

¿Dónde reinvertir los cupones? + Update Blanqueo

Blanqueo de capitales: Update de situación

Luego del transcurso de más de cinco meses desde el lanzamiento del blanqueo, procederemos a realizar una revisión de las [carteras elaboradas](#) que contienen activos elegibles. Asimismo, actualizaremos la situación de los activos seleccionados, considerando los movimientos en el mercado generados por este flujo.

Carteras en Dólares:

Equilibrada en Dólares (Perfil Conservador):

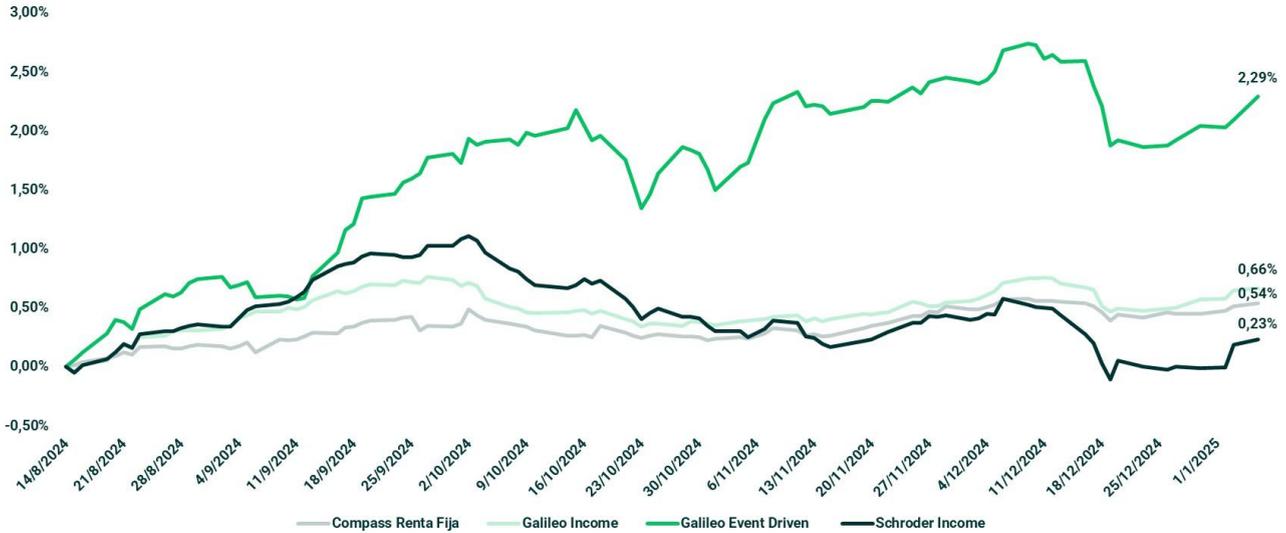
En primer lugar, es importante destacar que la cartera equilibrada en dólares ha registrado un rendimiento positivo del 1,46% desde su lanzamiento. En cuanto al desempeño de los activos, el BPJ25 lideró las subidas, con un incremento del 13,91%, contribuyendo en 0,70% al rendimiento de la cartera. Le siguen en desempeño el Galileo Event Driven, con una suba del 2,29% seguidos por el Compass Renta Fija (+0,95%), el Galileo Income (+0,56%), el MegaQM Liquidez Dólares (+0,25%) y el Schroder Income (+0,23%).

Por otro lado, los fondos LATAM han experimentado retrocesos en el último mes, resultado de un contexto internacional desfavorable para los mercados emergentes, donde el DXY ha mostrado una tendencia alcista, generando presiones sobre la renta fija de estos países. En particular, Brasil ha sido uno de los más afectados, con el real alcanzando máximos históricos y los índices bursátiles tocando niveles mínimos desde la pandemia. No obstante, la renta fija soberana y corporativa, si bien ha sido severamente golpeada, ha mostrado una caída menos pronunciada que las acciones y la moneda.

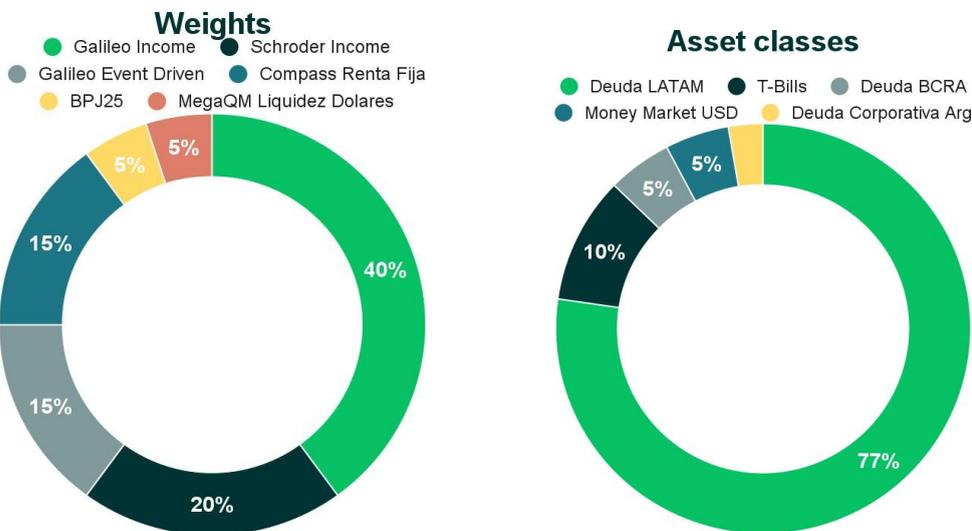
En este contexto, los fondos LATAM con mayor ponderación en activos brasileños han sido los más perjudicados, frente a aquellos con menor exposición a Brasil. Sin embargo, desde el lanzamiento de la cartera, todos estos fondos han mantenido un rendimiento positivo. De cara al futuro, consideramos que, si bien es probable que persista la volatilidad en la renta fija brasileña (y emergente), no se espera que experimenten caídas significativas adicionales. Por ello, recomendamos mantener estos fondos en las carteras, ya que aportan a la reducción de la volatilidad y aumentan la diversificación del riesgo argentino. Aunque el mercado argentino ha sobreperformado al resto de mercados emergentes en los últimos meses —y creemos que este escenario podría continuar en el futuro cercano—, para los perfiles conservadores, como es el objetivo de esta cartera, la diversificación del riesgo argentino sigue siendo una opción prudente.



RENDIMIENTOS FONDOS LATAM - 14/08/24 / 06/01/2024



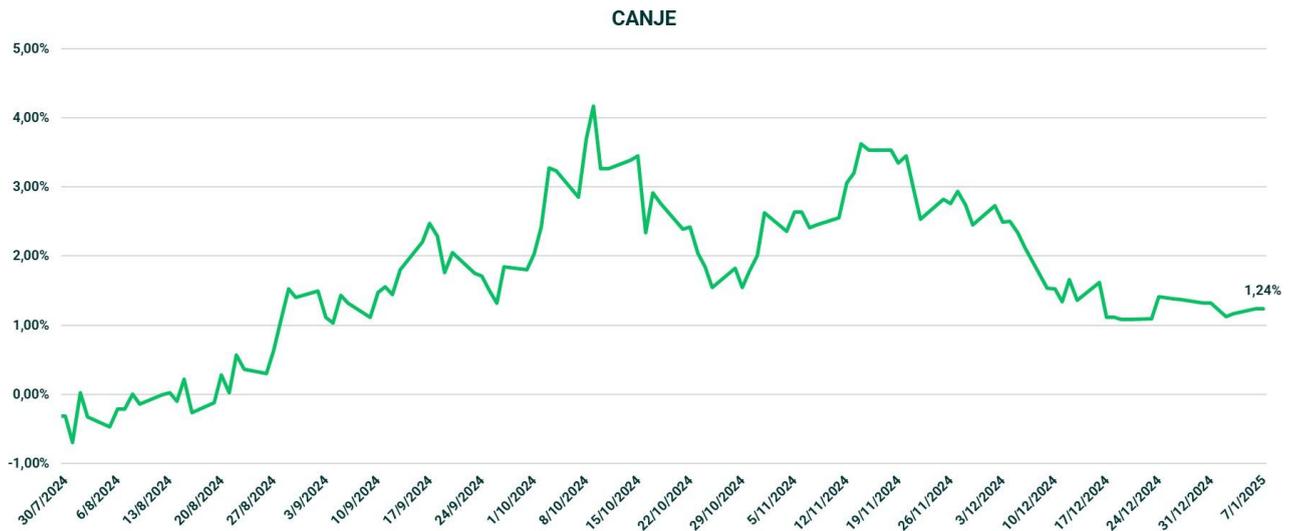
En conclusión, los activos seleccionados en esta cartera siguen siendo adecuados para aquellos inversores que ya los poseen. No obstante, para quienes aún no han ingresado al blanqueo y estén considerando hacerlo, es crucial tener en cuenta las siguientes consideraciones.



Uno de los aspectos más importantes a considerar al invertir en FCIs LATAM es que, en gran parte de ellos (como Compass Renta Fija y Consultatio Income Fund) se paga canje o fee de entrada, el cual ha ido en aumento desde agosto (no es el caso del fee), aunque con una desaceleración desde noviembre, coincidiendo con el inicio y fin de la primera etapa de blanqueo. Creemos que este incremento en el canje se debe a que el flujo del blanqueo se dirigió hacia instrumentos MEP, generando una sobredemanda que elevó su precio, mientras que la demanda por activos en el exterior no experimentó el mismo crecimiento. Es decir, hay un stock de dólares nuevos en los mercados locales que buscan activos dolarizados (la especie MEP) mientras que la demanda en el exterior se mantuvo inalterada por



el blanqueo. Esta interpretación no sigue la explicación clásica de que una suba del canje implica que hay fondos saliendo de la economía, sino que responde a una dinámica de demandas relativas. A esto se suma que también hubo demanda por estos fondos LATAM, lo que ejerce presión sobre el canje, en línea con la explicación tradicional del fenómeno. Sin embargo, consideramos que lo que expusimos anteriormente fue lo determinante. Por esta razón, recomendamos cautela al momento de suscribir estos fondos, especialmente con un canje que se aproxima al 1,24%. Pensando en que en los próximos meses el gobierno debería empezar a quitar trabas sobre el mercado cambiario, anticipamos que el canje debería empezar a disminuir en línea con lo que ya viene marcando.

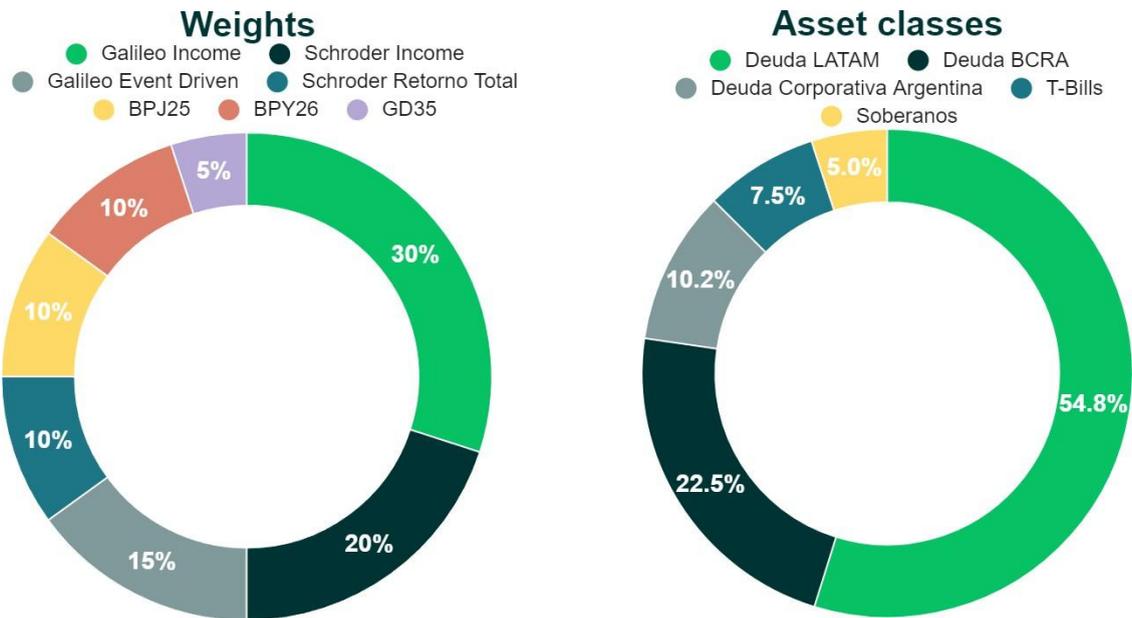


Otro aspecto a considerar es que Galileo ha cerrado las suscripciones para los fondos Income y Event Driven, lo que deja al Schroder Income y Dracma Estrategia Dólar como los únicos fondos de LATAM que no aplican canje de entrada y que continúan abiertos. En caso de que se reabran los fondos de Galileo, junto con el de Schroder, seguimos considerando que representan la mejor opción para perfiles conservadores que buscan rentas en dólares con baja volatilidad.

Balanceada en Dólares (Perfil Moderado/Agresivo):

En relación a la cartera balanceada, ésta ha logrado un rendimiento del 8,97% desde su lanzamiento. Gran parte de esta excelente performance se atribuye al GD35, el BPY26 y el Schroder Retorno Total, cuyos aumentos fueron del 67,77%, 26,23% y 10,12%, aportando a la cartera 3,39%, 2,62% y 1,01%, respectivamente. Mientras que el Galileo Event Driven, Galileo Income y Schroder Income aumentaron 2,29%, 0,56% y 0,23% respectivamente.



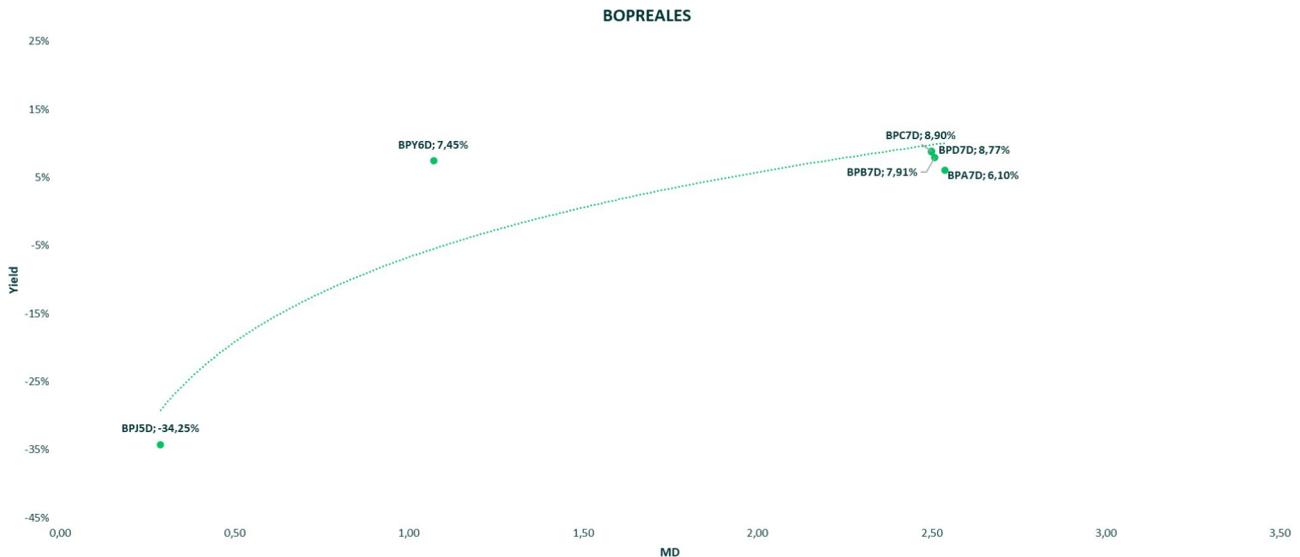


Esta notable suba en el Schroder Retorno Total se debe en parte (ya que también cuenta con títulos soberanos y del BCRA) al aumento significativo de las obligaciones negociables, un activo que, desde nuestra perspectiva, parece estar sobrevalorado, ya que se cotizan a valores similares a los de la tasa libre de riesgo e incluso por debajo de ésta en algunos casos. Sin embargo, esta valuación relativa que indica un sobreprecio no es el único factor a considerar dado que la demanda continúa sin muchas variaciones por los controles de capitales y el mismo blanqueo.

Un riesgo latente que consideramos pertinente advertir es la posibilidad de que las empresas emisoras realicen rescates de estas obligaciones negociables, ya que muchas de ellas son "callable" o tienen cláusulas de rescate anticipado como make whole clauses y los precios de rescate estipulados son inferiores a los que se están negociando en el mercado secundario. **Por lo tanto, los inversores que opten por estos instrumentos no solo están expuestos a una posible caída en el valor de las obligaciones negociables debido a la sobrevaloración de la tasa, sino también a los riesgos y confusiones asociados con los rescates que puedan llevar a cabo las emisoras.**

Para aquellos que compartan nuestro view y busquen alternativas, consideramos que la opción más similar son los BOPREALes, aunque presentan un riesgo ligeramente mayor en comparación con las obligaciones negociables "AAA argentinas". El **BPY26**, con una TIR del 7,45%, continúa siendo el instrumento con la mejor relación riesgo-retorno, ya que vence entre 2025 y 2026 (empieza a amortizar en noviembre de 2025). En cuanto a la serie 1, la subserie C (**BPC7D**) resulta atractiva con una TIR de 8,90%, dado que es elegible para el pago de impuestos a partir de abril de 2027 (considerando el precio al dólar oficial o MEP, el mayor) sin tener que esperar al vencimiento de la misma en caso de que resurjan temores en vísperas a las elecciones presidenciales de 2027.





Finalmente, el **BPJ25** ha estado cotizando en negativo en las últimas semanas (recordamos que el valor residual del bono es de USD 50). Por ello, recomendamos a quienes tengan este instrumento en cartera que lo vendan y roten su inversión hacia el **BPY26 o BPC7D**.

Una alternativa para inversores con mayor apetito al riesgo es posicionarse en **bonos soberanos**, confiando en que el riesgo país continúe disminuyendo. Creemos que, a mediano plazo, hay espacio para que las tasas sigan comprimiéndose; sin embargo, podrían experimentar algo de volatilidad a corto plazo debido al rally que han tenido en los últimos meses.

Asumiendo un **riesgo país de 450 pb**, la suba potencial es la siguiente:

Bono	Cambio por Duration	Cambio por convexity	Variación total
GD29	2,34%	0,05%	2,39%
GD30	2,78%	0,07%	2,84%
GD35	6,65%	0,29%	6,94%
GD38	5,80%	0,25%	6,05%
GD41	7,19%	0,38%	7,56%
GD46	7,18%	0,44%	7,62%
Bono	Cambio por Duration	Cambio por convexity	Variación total
AL29	2,30%	0,05%	2,35%
AL30	2,74%	0,06%	2,81%
AL35	6,64%	0,29%	6,93%
AE38	5,77%	0,25%	6,02%
AL41	7,18%	0,38%	7,55%

Este escenario asume un desplazamiento horizontal de la curva, lo que beneficiaría principalmente a los bonos de mayor duration. Sin embargo, considerando que con un riesgo país en 450 pb no tiene mucho sentido que la curva siga invertida/flat con la parte corta en los niveles actuales, podríamos anticipar una normalización. **En este contexto, tanto el AL30 como el AL29 serían los más beneficiados, con una yield del 8%, implica un upside potencial del 7,05% y 7,09%, respectivamente.**

Desde nuestra perspectiva, creemos que ambos escenarios podrían ocurrir simultáneamente. Por lo tanto, posicionarse a lo largo de la curva permitirá captar cualquiera de estos dos movimientos.

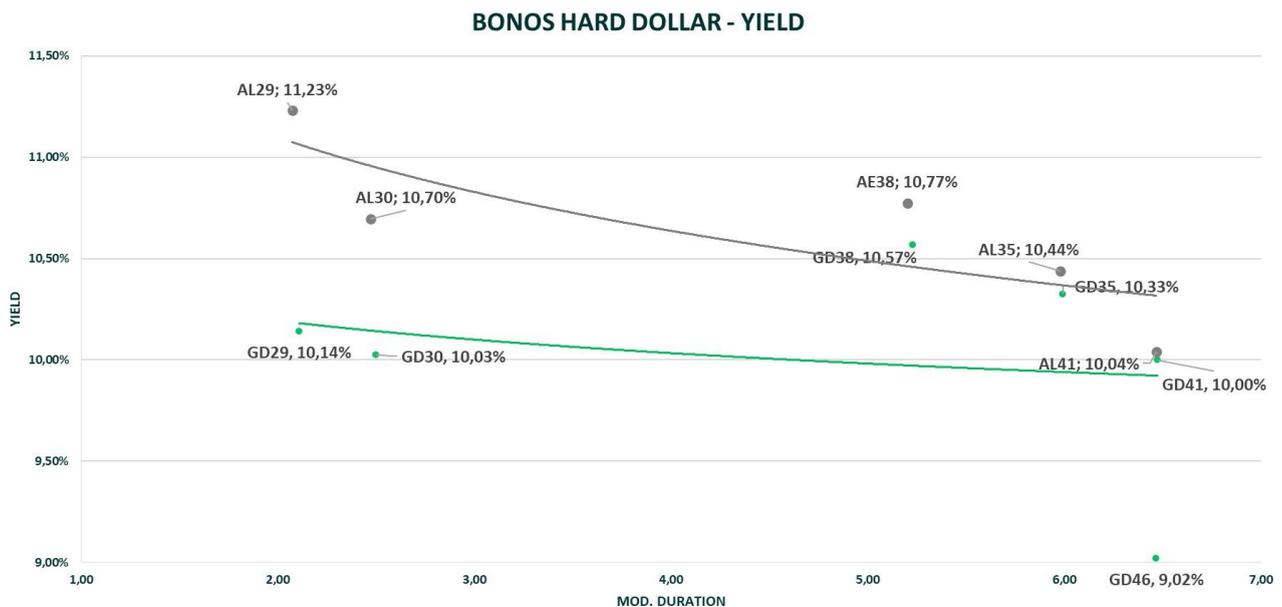


¿Donde reinvertir los cupones y amortizaciones?

Esta semana, el Tesoro Nacional efectuará el pago de cupones y amortizaciones por USD 4.400 millones correspondientes a los bonos Bonares y Globales. Frente a este escenario, analizaremos las oportunidades disponibles para reinvertir estas rentas y amortizaciones, optimizando el rendimiento de los dólares.

En primer lugar, como **opción "natural"** para quienes prefieren mantener un perfil de inversión agresivo y pueden tolerar la volatilidad, los títulos soberanos en dólares presentan una relación riesgo-retorno atractiva. Entre las opciones disponibles, destacan el **\$AL30** y el **\$GD35** como dos de las alternativas preferidas. No creemos que sea una mala opción para los perfiles especulativos que quieran mantenerse en argentina.

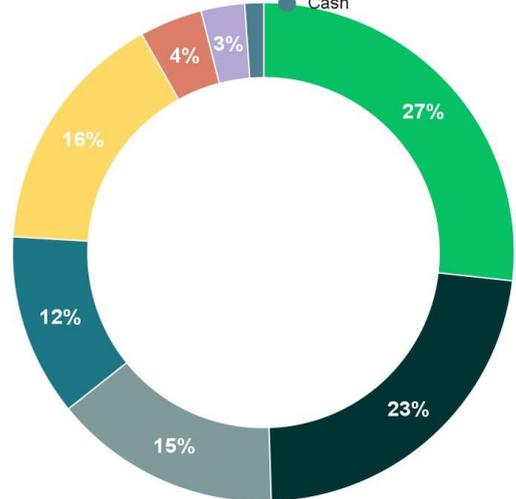
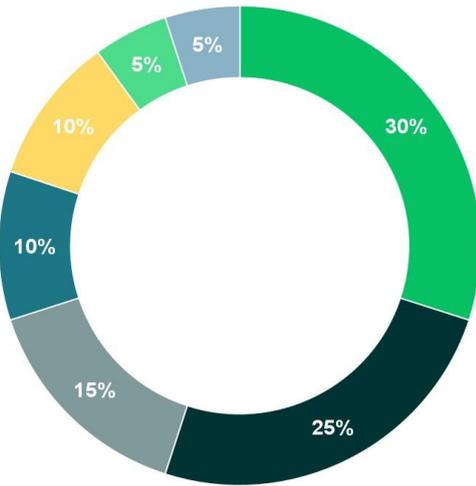
- **AL30: Upside del 7,05%**
- **GD35: Upside del 6,94%**



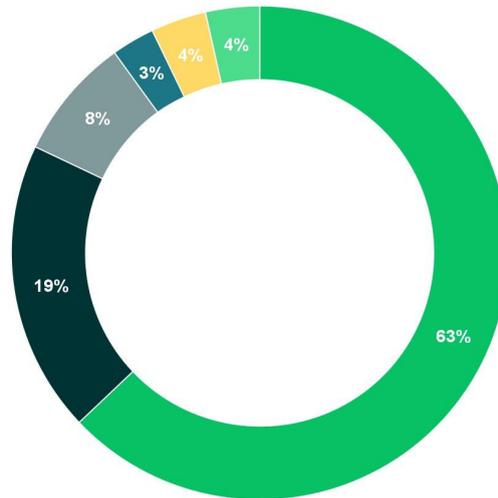
Para **perfiles moderados** que busquen obtener rendimiento en dólares reduciendo el riesgo de la cartera, diseñamos una cartera en dólares que maximice las ganancias sin incurrir en riesgos excesivos:



Retorno en dólares (Perfil Moderado): Tir: 6,83%; Duration: 1,95



EXPOSICION GEOGRAFICA



En resumen, para quienes no quieran reinvertir los cupones en los títulos soberanos (considerando quizás alargar un poco de duration) y quieran reducir riesgos, duration o ganar exposición a otros emisores (como corporativos o el BCRA), recomendamos principalmente el **\$BPY26** dada la atractiva tasa y más corta duration que otros títulos soberanos o corporativos.



Para los perfiles que deseen ganar exposición a emisores corporativos, recomendamos principalmente el [Schroder Retorno Total](#) por la mayor diversificación comparado a algún título individual.

Por último, para aquellos que prefieran optar por una toma de ganancias y/o reinvertir cupones en **opciones conservadoras** las dos mejores opciones de bajo riesgo desde nuestro punto de vista son:

- **Opción 1:** Offshorizar los dólares y seleccionar instrumentos de mercados externos, con un canje que se encuentra en niveles cercanos al 1,5%. Desde esa posición pueden colocarse en tasas soberanas de EEUU o deuda corporativa que no dista mucho de las tasas de las obligaciones negociables locales.
- **Opción 2:** Para quienes prefieran opciones locales, los Fondos Comunes de Inversión LATAM son una excelente alternativa para hacer rendir los dólares sin exponerse a riesgos significativos ni offshorizar los fondos. Es importante verificar si estos fondos cuentan con cupo MEP para suscribir.

Entre nuestras recomendaciones dentro de esta categoría se encuentran:

1. [Schroder Income](#): Tir: 5,30%; Duration: 1,9
2. [Dracma Estrategia Dólar](#): Tir: 4,10%; Duration: 3,33

Departamento de Research & Estrategia de Inviu

Mateo Reschini, CFA

Head of Research

Segundo Derdoy

Research Analyst

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. INVIU S.A.U. ALyC I N° 205- ACDI N° 121- ACD N° 17 / CN

