



La vida después del BOPREAL

Resumen y conclusiones

Además de oportunidades de inversión, los precios de mercado transmiten información muy valiosa para calibrar expectativas. Un caso muy ilustrativo es del rally que experimentaron los BOPREAL a partir de la separación en *strips* que empezaron a cotizar esta semana.

El BOPREAL amplía la base inversora de activos argentinos al satisfacer una demanda de mercado que estaba altamente insatisfecha: la de activos líquidos denominados en USD con bajo riesgo. Al mismo tiempo establece una diferenciación muy marcada entre los instrumentos con vencimiento dentro del mandato de Milei (BOPREAL) y los posteriores.

La notable diferenciación entre ambas clases no puede sostenerse en el tiempo. Las curvas de indiferencia entre ambos instrumentos son demasiado altas para justificar un escenario tal donde los BOPREAL puedan ser pagados y los globales no. Dicho esto, a estos niveles ambos pueden seguir siendo atractivos para diferentes expectativas de retorno y perfiles de riesgo.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

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

La vida después del BOPREAL

Además de oportunidades de inversión, los precios de mercado transmiten información muy valiosa para calibrar expectativas. Un caso muy ilustrativo es del rally que experimentaron los BOPREAL a partir del desmembramiento en partes (*strips*) de la serie 1 que comenzó a cotizar esta semana. Allí el mercado está expresando una diferenciación notable entre estos instrumentos y el resto de la curva en USD, que esta semana prácticamente no registraron movimientos relevantes.

¿Cómo se interpreta esta diferenciación? ¿Está justificada? ¿Qué escenarios descuentan cada una de ellas y qué oportunidades vemos en esta segmentación que produjo el mercado? En los párrafos que siguen intentamos dar respuesta a estos interrogantes.

El BOPREAL amplía la base inversora

El BOPREAL es un instrumento distinto a lo que hasta hace muy poco tiempo estaba disponible en el mercado. Esa novedad tiene, en el plano financiero, varias dimensiones que son bastante conocidas: i) es emitido por el Banco Central, ii) la serie 1 fue separada en *strips* que tienen la opcionalidad de ser rescatados en fechas previas al vencimiento y iii) tienen el beneficio de ser cancelables directamente contra impuestos en pesos, pero tomando como referencia el valor del USD libre. Estas características - más complejas que las condiciones habituales- demandaron un tiempo extra de parte del mercado para poder comprenderlas.

Tomadas en conjunto, estas características tienen la virtud de atender una demanda de mercado que estaba latente en Argentina y para la que prácticamente no había productos: nos referimos a un instrumento de buena calidad crediticia (el riesgo Banco Central es percibido como mejor que el del Tesoro Nacional) y de bajo riesgo de mercado (los BOPREAL son más cortos y tienen un cronograma mucho más acelerado de pagos, una diferencia sustancial que los vuelve mucho menos volátiles que Bonares y Globales).

La vida después del BOPREAL

La separación de la serie 1 en *strips*, permitió que el BOPREAL se beneficie de la demanda que en otro momento tuvieron las Letes por ejemplo. En el cuadro siguiente, resumimos las principales características de cada una de ellas.

CONDICIONES DEL BOPREAL

	Serie 1				Serie 2	Serie 3
	A	B	C	D		
Amortización	2 cuotas semestrales en abr-27 y oct-27				12 cuotas mensuales de jul-24 a jun-25	3 cuotas trimestrales nov-25 a may-26
Interés	5%				0%	3%
Rescate anticipado/ vencimiento	01/04/2025	01/04/2026	01/04/2027	31/10/2027	30/06/2025	31/05/2027
Monto máximo de emisión (USD M)	1,000	1,000	1,500	1,500	2,000	3,000
Moneda de rescate	ARS				-	-
Acceptable AFIP	30/4/25 a 29/4/26	30/4/26 a 29/4/27	30/4/27 a 31/10/27	NO	NO	NO

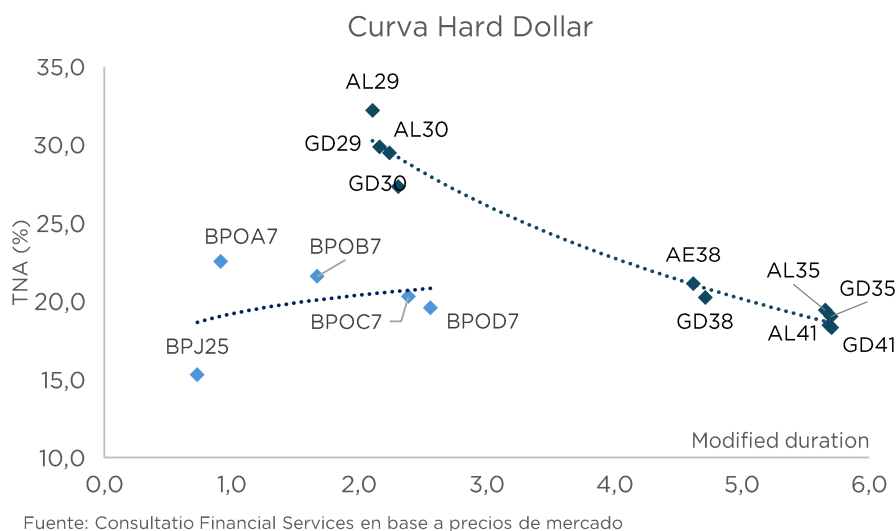
Es claro, a partir de la revalorización de precios que se registró durante esta semana, que los temores respecto de la posición técnica de estos instrumentos (la necesidad de importadores de deshacerse de estos instrumentos para poder cumplir con sus obligaciones con proveedores) fue ampliamente sobrepasada por la incorporación de nuevos interesados en este tipo de riesgo.

Skin in the game: Guzmán vs Caputo

Uno de los detalles más cuestionados de la reestructuración que realizó Guzmán en 2020 fue que los compromisos que asumió en los nuevos flujos de pago eran muy bajos al principio, y recién empezaban a tener alguna significación a partir del siguiente periodo presidencial. Guzmán pateó la responsabilidad de pagar los bonos a los siguientes gobiernos y se aseguró de que el peso financiero (cupones) fuese también muy bajo durante el mandato de Alberto Fernández.

La vida después del BOPREAL

Esta característica popularizada por Nassim Taleb en su libro "Skin in the game" tiene consecuencias prácticas que son imposibles de disimular en el mercado argentino hoy:



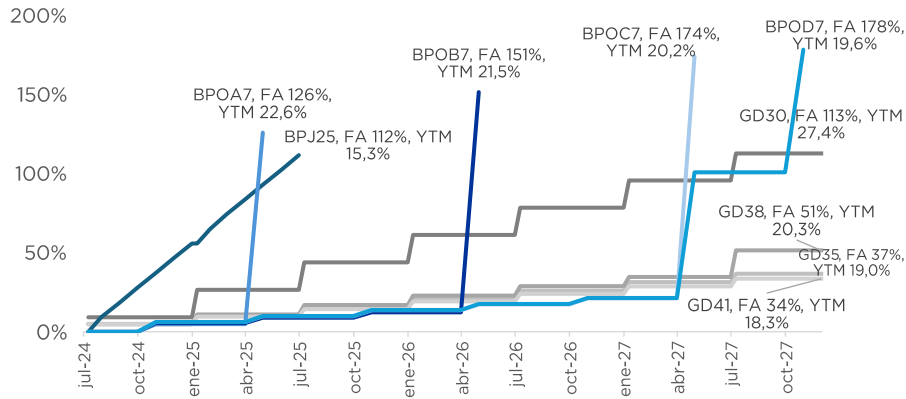
El gráfico muestra la segmentación que está realizando el mercado: la curva de rendimiento de BOPREAL (pendiente normal) y es muy diferente a la del resto de los instrumentos (pendiente invertida). Es claro que el mercado valora el compromiso de pago de la deuda de una manera mucho más cierta durante el mandato de Milei que pasado ese momento. Este hecho, amerita varios comentarios:

Show me the money: velocidad de recupero y rendimientos de cada instrumento

Dada la importancia que tiene el timing de los vencimientos, es clave centrarnos en su cronograma de pagos. Dado que el mercado está preocupado por la capacidad de repago que tiene cada bono y eso en su percepción está altamente influenciado por el momento de pago, graficamos a continuación el repago de cada uno de los diferentes instrumentos, como % de su precio actual.

La vida después del BOPREAL

Flujo acumulado como % del precio



Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado

El grafico muestra la evolución del % del capital que se recupera en cada instrumento a lo largo del tiempo expresado como % del capital invertido si se lo compra a su precio de mercado hoy. A modo de ejemplo, tomemos el caso del BOPREAL serie 1 *strip* B (BPOB7): si lo compramos a su precio de mercado hoy y lo mantenemos hasta el final (abr-26), habremos de recuperar el 154% de lo que pagamos hoy, valor que es consistente con un rendimiento (YTM) de 21,4%. Quienes prefieran una versión más detallada, pueden encontrarla en la siguiente tabla:

	Renta + Capital acumulado como % del Precio									
	BPJ25	BPOA7	BPOB7	BPOC7	BPOD7	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41
Precio	89.6	84.8	73.7	67.0	66.1	48.9	48.0	38.7	42.2	36.6
8-Mar-24	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
9-Jul-24	0%	0%	0%	0%	0%	1%	9%	5%	5%	5%
31-Jul-24	9%	0%	0%	0%	0%	1%	9%	5%	5%	5%
31-Aug-24	19%	0%	0%	0%	0%	1%	9%	5%	5%	5%
30-Sep-24	28%	0%	0%	0%	0%	1%	9%	5%	5%	5%
31-Oct-24	37%	5%	6%	6%	6%	1%	9%	5%	5%	5%
30-Nov-24	46%	5%	6%	6%	6%	1%	9%	5%	5%	5%
31-Dec-24	56%	5%	6%	6%	6%	1%	9%	5%	5%	5%
9-Jan-25	56%	5%	6%	6%	6%	23%	27%	10%	11%	10%
31-Jan-25	65%	5%	6%	6%	6%	23%	27%	10%	11%	10%
28-Feb-25	74%	5%	6%	6%	6%	23%	27%	10%	11%	10%
31-Mar-25	84%	5%	6%	6%	6%	23%	27%	10%	11%	10%
30-Apr-25	93%	126%	9%	10%	10%	23%	27%	10%	11%	10%
31-May-25	102%		9%	10%	10%	23%	27%	10%	11%	10%
30-Jun-25	112%		9%	10%	10%	23%	27%	10%	11%	10%
9-Jul-25			9%	10%	10%	44%	44%	15%	17%	14%
31-Oct-25			12%	14%	14%	44%	44%	15%	17%	14%
9-Jan-26			12%	14%	14%	65%	61%	21%	23%	19%
30-Apr-26			151%	17%	18%	65%	61%	21%	23%	19%
9-Jul-26				17%	18%	86%	78%	26%	29%	24%
31-Oct-26				21%	21%	86%	78%	26%	29%	24%
9-Jan-27				21%	21%	107%	96%	31%	35%	29%
30-Apr-27			174%	101%	101%	107%	96%	31%	35%	29%
9-Jul-27				101%	101%	128%	113%	37%	51%	34%
31-Oct-27				178%	178%	128%	113%	37%	51%	34%

La vida después del BOPREAL

¿Qué alternativa es más atractiva?

La diferenciación entre una curva con pendiente normal y una invertida está básicamente en la probabilidad de default: cuando la curva está invertida, la percepción es que el default es más probable en el corto plazo que en el largo. Esto es así porque lo que se descuenta es que si ese evento se concreta todos los bonos irán a cotizar por paridad, dando como resultado rendimientos más altos para los instrumentos cortos que para los instrumentos de mayor plazo.

Dicho esto, hay un dato interesante de destacar: con un cronograma de vencimientos de deuda en bonos que empieza a cargarse a partir de jul-24 (USD 2,645 millones) y se vuelve bastante más demandante en 2025 (USD 9,155 millones) el escenario tan segmentado que hoy muestran BOPREALES y globales, donde la probabilidad de pago es alta en un caso y baja en el otro, luce bastante improbable. A menos que pensemos que el Banco Central es completamente independizable del riesgo del Tesoro Nacional (una posibilidad real, pero extraña, sobre todo en un escenario de crisis aguda) deberíamos ver alguna de estas dos cosas: 1) la curva de BOPREALES se acerca mucho más a la de Globales, o 2) la curva de globales se acerca a la de BOPREAL. Esta diferenciación que vemos hoy claramente no puede sobrevivir al tiempo, porque una condición para volver la deuda sostenible en 2025 es que el gobierno haya podido recobrar acceso a financiamiento voluntario.

¿Qué es lo que va a suceder? No lo sabemos. Pero sí podemos establecer curvas de indiferencia financieras para cada caso para cada momento del tiempo en que vence una *strip* de la serie 1 de BOPREAL. Esto es lo que se presenta en la tabla siguiente:

	YTM actual	YTM si iguala el flujo acumulado del BOPREAL a su vto					Ampliación/compresión YTM en cada escenario				
		BPJ25 F.A. 115%	BPOA7 F.A. 127%	BPOB7 F.A. 154%	BPOC7 F.A. 177%	BPOD7 F.A. 180%	BPJ25 F.A. 115%	BPOA7 F.A. 127%	BPOB7 F.A. 154%	BPOC7 F.A. 177%	BPOD7 F.A. 180%
GD30	27.4	39.2	28.3	28.0	27.7	36.4	11.8	0.9	0.6	0.3	9.0
GD35	19.0	20.8	18.2	17.5	17.6	19.2	1.8	-0.8	-1.5	-1.4	0.2
GD38	20.3	22.9	19.4	18.8	19.2	21.7	2.6	-0.9	-1.5	-1.1	1.4
GD41	18.3	19.9	17.3	16.4	16.5	16.3	1.6	-1.0	-1.9	-1.8	-2.0

Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado

La vida después del BOPREAL

Los resultados se leen de la siguiente manera: en abr-25 (momento en que se puede ejercer el rescate anticipado de la serie 1A del BOPREAL, BPOA7) vamos a haber cobrado íntegramente esa serie y una parte del flujo del global. Lo que muestra el cuadro es el rendimiento de indiferencia (28.3% en ese ejemplo para el GD30) que tiene que tener en ese momento cada uno de los bonos para igualar el retorno obtenido en el BOPREAL. Si el YTM de los globales es menor a lo que se consigna en la tabla en cada uno de esos momentos, entonces el bono global será preferible. Si es mayor, habrá sido preferible cobrar el BOPREAL.

Con todas las cartas presentadas sobre la mesa, a continuación resumimos nuestras conclusiones:

- El BOPREAL es una alternativa atractiva para una clase de inversores conservadora que hasta hace muy poco tiempo tenía pocos productos disponibles en Argentina;
- La importancia que tuvo este grupo de inversores en el pasado fue muy alta. Si vuelven a participar en el mercado de bonos soberanos o cuasi-soberanos como el BOPREAL, la posición técnica negativa de estos instrumentos podría desaparecer pronto;
- El instrumento más seguro es el BOPREAL Serie 2 (BPJ25) porque tiene un cronograma de pagos muy acelerado, donde el 60% del capital invertido se recupera antes de fin de año. Cumplida la totalidad de los pagos en jun-25, el inversor habrá recuperado 112% del capital invertido hoy;
- El *strip* A de la serie 1 (BPOA7) tiene una duración muy similar al BPJ25, aunque con un cronograma de pagos más concentrado al final. Esto es una desventaja en un escenario de stress crediticio, pero es una ventaja si lo pensamos en términos de rendimiento: el riesgo de reinversión de los flujos es notablemente menor;
- Los *strips* B y C son extensiones en el tiempo de la misma idea a un plazo mayor, que también cuentan con el beneficio de cancelación de impuestos;

La vida después del BOPREAL

- El último *strip*, que no tiene el beneficio de cancelación de impuestos es más asimilable a un global, con la diferencia del emisor y que vence dentro del mandato de Milei;
- Las tasas implícitas de los globales muestran un castigo importante para toda la curva. Una diferenciación tan marcada en el tiempo claramente no hace sentido. Si lo que se descuenta es un escenario positivo donde Argentina vuelve a la senda del crecimiento y comienza a ordenar sus desequilibrios, las tasas deberían ser sustancialmente menores de lo que consigna esa tabla (¿14%?) y por ello deberían ser una alternativa mucho más rentable para un inversor con capacidad de asumir esos riesgos;
- Si bien no exploramos en detalle esto en el presente documento, entre los globales el que mejor capta el escenario positivo es el GD30.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

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.