NOVIEMBRE 2024

Euforia y nuevo ciclo
Anatomía del *carry* (con cepo)

c-pconsultora.com.ar

Resumen

- El éxito del blanqueo de capitales permitió al gobierno despejar la incertidumbre cambiaria de corto plazo y dar inicio a un nuevo ciclo de bonanza financiera.
- La irrupción de un nuevo *boom* financiero en el contexto del cepo cambiario tiene particularidades. La existencia de controles plantea que las estrategias de *carry-trade* asumen características que reproducen la dualidad del mercado de cambios. Además, los aportes de dólares de residentes son fundamentales para motorizar y extender la duración de los ciclos.
- La evolución de las reservas internacionales, el clima financiero internacional, la política doméstica y la dinámica de la tasa de interés y deuda local suelen ser gatillos que detonan cambios de ciclo y que habrá que monitorear con atención.
- El actual ciclo es el segundo en apenas 11 meses de gestión. El primero se inició a finales de febrero y se interrumpió a finales de mayo cuando la baja de la tasa de interés y el fin de la acumulación de reservas tensionaron la brecha y las expectativas cambiarias.
- Aunque el blanqueo disipó en el corto plazo la incertidumbre cambiaria, el escenario de cara a 2025 está lejos de estar resuelto. El próximo año, la política cambiaria deberá administrar los faltantes de divisas en el mercado oficial y paralelo en vistas de evitar la volatilidad cambiaria y desarmar los ciclos de *carry-trade*. Como venimos sosteniendo, la ecualización del blend de exportaciones tendrá un rol central.
- El aporte del blanqueo hace al actual ciclo de *carry-trade* mayor en magnitud que su predecesor de febrero. En este sentido, su reversión amenaza con despertar una presión sobre el mercado oficial que genere estrés sobre un nivel de reservas en niveles crítico.
- Evitar que se interrumpa el ciclo financiero requiere garantizar la estabilidad del dólar. En este contexto, el sostenimiento del *status quo* cambiario pasa a ser un objetivo doblemente importante para el gobierno. Se trata no solo del corazón de su estrategia de desinflación, sino también financiera.

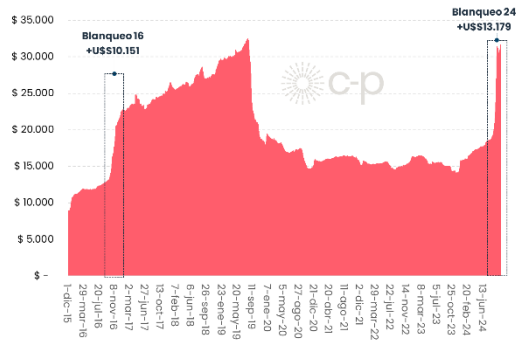
Vitaminas para un nuevo “boom” financiero

El éxito del blanqueo de capitales permitió al gobierno despejar la incertidumbre cambiaria de corto plazo y dar inicio a un nuevo ciclo de bonanza financiera. Los más de U$S13 mil millones que ingresaron al sistema financiero local desde mediados de agosto aportaron (y seguirán aportando) una oferta de dólares que compensa los malos resultados cambiarios esperados para esta parte del año.

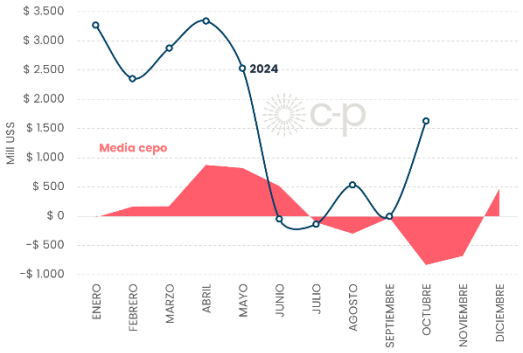
Los nuevos depósitos en dólares se canalizan a operaciones (crédito bancario, emisión de obligaciones negociables y otras operaciones financieras) que, en tanto deben liquidarse en el mercado de cambios oficial, aportan oferta de dólares y mejoran el resultado del BCRA.

Entre agosto y octubre el BCRA compró U$S2.154 millones, muy por encima de las proyecciones y promedios del período (la mayor durante el mes de octubre). A los buenos resultados se sumaron las declaraciones del gobierno, que alejaron la posibilidad de una salida del cepo cambiario y por ende de una devaluación ("con el cepo se puede crecer y desinflar" aseguraron los funcionarios).

GRAF. 1 - Depósitos en dólares



GRAF. 2 - Compras BCRA en el MLC

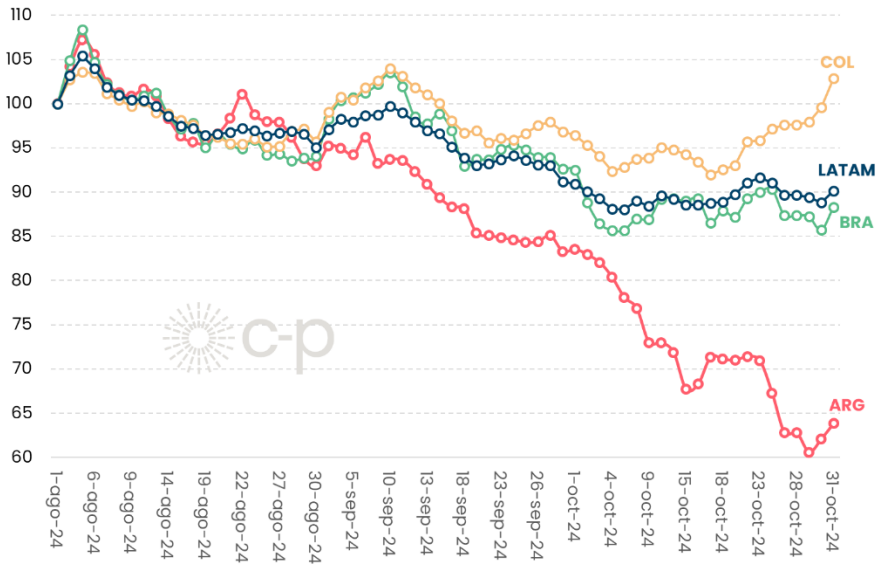


Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA

Las cotizaciones financieras acompañaron los buenos resultados del blanqueo. En particular la deuda pública denominada en dólares mostró una performance sobresaliente. La voluntad de pago que declaman las autoridades luce más creíble si convive con compras de dólares del BCRA que fortalecen la capacidad de pago.

El riesgo país se ubicó por debajo de los 1.000 puntos en un contexto caracterizado no solo por las novedades del blanqueo, sino también por trascendidos respecto de posibles operaciones de financiamiento (REPO y organismos internacionales). Desde principio de septiembre, la baja de la prima de riesgo país de Argentina demostró tener un importante componente idiosincrático, en tanto la performance nacional se diferencia de la observada en la mayoría de los países de la región.

GRAF. 3 – Riesgo país de economías seleccionadas (1-ago-23 =100)

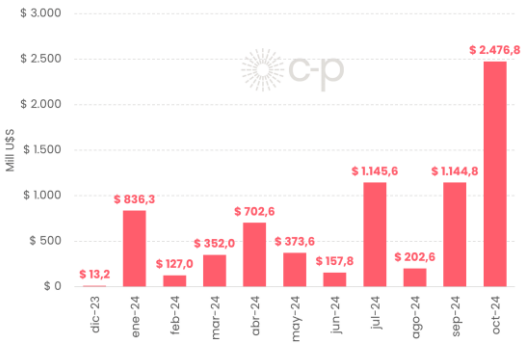


Fuente: C-P Consultora sobre la base de JPM

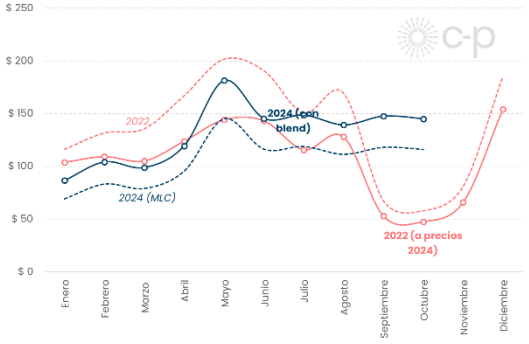
Despejado el riesgo devaluatorio de corto plazo, en medio de un clima de euforia financiera y con una configuración de tasas de interés muy favorable para las inversiones en pesos, los resultados positivos tienden a retroalimentarse. Las operaciones de *carry-trade* que vuelcan dólares al mercado oficial (ver sección siguiente) se difunden entre los agentes económicos.

En septiembre los datos del balance cambiario ratifican el crecimiento de las operaciones de carry-trade sobre el mercado oficial. Se registraron **pagos de importación menores a los esperados, reactivación de las operaciones de crédito en moneda extranjera de entidades locales y vía mercado de capitales local y operaciones de las propias entidades financieras para aprovechar los rendimientos en pesos**. La percepción de estabilidad cambiaria incentiva también la mayor liquidación de exportaciones del sector agropecuario para aprovechar las ventajas de la tasa de interés.

GRAF. 4 - Emisiones de ON en dólares



GRAF. 5 - Liquidaciones de CIARA



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA

Los datos oficiales anticipan para octubre que estos procesos se potenciaron significativamente. **La emisión de obligaciones negociables denominadas en dólares**

alcanzó un máximo de casi U$S 2.500 millones. Tal como señalamos, la recaudado por estas operaciones debe liquidarse en el mercado oficial si las empresas pretenden tener acceso a comprar los dólares para su repago al vencimiento.

Por su parte, las liquidaciones del sector agropecuario alcanzaron un récord también de U$s2.500 millones para el mes (aun descontando las ventas en el CCL) y anticipan un fuerte crecimiento de la prefinanciación de exportaciones. De esta forma, se explican los más de U$S1.500 millones que compró el BCRA en el mes. **Las estrategias vinculadas al aprovechamiento de oportunidades de carry trade se extienden a gran parte de las operaciones cambiarias.**

Radiografía del *carry-trade* (con cepo)

Las estrategias de *carry-trade* son operaciones financieras a partir de las cuales se desarman tenencias en dólares (propias o provenientes del crédito) y se invierte lo obtenido en instrumentos que rinden una tasa de interés en pesos (con o sin cobertura cambiaria), para finalmente desandar el camino realizado y obtener una ganancia mayor en dólares.

La irrupción de un ciclo de bonanza financiera en el contexto de controles de cambio (cepo) tiene particularidades. Cuando la economía no tiene controles de cambios, la oferta de dólares financieros suele ser muy amplia, dado que el mercado local es pequeño respecto de las oportunidades de financiamiento que ofrece la economía global.

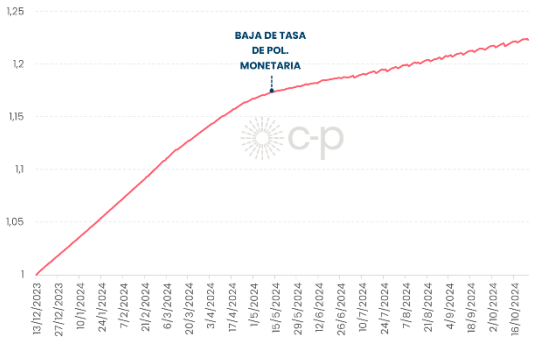
Por el contrario, **cuando la economía se encuentra aislada de los flujos internacionales de capitales, los ciclos de "boom" son más acotados y dependientes de la nueva oferta de dólares (por lo general de los residentes).**

Dado que las regulaciones no permiten la creación secundaria de dinero en moneda extranjera (multiplicación de depósitos a través del crédito), los ciclos de expansión del crédito en moneda extranjera que dan pie al carry-trade se ven limitados a los aportes de nuevos dólares con los que cuente la economía, determinando la potencia y duración del ciclo.

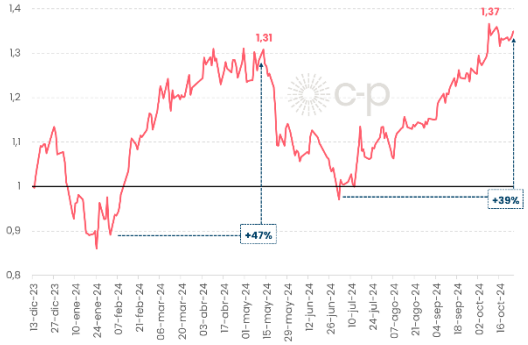
Así, bajo las actuales condiciones y dado el sostenimiento del cepo existen dos aspectos que tienden a ser determinantes para el inicio de un ciclo de bonanza financiera: (i) **una configuración de tasas de interés** que favorezca el *carry-trade*; (ii) **el crecimiento de la oferta de dólares** que ponga en marcha el ciclo y despeje expectativas de devaluación.

La existencia de controles de cambio configura además una particularidad adicional, en tanto el cepo limita la compra de divisas y el financiamiento externo. En este contexto **las estrategias financieras asumen una dualidad que reproduce la duplicidad del mercado de cambios**. Por un lado, existe un grupo de agentes que realiza el negocio sobre el mercado oficial (aquellos que tengan acceso al mismo); por otro lado, otro conjunto de agentes realiza sus operaciones sobre el mercado paralelo.

GRAF. 6 - Retorno total carry sobre oficial



GRAF. 7 - Retorno total carry sobre CCL



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA y BYMADATA

"Tablita" y carry en el mercado oficial

Dentro de las operaciones sobre el mercado oficial podemos diferenciar tres grandes grupos de actores que al tener garantizado el acceso al mercado oficial para la recompra de dólares pueden beneficiarse de las operaciones de *carry*: (i) las empresas que realizan operaciones de comercio exterior y apalancan financiamiento sobre la denominada deuda comercial; (ii) las empresas que cuentan con acceso al mercado de cambios para la liquidación y repago de sus deudas financieras; (iii) las propias entidades bancarias que administran su posición de cambios.

Las operaciones de **financiamiento comercial** abren una puerta de acceso al mercado oficial que permite a las empresas beneficiarse del diferencial de tasas de interés. Al postergar el pago de una importación o adelantar el cobro de una exportación, las empresas se hacen de pesos que invierten en activos que devengan la tasa de interés local (depósitos a plazo, Lecap, FCI) para obtener un rendimiento extra. El vencimiento de la deuda comercial, permite finalmente cerrar el ciclo de *carry*. La duración promedio de estas operaciones financieras puede variar entre los 30 y los 180 días y pueden renovarse.

Algo similar ocurre con las **operaciones de financiamiento que no tienen por detrás una operación de comercio exterior**. En estos casos el financiamiento en dólares se liquida en el mercado oficial ya sea por motivos regulatorios (los préstamos financieros bancarios tienen obligación de liquidación) o por conveniencia (en el caso de los préstamos en dólares en el mercado de capitales requieren liquidarse para poder tener acceso luego a la compra de dólares para cancelarlos). Se trata por lo general de operaciones de mayor duración que pueden financiar capital de trabajo de las empresas o inversiones financieras en activos en pesos.

Finalmente, **los bancos** cuentan con una regulación respecto de su posición neta de cambios, es decir, el BCRA regula la cantidad de riesgo cambiaria que pueden asumir las entidades. **La regulación vigente es asimétrica y les permite a los bancos asumir más riesgo vendiendo dólares que comprándolos**. Por ello en momentos de estabilidad cambiaria, es natural que los bancos vendan dólares para invertir en instrumentos en pesos. Se trata en este caso de operaciones de muy corto plazo y simple reversión.

El gobierno ha buscado promover este tipo de estrategias de carry-trade desde su inicio al prefijar una tasa de interés muy por encima de una tasa de depreciación preanunciada (crawl al 2% mensual). Estos aspectos son los que emparentan el esquema actual a las "tablitas" aplicados en Argentina y Chile entre fines de los setenta y principios de los ochenta.

El anuncio de una regla cambiaria rígida favorece este tipo de operaciones financieras. Para aquellos actores que cuentan con acceso al mercado oficial, el riesgo de devaluación pasa a depender pura y exclusivamente de la credibilidad de la estrategia cambiaria.

En los últimos meses, la depreciación del tipo de cambio oficial se trasladó a las cotizaciones de los mercados de futuros del dólar (2%), estableciendo el piso de rendimiento que debe cubrir la tasa de interés en pesos. En paralelo, la oferta de dólares del blanqueo aporta una importante capacidad prestable en los bancos que se ofrece a las empresas a tasas muy bajas (4% anual). Estos costos de endeudarse y asumir cobertura en dólares comparan con un mucho mayor rendimiento de los instrumentos en pesos (40-50% TNA). En tanto y en cuanto se sostenga la credibilidad de la estrategia cambiaria (fortalecida por el cepo) se trata de un negocio redituable y seguro.

Tal como se verifica en la tabla siguiente, la baja de la tasa de política monetaria que se instrumentó recientemente (de 40% a 35%) tiende a reducir el retorno de las estrategias de carry-trade, aunque las mantiene en terreno positivo.

TAB. 1 - Configuración de tasas

	TEM	TEA
TASA DEL CRÉDITO EN DÓLARES	0,40%	4,80%
RITMO DE DEPRECIACIÓN / COBERTURA FUTUROS	2,00%	26,82%
TASA DE POLÍTICA MONETARIA ANTES DE LA BAJA	4,02%	48,23%
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DESPUÉS DE LA BAJA	3,43%	41,21%
RESULTADO CARRY ANTES DE LA BAJA DE TASA	1,57%	18,87%
RESULTADO CARRY DESPUÉS DE LA BAJA DE TASA	1,00%	12,02%

Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA y BYMADATA

El carry sobre el mercado paralelo (MEP-CCL)

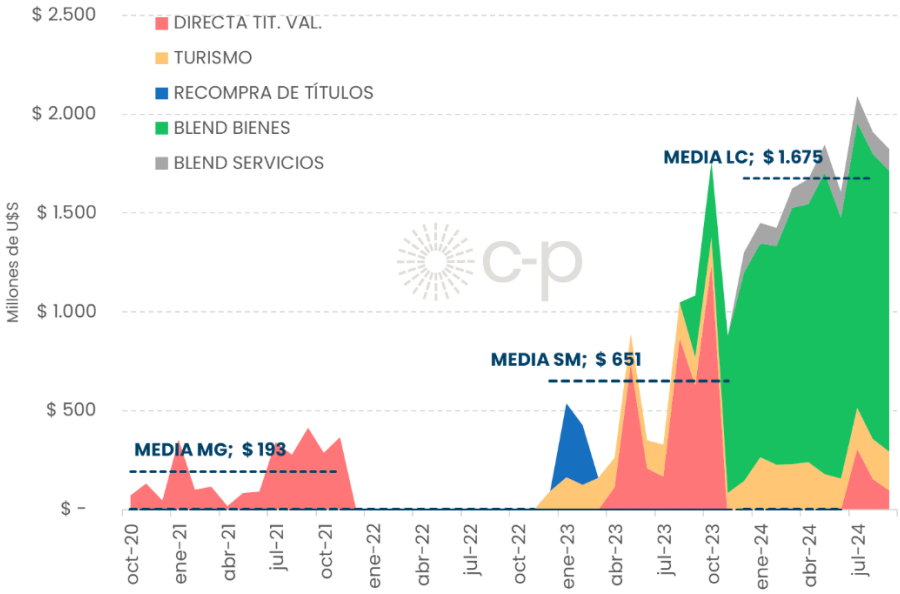
Las operaciones que se realizan sobre los mercados de dólar financiero son diferentes. En este caso no existen restricciones de acceso[1], pero su dinámica tiende a ser mucho más errática dada la volatilidad de los tipos de cambio financieros.

La volatilidad de estas estrategias se modificó drásticamente a partir de la decisión del gobierno de asumir un compromiso tácito con la estabilidad de la brecha cambiaria a

[1] Salvo las que pesan sobre las empresas que participan del mercado de cambios oficial.

partir del mes de julio. Desde entonces, la oferta de dólares del *blend* de exportaciones (80-20), sumado a las intervenciones directas sobre el mercado financiero del BCRA operan como una suerte de reaseguro sobre la evolución de los tipos de cambio financieros. El hecho de que en septiembre en un contexto de ingreso de dólares por este mercado (orientados a pago de impuestos vinculados al blanqueo) el BCRA haya sostenido su intervención (U$S100 millones) parece reforzar esta idea.

GRAF. 8 - Oferta de dólares oficiales en el mercado financiero



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA y BYMADATA

De esta forma se recrea un proceso similar al descripto para el mercado oficial. A diferencia del *carry* sobre el dólar oficial, se trata de un ciclo más riesgoso (no existe un compromiso cambiario explícito) pero con mayor rendimiento y más "democrático" (la accesibilidad es mayor dado que no operan los límites de acceso al mercado oficial).

Las características de los participantes y los volúmenes del *carry-trade* sobre el mercado de dólar financiero es prácticamente imposible de determinar dada la opacidad de la información sobre el mercado. No existen en la actualidad estadísticos que permitan mensurar ni el volumen del fenómeno ni el perfil de los participantes (residentes o no residentes).

Los problemas no son solo de información, sino que a su vez no existen regulaciones macroprudenciales que acoten estas operaciones con capacidad de desestabilizar la dinámica cambiaria. En este sentido, la configuración del mercado del dólar financiero (CCL-MEP) se asemeja a la que la administración Macri estableció sobre el mercado oficial.

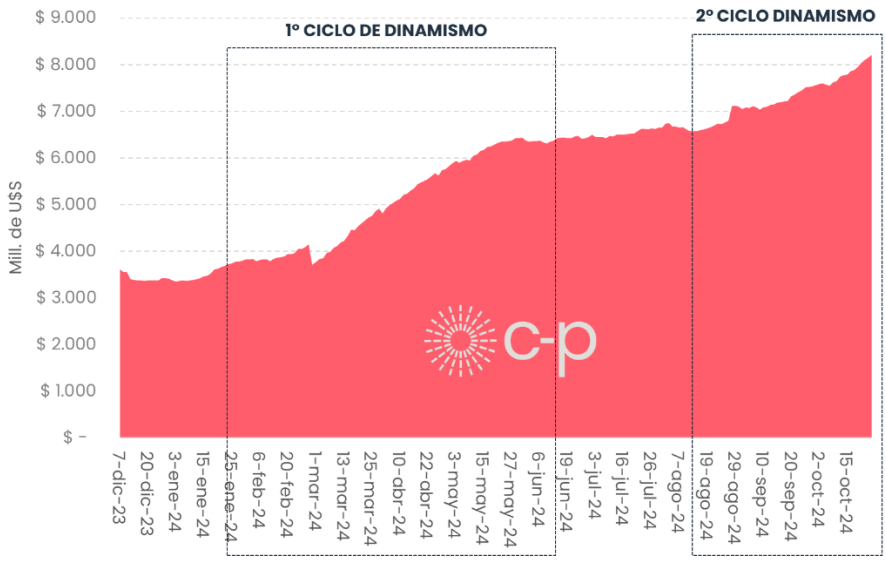
No existían estadías mínimas, encajes o tasas que desincentiven las operaciones, ni registros precisos sobre el perfil de los inversores. El único límite que enfrenta el proceso lo establece la dinámica y el tamaño del mercado. Al tratarse de un mercado de menor volumen relativo, los grandes inversores internacionales saben que su ingreso o salida puede afectar considerablemente las cotizaciones y los resultados del negocio. La canalización del 20% de las exportaciones y la intervención directa del BCRA en este

mercado tiende a reducir estos límites. De esta forma, la vulnerabilidad que abre el nuevo ciclo de *carry* sobre el dólar financiero es en buena medida desconocida.

Los dos ciclos de *carry* de Milei

El ciclo financiero en curso es el segundo que construye el gobierno en apenas 11 meses de gestión. El primero se apalancó sobre la base de la normalización de depósitos en dólares tras la crisis electoral, los aportes de la deuda compulsiva de importaciones, el salto cambiario oficial y la estabilización de la brecha cambiaria de febrero (tras digerir los problemas de deuda comercial y las emisiones de Bopreal).

GRAF. 9 - Préstamos en dólares de entidades financieras



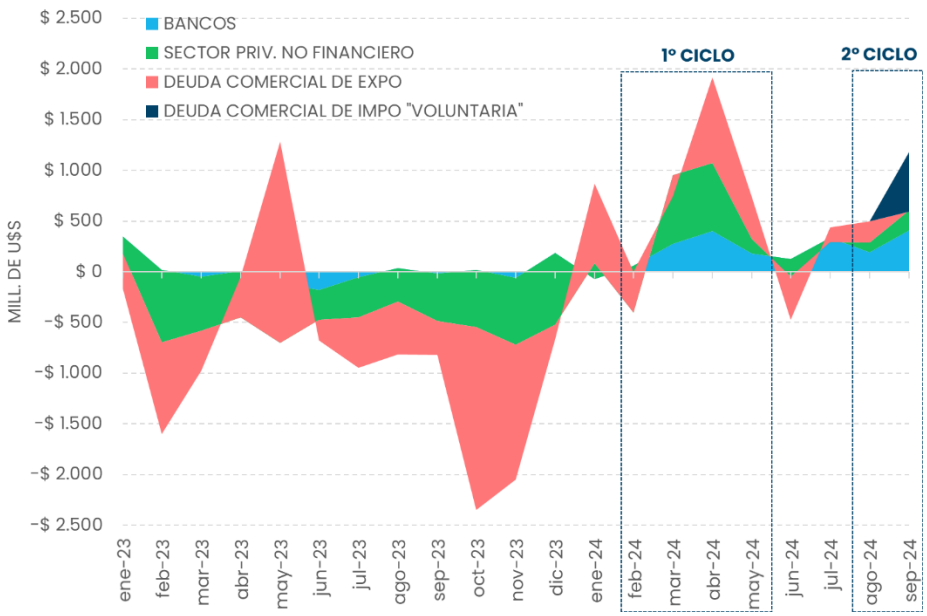
Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA

En ese contexto, la reversión del retiro de depósitos en dólares que acompañó el proceso electoral, la estabilización de la brecha tras las primeras emisiones de Bopreal y los buenos resultados en el mercado de cambios oficial que posibilitó la devaluación y el refuerzo del cepo (restricción de pagos de importación) dieron pie a un ciclo de expectativas de estabilidad cambiaria que puso en marcha un primer ciclo de carry-trade sobre los mercados oficial y paralelo.

En mayo el proceso se interrumpió cuando coincidieron una baja de la tasa de interés, el agotamiento de las compras del BCRA en el mercado oficial, una nueva emisión de Bopreales para el giro de utilidades y las malas noticias respecto de un potencial nuevo

acuerdo con el FMI. La suba de la brecha cambiaria expresó el cambio en el humor financiero interrumpiendo las operaciones de *carry* y revirtiendo la baja del riesgo país.

GRAF. 10 - Ciclos y magnitudes del carry sobre el mercado oficial



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA

A partir de agosto se puso en marcha un segundo ciclo, que como señalamos se montó sobre los aportes de dólares del blanqueo y la eliminación de la incertidumbre cambiaria de corto plazo. Los datos del mercado de cambios oficial permiten identificar el inicio del ciclo. Tal como señalamos anteriormente, los datos preliminares de octubre (emisión de ON, liquidaciones de CIARA y compras del BCRA) pronostican un pronunciamiento del aporte positivo de los dólares financieros al resultado del mercado de cambios, haciendo del ciclo en marcha uno más grande que el anterior.

Gatillos y riesgo de reversión ¿cómo y cuándo se corta?

La historia está repleta de experiencias que demuestran que estos procesos pueden o bien agotarse o incluso revertirse y tornarse inestables. La interrupción de un ciclo similar en mayo hace evidente que las bonanzas financieras no son para siempre.

Los ciclos de *carry-trade* se construyen sobre las expectativas de estabilidad cambiaria. En este sentido, la dinámica de las **reservas internacionales** (o más de corto plazo las compras del Banco Central en el mercado) suelen ser un gatillo para la reversión del ciclo financiero. Así, la venta de reservas dispara desconfianza sobre la estabilidad cambiaria que cambia la tendencia del ciclo.

En el mismo sentido, la ocurrencia de **shocks externos o internos** que afecten la percepción de riesgo de los inversores o la sostenibilidad de las cuentas externas suelen ser detonantes del cambio de ciclo. La modificación de la política económica de los países centrales, problemas en socios o países similares, sequías, guerras con impactos sobre precios de los *commodities*, etc. son algunos ejemplos. De igual forma pueden operar sucesos inesperados internos que modifiquen las expectativas.

En simultáneo el **ciclo de la tasa de interés local o cuestionamientos sobre la sostenibilidad de la deuda pública (aumento del riesgo) que se utiliza para realizar el *carry-trade*** puede ser también un factor de desestabilización. Naturalmente, si la concreción de la ganancia en pesos es puesta en duda, el esquema se ve vulnerado. El nivel de la tasa de interés (y por ende la magnitud del *carry* ofrecido) y el manejo de la deuda se vuelven centrales.

El **tipo de agente que domina el proceso** tampoco es neutral. Los inversores residentes y no residentes suelen tener percepciones de riesgo y funciones de reacción diferentes frente a los cambios de contexto y política que pueden hacer más vulnerable el proceso. La incidencia de inversores externos es en este sentido usualmente presentado como un factor de vulnerabilidad debido a que son más sensibles a cambios en el contexto externo y a pequeños cambios de tendencia en la coyuntura local.

La dinámica tras **la reversión del ciclo** es en Argentina bien conocida. El desarme en manada de las posiciones de inversión en pesos no logra ser contenido por la suba de la tasa de interés y se acrecientan las tensiones cambiarias. En ese marco, problemas para la refinanciación de deudas locales y una devaluación son las primeras consecuencias de un tipo de crisis que amenaza con espiralizarse. En la actualidad, el sostenimiento del cepo hace que la inestabilidad del *carry* se manifieste antes sobre la brecha cambiaria que en un salto devaluatorio clásico de una crisis cambiaria con mercado único.

Perspectivas

El ciclo financiero en curso despertó la euforia de inversores y analistas, y reviste una gran centralidad al momento de sopesar las chances de éxito del esquema económico en el corto plazo. En este sentido, cabe realizar algunas consideraciones sobre su sostenibilidad en el tiempo.

En primer lugar, al igual que ocurre con la estrategia desinflacionaria, **la estabilidad del tipo de cambio oficial y paralelo es fundamental para la continuidad del proceso**. En este sentido, la probabilidad de un cambio abrupto del esquema cambiario (salida del cepo como parte de la estrategia del gobierno) se reduce. La salida del cepo implicaría no solo interrumpir la estabilidad cambiaria, sino también un muy probable traspié para la deuda en pesos y la dinámica de las tasas de interés.

Por otra parte, aunque el blanqueo de capitales tendió a disipar en el corto plazo la incertidumbre cambiaria, **el escenario de cara a 2025 se encuentra lejos de estar resuelto**. De hecho, los ejercicios de programación cambiaria presentados en el informe anterior, hacen evidente la tensión más importante del esquema cambiario actual: el sostenimiento del *blend* (el seguro de estabilidad cambiaria sobre el dólar financiero) desestabiliza, vía reservas netas, el mercado oficial (la garantía de continuidad de la regla cambiaria sobre el mercado oficial).

Estas circunstancias plantean una decisión de difícil ecualización para el gobierno. Sostener la bonanza financiera en las operaciones sobre el mercado oficial más allá de enero requerirá alguna modificación del *blend* que podría dañar la estabilidad de la brecha y las ecuaciones de *carry* sobre el dólar financiero. Por el contrario, el sostenimiento del *status quo* cambiario podría deteriorar las reservas a tal punto que afecte las percepciones de estabilidad cambiaria general. El futuro de la estrategia cambiaria deberá considerar estas tensiones en vistas de garantizar la estabilidad en ambos mercados.

En tercer lugar, el nuevo programa monetario plantea también algunas dudas respecto de **la dinámica de la deuda en pesos una vez consumido el "sobrante de pesos" con el que hoy cuenta el gobierno**. Aunque se trata de un aspecto de la política económica sobre el cual el gobierno posee mayores márgenes de control, el agotamiento del sobrante monetario con el que viene haciendo frente al pago de interés y al crecimiento de la demanda de dinero podría ser una fuente de incertidumbre sobre el futuro de la deuda en pesos que marque un punto de inflexión. En un sentido similar operan las discusiones respecto de la invisibilización de la carga de intereses de la deuda en pesos a partir de la emisión de instrumentos a descuento.

En cuarto lugar, el ciclo de carry-trade sobre el dólar paralelo suele ser más frágil e inestable. No obstante, posee vasos comunicantes con los sucesos en el mercado oficial. Como demuestra lo ocurrido en mayo, la interrupción del ciclo en el paralelo (a través de su impacto en la brecha) es fundamental para las expectativas sobre el dólar oficial y las operaciones de financiamiento en dólares en este mercado. Es decir, aunque el carry asume un carácter dual en el mercado de cambios, existe una polea de trasmisión entre ambos que opera a través de las expectativas de devaluación.

Finalmente, el ciclo financiero sobre las operaciones de carry-trade a través del mercado oficial se encuentra en la actualidad estrechamente vinculado a la nueva capacidad prestable en dólares que generó el blanqueo. En la medida que la misma se agote, el ciclo comenzará a perder fuerza. Las novedades normativas vinculadas a potenciar el uso de la capacidad prestable en dólares de los bancos (Comunicación A 8121) debe entenderse en este sentido como un esfuerzo de las autoridades por extender la magnitud y duración del proceso.

El aporte del blanqueo ha vuelto al ciclo de carry trade actual mayor en su magnitud que su antecesor reciente. En este sentido, en caso de revertirse, amenaza con despertar una presión de demanda de dólares sobre el mercado oficial que genere aún más estrés sobre un nivel de reservas, que se ubica en niveles crítico, pese a los buenos resultados de compras de los últimos meses.

c-pconsultora.com.ar