

8 de febrero de 2024

BOPREAL Serie 2

Para comenzar permítanos una leve reflexión sobre la coyuntura del país. Luego de intensas negociaciones en la cámara baja, el oficialismo tuvo su primer revés en el Congreso. Creemos que ayer se dejó en evidencia que el camino a la normalización macroeconómica no será lineal y, por, sobre todo, cuanto más se demore el programa económico en mostrar resultados, menores serán los márgenes de maniobra que tendrá el gobierno dado el complejo escenario social.

Vemos puntos muy destacables en materia de política económica, básicamente la corrección fiscal. Aun no consiguiendo el equilibrio financiero, compleja meta luego del fracaso de la Ley, llegar al a un déficit primario cero sería una excelente noticia para el equilibrio macroeconómico y para el riesgo país. El punto que mayor incertidumbre nos despierta es el anclaje del tipo de cambio y el manejo de la tasa. Consideramos que habría que evitar acrecentar la expectativa de otro salto cambiario, por lo que, a partir de este mes debería acelerarse el crawling. Luego del gran salto inicial, la tasa de devaluación está bien que camine por debajo de la inflación y la tasa de interés, pero debería hacerlo muy por arriba del 2%.

Luego de esta leve introducción, vayamos a nuestro punto de interés del *Resumen* de hoy: “*Los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre Serie 2*”.

Concluida la emisión por USD 5.000 millones del BOPREAL Serie 1, el BCRA comienza con la emisión del Serie 2 esta semana. Estos títulos son el camino elegido por el Gobierno para resolver las deudas por importaciones acumuladas anteriores al 12 de diciembre. Específicamente, es la manera que encontró la nueva gestión para descomprimir a un Banco Central quebrado producto de las malas decisiones cambiarias del gobierno anterior. El modelo elegido en los últimos 4 años, básicamente fomentaba la importación de cualquier cosa a fin de

acceder a un tipo de cambio oficial “subsidiado”, generando enormes desajustes macroeconómicos que ya hemos tratado en *Resúmenes* anteriores.

Vamos a dividir el reporte en 3 secciones. Recomendamos comenzar por el apartado final, donde detallamos las condiciones de emisión del nuevo instrumento. En segundo lugar, analizamos el BOPREAL Serie 2 desde la perspectiva del importador. Por último, detallamos estos nuevos títulos desde el perfil del inversor en renta fija, como un bono más dentro de la curva soberana.

BOPREAL 2: desde perspectiva del Importador

Básicamente, para los importadores es un medio de pago. Para aquellos que todavía tengan la paciencia de sus proveedores, podrían suscribir y esperar con el objetivo de cobrar las amortizaciones mes a mes para hacerse de las divisas y saldar sus deudas. Los importadores que quieran cancelar deudas en lo inmediato o no estén dispuestos a asumir el riesgo de un bono soberano en dólares, deberían vender los títulos en dólar cable y con los dólares resultantes pagar sus compromisos en el exterior.

Hoy tienen básicamente dos opciones para hacerse de las divisas. Podrían comprar divisas por CCL y perder el acceso al MLC por 90 días o licitar BOPREAL para resguardar el ingreso al mercado de cambios. Considerando por ejemplo un CCL de \$1.265 y un precio de suscripción de BOPREAL de \$975 (dólar A3500 más impuesto país), la paridad del bono que haría ambos caminos indiferentes sería del 74%. Sin embargo, eligiendo el camino del BOPREAL se conserva el acceso al mercado de cambios. En otras palabras, a la brecha actual, el BOPREAL 2 debería cotizar como piso en un 74%.

Como la brecha cambiaría es dinámica, el atractivo del instrumento también lo será. A mayor brecha cambiaría, mayor es el incentivo del importador a entrar en la suscripción primaria. Sin embargo, hay un segundo factor para importadores desde la perspectiva de su tesorería. A menor brecha cambiaría, muchos importadores expuestos a

instrumentos CER, Dólar link o duales podrían encontrar atractivo en el BOPREAL 2 como un instrumento de cobertura ante la brecha. Recordar que el bono es hard dollar. En el cuadro a continuación, detallamos paridades y rendimientos hipotéticos y el consecuente costo de la divisa para el importador a cada paridad. Como observamos, luce probable que el instrumento cotice por encima de los 74 USD.

TC Mayorista BCRA A 3500	ARS 830					
TC Mayorista BCRA A 3500 + 17,5% Imp. PAIS	ARS 975					
Paridad BOPREAL 2	65%	74%	80%	85%	90%	95%
Rendimiento Serie 2	72%	45%	32%	22%	14%	6%
TC Importador Final	1.421	1.266	1.182	1.121	1.067	1.018
TC CCL	1.265	1.265	1.265	1.265	1.265	1.265

Fuente: Elaboración propia.

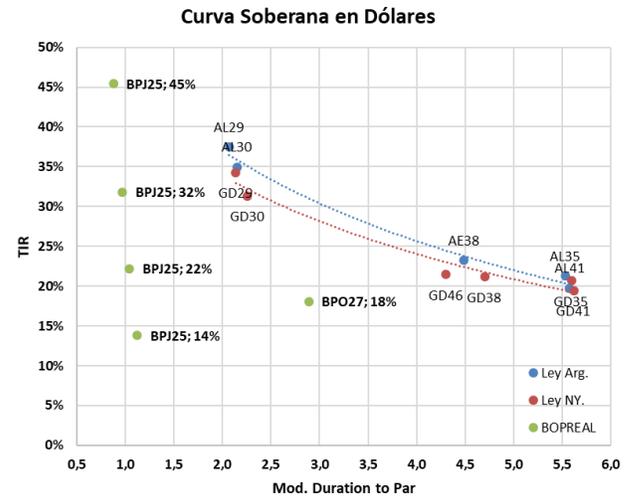
BOPREAL 2: desde perspectiva del Inversor

Desde la óptica del inversor, los bonos son hard dólar y tendrán negociación secundaria. De este modo, van a convivir con los Bonares y Globales. La Serie 2 no sirve para pago de impuestos como la Seria 1, lo que ayuda a la comparación. Es un título bajo Ley argentina pero cuyo emisor es el BCRA, no el Tesoro como lo es en los casos de los Globales y Bonares. Vemos en este punto no más que una pequeña sutileza.

Considerando la estructura del flujo de fondos de las tres emisiones (actualmente se emitió la Serie 1, está en proceso de emisión de la Serie 2 y resta la Serie 3), todas se incorporan en la parte corta de la curva hard dollar. En este sentido, los bonos que se encuentra más cercanos a las nuevas emisiones son los que tienen vencimiento en 2029 y 2030. Dichos bonos tienen un rendimiento actual que se encuentra muy por encima de los BOPREAL 1.

Dada la inversión de la curva, los títulos cortos rinden más como se muestra el siguiente gráfico, uno podría ser exigente en el rendimiento de la Serie 2 dado que su duration se aproximará al año. Sin embargo, consideramos que este razonamiento es erróneo, básicamente porque omite el factor cosecha. La Serie 2 le implicaría al BCRA pagos de USD 166 millones por

doce meses, y considerando el superávit comercial en puertas, lo más natural es imaginar un menor rendimiento exigido en relación a los Globales y Bonares 2029/2030.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

En sentido contrario, mirar solo el rendimiento tampoco luce correcto en la Argentina actual. Por más buenas intenciones de pago que tenga el nuevo Gobierno y una promisoriosa cosecha para 2024, no deja de ser un título soberano en dólares, con lo cual la probabilidad de default siempre es un variable a considerar en el factor de descuento. Pagar paridad alta en Argentina implica un riesgo muy elevado. Recordar que aquellos que compraron Letes en dólares al 6% durante el Gobierno de Macri en 2019, sufrieron un default y hoy tienen AL30 en custodia.

Flujo de Fondos BOPREAL Serie 2 (BPJ25)							
Fecha	Cupón	VR	Amortización	FF	FF	FF	FF
15/03/2024			A Precios:	-74	-80	-85	-90
24/7/2024	0%	100,00	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/8/2024	0%	91,67	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/9/2024	0%	83,33	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/10/2024	0%	75,00	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/11/2024	0%	66,67	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/12/2024	0%	58,33	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/1/2025	0%	50,00	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/2/2025	0%	41,67	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/3/2025	0%	33,33	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/4/2025	0%	25,00	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/5/2025	0%	16,67	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
24/6/2025	0%	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
TIR				45%	32%	22%	14%
MD				0,9	1,0	1,0	1,1

Fuente: Elaboración propia en base BCRA.

Considerando todas estas cualidades del título, imaginamos los mismos cotizando cerca del 85% de

paridad, lo que equivale a un rendimiento cercano al 20%. Sin embargo, para que sea atractivo desde lado del inversor, esperaríamos paridades debajo de 80%. Lamentablemente, en Argentina creemos que siempre hay que cubrir el riesgo paridad o canje forzoso, aun no siendo este el escenario base. El mercado, como de costumbre, será quien al final del día ponga los precios.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia

juan@sekoia.com.uy

Ian Weber

ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino

tomasmingino@sekoia.com.uy

CONDICIONES DE EMISIÓN SERIE 2

¿Quiénes pueden suscribir BOPREAL serie 2?

Licitaciones semanales hasta cubrir el monto máximo de VN USD 2.000 millones. En la primera convocatoria, sólo podrán participar empresas del segmento MiPyME que se hayan registrado en el Padrón de Deudas Comerciales por Importaciones con Proveedores del Exterior. Las licitaciones restantes estarán abiertas a todos los importadores que hayan registrado sus deudas.

Licitación: miércoles 7/02 y jueves 8/02 de 2024.

Moneda de Suscripción: Dólares. Los pesos a entregar se computan en base a la Comunicación A3500 del BCRA del día anterior al llamado a licitación.

Moneda de Pago: Dólares.

Prorrato: el mecanismo de adjudicación dará prioridad de asignación a los primeros VN USD 500.000 demandados por empresa, para luego asignar el remanente a prorrata del monto demandado.

Vencimiento: 30/06/2025, amortiza en 12 cuotas mensuales desde 07/2024 hasta 06/2025.

Interés: 0%. No paga intereses.

Transferible: Sí, se puede pagar a acreedores directamente con el bono.

Cotización en mercados secundarios: Sí.

Paga impuesto PAIS: Sí.

Aceptable para el pago de impuestos: No.

Rescate anticipado a favor del tenedor: No.

Pierde acceso al MLC: ventas de BOPREAL adquiridos en licitación primaria NO restringe el acceso al MLC, en la medida que la venta sea liquidada en el extranjero. La venta en dólares en la plaza local no habilita la cancelación de la deuda por importaciones.