hay que presentarles un programa macro creíble y consistente respecto de cómo se van a generar los recursos para pagar la deuda. Y eso Argentina aún no lo ha hecho.

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

De hecho, Argentina hizo todo lo contrario: en la presentación del jueves pasado, el ministro Martín Guzmán presentó una tabla donde mostraba en qué se iba a utilizar el ahorro de la deuda fruto del canje: más gasto público.

Volviendo a la discusión de la sección anterior, la "exit yield" de una economía emergente no es menor simplemente porque el perfil de vencimientos de deuda en los próximos años está despejado, sino porque, además, se espera que se aproveche dicha situación para generar los ahorros para honrar la deuda a medida que vayan cayendo los vencimientos. Argentina no presentó un plan fiscal consistente: Guzmán lo único que hizo fue fijar proyecciones de superávits muy mezquinas con la excusa de que la misma mezquindad es lo que las vuelve creíbles.

6. ¿Puede ser mejorada la oferta actual?

La oferta actual podría ser mejorada, en una primera instancia, pagando los intereses corridos de los bonos actuales, aunque esta mejora sería muy marginal: aproximadamente USD 2,5 por cada USD 100 de VN. Si le creemos a la exit yield d 12%, entonces todavía estaríamos en un VPN de USD 35, muy lejos de los USD 55 que reclaman los fondos real money.

La opción de un cupón PBI, tal como mencionamos en nuestra nota del viernes, carece de sentido en una economía que no crece hace 10 años y donde la credibilidad de sus estadísticas ha estado puesta en duda.

Si el Gobierno sigue mostrándose muy apegado al marco de sostenibilidad del FMI, la propuesta muy difícilmente pueda mejorarse demasiado. De hecho, nuestro modelo de sostenibilidad de deuda nos dice que, con el escenario de proyecciones pesimistas del ministro Guzmán, bajo una serie de varios supuestos, la propuesta de canje no cumpliría todavía con los targets del staff del Organismo.

Oferta del Gob. Evaluada en Escenario pesimista de Guzmán

Lineamientos sostenibilidad FMI	Valor Modelo	¿Cumple?
Deuda Neta/PBI		
… < 40% PBI post 2030	32%	SI
Necesidades Brutas Fin/PBI		
… promedio < 5% post 2024	5.6%	NO
… < 6% en cualquier año	11	NO
Necesidades Brutas en USD/PBI		
… promedio < 3% en cualquier año	3.8%	NO

Fuente; Consultatio Investments

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

De todos modos, creemos que los parámetros del FMI son flexibles y confiamos en que el Gobierno podrá mejorar la oferta y acercarla a la postura de los acreedores. Después de todo, el staff del fondo no es lo mismo que el Board, un órgano mucho más político y con mayor poder de decisión.

Tal como lo expresamos en uno de nuestros últimos reportes semanales (ver acá), creemos que vale la pena continuar por el camino de la restructuración: el default trae muy pocos beneficios de corto plazo y demasiados problemas en el mediano plazo que ni siquiera hoy están en agenda.

Continuará....

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

Anexo 1: modelo de regresión de corte transversal de EMBIG spread

Variable dependiente: EMBIG spread al 14-abr-20

Variables independientes: Cta Cte, Deuda Buruta, Rtdo Fiscal, Crec PBI promedio desde 2010 al 2019. Variables según definición propia del FMI.

País	Cta Cte % PBI	Deuda Bruta % PBI	Rtdo Fiscal % PBI	Crec PBI %	EMBIG Spread pbs
Angola	2.79	55.24	-0.12	2.34	1952
Armenia	-7.30	43.19	-3.15	4.32	469
Azerbaijan	12.89	13.01	3.64	1.59	336
Bahrain	1.03	61.91	-9.43	3.37	661
Belarus	-5.19	46.13	-1.14	1.84	614
Belize	-5.90	86.29	-2.79	2.31	1213
Bolivia	-0.73	43.22	-3.64	4.82	765
Cameroon	-3.36	26.76	-3.28	4.53	1033
Costa Rica	-3.73	41.17	-5.48	3.58	902
Côte d'Ivoire	-0.19	51.68	-3.17	6.55	625
Dominican Republic	-3.45	45.33	-3.03	5.63	710
Ecuador	-0.73	31.55	-3.23	2.79	4841
Egypt	-3.23	85.14	-10.21	3.90	796
El Salvador	-4.35	63.26	-3.65	2.49	1004
Ethiopia	-6.60	51.12	-2.20	9.46	783
Gabon	4.95	41.79	0.74	3.88	1317
Georgia	-9.99	40.98	-1.58	4.78	481
Ghana	-5.88	48.82	-6.75	7.27	1075
Guatemala	-0.76	24.29	-2.02	3.44	429
Honduras	-5.48	35.06	-1.99	3.72	678
Iraq	1.18	47.44	-2.98	5.43	1328
Jamaica	-5.98	122.97	-1.59	0.60	596
Jordan	-9.28	85.93	-7.53	2.41	664
Kenya	-7.00	50.67	-6.58	5.87	715
Lebanon	-23.67	141.65	-8.25	1.92	7486
Mongolia	-15.52	50.00	-3.54	7.88	863
Mozambique	-35.48	77.51	-5.40	5.48	967
Namibia	-6.60	33.49	-5.67	3.42	619
Nigeria	1.51	20.71	-3.04	3.82	1027
Oman	-1.97	23.36	-4.26	3.19	961
Pakistan	-2.44	65.65	-6.53	4.04	929
Papua New Guinea	3.24	27.81	-2.97	5.34	920
Paraguay	0.80	16.67	-0.60	4.52	397
Senegal	-6.82	45.25	-3.72	5.21	633
Suriname	-1.69	46.08	-5.15	1.38	2251
Tajikistan	-5.83	38.14	-2.93	6.78	1591
Trinidad and Tobago	10.07	32.50	-5.17	-0.26	544
Tunisia	-9.35	56.81	-4.67	1.97	961
Ukraine	-3.80	57.53	-3.21	0.47	825
Uzbekistan	0.52	11.43	2.83	6.88	426
Vietnam	2.14	53.31	-4.83	6.26	346
Zambia	0.06	48.29	-5.54	4.91	3547
Argentina	**-2.24**	**55.31**	**-4.32**	**1.28**	**1451**
Tasa libre de riesgo					**50**
Exit Yield					**15.0**

Fuente: FMI; JP Morgan

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coeficiente de correlación	0.4
Coeficiente R^2	0.2
R^2 ajustado	0.1
Error típico	1233.1
Observaciones	42.0

	Coeficientes	*Error típico*	*Estadístico t*	*Probabilidad*	*Inferior 95%*	*Superior 95%*	*nferior 95.0%*	*uperior 95.0%*
Intercepción	565.8	718.9	0.8	0.4	-890.8	2022.4	-890.8	2022.4
Cta Cte	-17.2	31.7	-0.5	0.6	-81.5	47.1	-81.5	47.1
Deuda Bruta	14.8	10.4	1.4	0.2	-6.3	36.0	-6.3	36.0
Rtdo Fiscal	-27.8	79.6	-0.3	0.7	-189.0	133.4	-189.0	133.4
Crec PBI	-73.7	102.7	-0.7	0.5	-281.9	134.5	-281.9	134.5

Anexo 2: modelo de regresión de corte transversal de EMBIG spread

Variable dependiente: EMBIG Spread al 14-abr
Variables independientes: Cuenta Corriente (% PBI, 2020F); Crec PBI (%, 2020F); Rtdo Fiscal (% PBI, 2020F); Deuda Bruta (% PBI, 2020F)
Gap de financiamiento externo (USD Bn 2020/21F); Amortiguadores Ext (USD Bn, 2020F); Necesidadades Fiscales (USD Bn, 2020F/21F)

Definición de variables
Gap de Financiamiento Externo = Necesidades Financieras Externas - Fuentes de Financiamiento Externo
Necesidades Financieras Externas = déficit de cuenta corriente + deuda externa de corto plazo + amortizaciones de bonos globales + formación activos externos
Fuentes de Financiamiento Externo = IED + Emisión de bonos globales + Rollover de deuda externa de corto plazo + otras fuentes de financiamiento
Amortiguadores externos = Reservas Internacionales FX + Potencial nuevo programa con FMI
Necesidades Fiscales = Resultado Fiscal Financiero - Financiamiento Externo del déficit

Variables en Argentina
Deuda externa de corto plazo = Amortizaciones de bonos Globales = 0, debido al canje de deuda
Formación de Activos Externos = 0, debido a los controles de capital
IED = Emisión de bonos globales = rollover de deuda externa de corto plazo = 0
Reservas Internacionales FX = 4000 = reservas netas líquidas del BCRA
Resultado Fiscal Financiero = 6,8% del PBI
PBI en dólares 2020 = USD 428 Bn

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

Datos macro de 44 economías comparables con Argentina
Fuente de la información: JP Morgan
Tabla comparativa (continúa en página siguiente)

	PBI	Cta Cte	Crec PBI	Rtdo Fiscal	Deuda Púb	Deuda Púb	Necesidades de Fin. Externo		Fuentes de Fin. Externo		Gap de Fin Externo		
	USD Bn	% PBI	%	% PBI	% PBI	USD Bn	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020-21F
	PBI	Cta Cte	Crec PBI	Rtdo Fiscal	Deuda Púb								
Angola	69.8	-3.4	-2.1	-5	126	87.9	9.5	9.5	4.4	4.7	5.1	4.8	9.9
Argentina	371	0.9	-2.5	-3.5	90	334	3.8	6.1	2.2	6.6	1.6	-0.5	1.1
Armenia	14.1	-7.4	4.8	0.2	50	7.1	1.1	1	0.2	0.3	0.9	0.7	1.6
Azerbaijan	48	-3.9	-1.7	-9.3	19.7	9.5	2	2.2	0.3	0.5	1.7	1.7	3.4
Bahrain	35.9	-17.5	0.4	-14.9	126	45.1	7.5	7.7	0	0.9	7.5	6.8	14.3
Belarus	63.6	-1	-3	-3.5	46.2	29.4	6.1	5.6	3.1	2.8	3	2.8	5.8
Belize	2.1	-6.4	2.1	1.9	93	1.9	0.1	0.1	0	0	0.1	0.1	0.2
Bolivia	45.3	-5.2	0.5	-7.2	38.5	17.4	3.4	3.4	1.3	1.4	2.1	2	4.1
Cameroon	39	-5.6	3	-3.1	43.5	17	2.7	2.7	1.1	1.1	1.6	1.6	3.2
Costa Rica	65.2	-3	1.5	-6.6	57.1	37.2	4.7	4.4	5	5.3	-0.3	-0.9	-1.2
Ivory Coast	47.4	-2.5	5.8	-4.5	54.9	26	1.7	1.7	2.1	2.7	-0.4	-1	-1.4
Dominican R	89.6	-2.6	3.3	-3	53.2	47.7	5.4	5.4	7.6	5.6	-2.2	-0.2	-2.4
Ecuador	105	-2.2	-4.5	-7	61	63.8	7.2	6.6	4.6	5.9	2.6	0.7	3.3
Egypt	364	-3.9	4.8	-7.7	83.6	304	50.2	50.2	34.7	37.5	15.5	12.7	28.2
El Salvador	26.2	-7.4	-3.1	-10.9	81.9	21.5	2.3	2.3	2.8	2.5	-0.5	-0.2	-0.7
Ethiopia	104	-5.3	7.2	-2.5	59.1	61.3	7.6	7.6	5.5	5.5	2.1	2.1	4.2
Gabon	16.6	-4.3	1	-2	54.2	9	1.9	1.9	1.1	0.3	0.8	1.6	2.4
Georgia	15.2	-4.7	-5	-5.3	47.8	7.3	3.1	3.7	2.9	2.9	0.2	0.8	1
Ghana	62.5	-4.3	4.5	-7.2	67.2	42	7.4	6.7	5.8	3.7	1.6	3	4.6
Guatemala	86.4	0.3	3.5	-0.9	25.2	21.8	-0.2	-0.2	0.3	0.5	-0.5	-0.7	-1.2
Honduras	25.3	-4.3	3.5	0.8	41.5	10.5	1.6	1.1	0.5	0.6	1.1	0.5	1.6
Iraq	187	-12.4	0.8	-12.5	108	202	27.3	30.3	9.4	9.5	17.9	20.8	38.7
Jamaica	16.5	-4.1	-3.5	-2	93.5	15.4	2.5	2.5	2.3	2.5	0.2	0	0.2
Jordan	45	-7.5	0.2	-3.3	93.4	42	3.4	3.6	0.4	0.7	3	2.9	5.9
Kenya	94.1	-4.3	3.5	-8	70.2	66.1	4.3	4.5	2.1	2.5	2.2	2	4.2
Lebanon	53.8	-13	-10	-13.1	174	93.6	9.5	10.7	0.4	2.1	9.1	8.6	17.7
Mongolia	14.7	-12.4	4.9	-2	67.7	9.9	5.2	5.7	3.3	2.9	1.9	2.8	4.7
Mozambique	16	-62.5	5	-2.5	113	18	10	10	8.1	8.1	1.9	1.9	3.8
Namibia	14.9	-2.3	1.6	-1	49.2	7.4	0.3	0.8	0.2	0.2	0.1	0.6	0.7
Nigeria	387	-3.6	-2	-7.4	35.9	139	24	20.2	15.4	16.4	8.6	3.8	12.4
Oman	65	-17.8	0	-21.8	83.2	54.1	12.9	13.1	3.4	5.6	9.5	7.5	17
Pakistan	292	-1.7	-0.7	-8	76.7	224	24.1	25.1	8.3	8.6	15.8	16.5	32.3
Papua New G	23.9	24.8	2.6	-1.5	41.4	9.9	-5.9	-5.9	0.4	0.4	-6.3	-6.3	-12.6
Paraguay	42.8	1	-1	-3.5	25	10.7	-0.4	-0.4	2	0.8	-2.4	-1.2	-3.6
Senegal	25.8	-11.1	8.1	-0.6	63.3	16.3	3.1	3.4	0.4	0.7	2.7	2.7	5.4
Sri Lanka	92.1	-1.8	1	-9	90	82.9	13	11.9	10.3	11.2	2.7	0.7	3.4
Suriname	4.2	-5.8	2.5	-5.5	75.6	3.1	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3
Tajikistan	8.6	-5.8	4.7	-4.3	50	4.3	1.8	1.8	1.2	1.3	0.6	0.5	1.1
Trinidad and	23.2	1.1	4.2	-1.7	49.7	11.5	-0.3	-0.3	0.3	0.4	-0.6	-0.7	-1.3
Tunisia	41	-6	1.1	-5.5	82.4	33.8	4.5	4	1.2	1.5	3.3	2.5	5.8
Ukraine	144	1.1	-5.1	-6.7	66.7	96.2	16.8	10.9	13.1	14.3	3.7	-3.4	0.3
Uzbekistan	70.2	-5.6	6	0.3	23.3	16.4	3.9	3.9	6.4	0.7	-2.5	3.2	0.7
Vietnam	285	1.9	6.2	-4.3	57.1	163	18.1	17.4	19	19	-0.9	-1.6	-2.5
Zambia	19.4	0.3	0.4	-9	95.5	18.5	0.9	1.2	1.4	1.4	-0.5	-0.2	-0.7

Diseño y valor: los dos problemas centrales de la propuesta

Datos macro de 44 economías comparables con Argentina
Fuente de la información: JP Morgan
Tabla comparativa

	Amortiguadores Externos		Amortiguadores vs Gap		Necesidades Fiscales			EMBIG Spread	Prom. Precio Bono
	Reservas	Oro	2020F	2020-21F	Fin. Externo	Nec. Fiscales	Gap Fiscal		
Angola	15.9	0.9	11.7	6.9	1	3.5	-2.5	1952	50
Argentina	44.8	3.2	46.4	46.9	2.2	13	-10.8	3842	29
Armenia	2.8	0	1.9	1.2	0.2	0	0.2	469	97
Azerbaijan	44.8	0	43.1	41.4	0.3	4.5	-4.2	336	96
Bahrain	3.5	0.2	-3.8	-10.6	0	5.3	-5.3	661	93
Belarus	6.5	2.4	5.9	3.1	1	2.2	-1.2	614	97
Belize	0.3	0	0.2	0.1	0	0	0	1213	53
Bolivia	4.1	2.2	4.2	2.2	0.8	3.3	-2.5	765	92
Cameroon	3.5	0	1.9	0.3	1.1	1.2	-0.1	1033	92
Costa Rica	8.8	0	9.1	10	0.3	4.3	-4	902	74
Ivory Coast	5.9	0	6.3	7.3	1.3	2.1	-0.8	625	93
Dominican R	8.9	0	11.1	11.3	3.4	2.7	0.7	710	87
Ecuador	2.3	1.1	0.8	0.1	3.9	7.3	-3.4	4841	28
Egypt	40	4	28.5	15.8	17.4	28	-10.6	796	90
El Salvador	5.1	0.1	5.7	5.9	2.3	2.9	-0.6	1004	79
Ethiopia	3.4	0	1.3	-0.8	2.5	2.6	-0.1	783	91
Gabon	1.1	0	0.3	-1.3	1.1	0.3	0.8	1317	68
Georgia	3.5	0	3.3	2.5	0.2	0.8	-0.6	481	100
Ghana	6.5	0.4	5.3	2.3	4.4	4.5	-0.1	1075	77
Guatemala	14.4	0.4	15.3	16	0.3	0.8	-0.5	429	100
Honduras	5.6	0	4.5	4	0.5	-0.2	0.7	678	101
Iraq	64.6	4.5	51.2	30.4	9.4	23.4	-14	1328	79
Jamaica	3	0	2.8	2.8	0.3	0.3	0	596	106
Jordan	13.4	0	10.4	7.5	0.4	1.5	-1.1	664	94
Kenya	8.9	0	6.7	4.7	1.1	7.5	-6.4	715	97
Lebanon	10	0	0.9	-7.7	0.4	7	-6.6	7486	18
Mongolia	3.2	1.2	2.5	-0.3	0.8	0.3	0.5	863	94
Mozambique	3.5	0.2	1.8	-0.1	1.6	0.4	1.2	967	76
Namibia	2	0	1.9	1.3	0.1	0.1	0	619	93
Nigeria	36.7	0	28.1	24.3	9.7	28.7	-19	1027	78
Oman	16.4	0	6.9	-0.6	0.4	14.2	-13.8	961	77
Pakistan	13.2	3.3	0.7	-15.8	3.6	23.3	-19.7	929	88
Papua New G	2.2	0.1	8.6	14.9	0.4	0.4	0	920	95
Paraguay	7.8	0.4	10.6	11.8	2	1.5	0.5	397	108
Senegal	4	0	1.3	-1.4	0.4	0.2	0.2	633	93
Sri Lanka	6.6	1	4.9	4.2	2.9	8.3	-5.4	1900	57
Suriname	0.5	0.1	0.4	0.3	0.1	0.2	-0.1	2251	75
Tajikistan	0.5	0.9	0.8	0.3	0.2	0.4	-0.2	1591	60
Trinidad and	7.1	0.1	7.8	8.5	0.3	0.4	-0.1	544	100
Tunisia	7.4	0.4	4.5	2	1.2	2.3	-1.1	961	82
Ukraine	24	1.3	21.6	25	11.3	9.7	1.6	825	94
Uzbekistan	12.5	17.1	32.1	28.9	0.6	-0.2	0.8	426	101
Vietnam	78	0	78.9	80.5	0.8	12.2	-11.4	346	101
Zambia	1.3	0	1.8	2	1.2	1.7	-0.5	3547	38

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

PARTNERS COMERCIALES
María José Adamoli
mjadamoli@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2229

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.