



Reflexiones semanales de Mercado

# Las consecuencias del *carry trade*

Analizando los inicios del *carry trade* del yen, y los efectos de su colapso.



**Melissa Ochoa Cárdenas**  
Estratega de Inversión



**Mauricio Viaud**  
Estratega de Inversión *Senior*  
y Manager de Portafolio



## Las consecuencias del *carry trade*

La semana pasada probablemente será recordada por mucho tiempo por el mercado. En medio de una volatilidad elevada y de variaciones marcadas en los precios, los *traders* vieron cómo eventos que no creían posibles ocurrían ante sus ojos: el Banco Central de Japón (BoJ) aumentó su tasa de política monetaria, una apreciación significativa del yen japonés, y los crecientes temores de que Estados Unidos no salga completamente ileso de los rumores de una recesión. Incluso si la volatilidad ya ha disminuido y los mercados parecieran experimentar un periodo de “tensa calma”, consideramos oportuno repasar los eventos de la semana pasada, los efectos que estos tuvieron en los mercados, y las que podrían ser las mejores opciones para posicionarse en los activos que se vieron más afectados.

Incluso si algunos operadores del mercado consideran que los eventos de la semana pasada ocurrieron de forma inesperada, los primeros indicios de estas dinámicas empezaron a principios del verano. A inicios de julio, el yen comenzó a apreciarse drásticamente, en medio de los inversionistas descontando la posibilidad de una potencial subida de tasas por parte del BoJ. Esto ocurrió en medio de una temporada de resultados del 2T24 que trajo consigo sorpresas positivas. Sin embargo, algunos de estos reportes empezaron a mostrar algunos signos de preocupación con respecto al repunte de las acciones relacionadas con la IA, señalando que este podría estar avanzando demasiado rápido luego de que algunas compañías del sector de tecnología exhibieran resultados decepcionantes. Los débiles datos de empleo en Estados Unidos asustaron a los mercados y aumentaron la presión, llevando a los analistas a reconsiderar los efectos de los indicadores del mercado laboral en la economía y la

mayor posibilidad de una recesión en Estados Unidos.

El BoJ contrajo su política monetaria prácticamente al mismo tiempo que la Fed señaló la posibilidad de que recortes en su tasa eran una posibilidad para su reunión de septiembre. La posibilidad de la reducción en este diferencial de tasas que se había mantenido en niveles máximos por más de dos décadas, en conjunto con la sorpresa negativa de los datos de empleo de julio, fueron los ingredientes necesarios para detonar un *sell-off* en los activos más riesgosos. La inestabilidad del mercado fue tan generalizada que algunos inversionistas comenzaron a considerar la posibilidad de que la Fed tuviera que convocar a una reunión de emergencia para reducir su tasa de política monetaria antes de su reunión de septiembre.

El caos en los mercados globales ocurrió luego de la venta masiva que se dio en los mercados japoneses durante el fin de semana, cuando los principales índices accionarios colapsaron. Este colapso provocó un aumento en el índice de volatilidad del CBOE —conocido como VIX— del que hablamos en nuestro comentario anterior, lo que a su vez generó un contagio en diferentes mercados. Los activos de los mercados emergentes fueron los más afectados. No obstante, este episodio de volatilidad fue uno de corta duración, especialmente si se tienen en cuenta las acciones del vicegobernador del BoJ, Shinichi Uchida, quien intentó calmar los temores de los inversionistas al minimizar la posibilidad de aumentos adicionales en la tasa de interés en el futuro cercano, lo que a su vez conllevó a una

devaluación del yen. Estos comentarios contrastaron con la postura más *hawkish* que había exhibido el gobernador Kazuo Ueda.

La situación en Japón se debió tanto a variables políticas como económicas, donde la debilidad de su moneda sentó las bases para que los inversionistas aprovecharan lo que se ha denominado como el "*carry trade*". Exploremos en qué consiste exactamente y cómo llegó a darse en este caso específico.

En esencia, un *carry trade* es una transacción de inversión que implica dos pasos. En primer lugar, los inversionistas toman prestados activos en un mercado o moneda relativamente más barata. En segundo lugar, los mismos inversionistas utilizan estos fondos de bajo costo para invertir en activos de otros mercados con mayores rendimientos. En esencia, un *carry trade* es una forma de estrategia de trading con margen, en la que los inversionistas toman prestados activos de bajo costo para financiar la compra de inversiones con mayores rendimientos.

Ahora, profundicemos en lo que sucedió en este caso específico. En un esfuerzo por estimular la economía, el Banco de Japón había mantenido las tasas de interés en un territorio artificialmente negativo durante los últimos diecisiete años, lo que también debilitó al yen. Esto llevó a los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, a pedir prestados fondos denominados en yenes en este país durante muchos años. Goldman Sachs estima que este endeudamiento podría haber alcanzado niveles de entre USD 50,000mm y USD 200,000mm. Al otro lado del mundo, la Reserva

Federal estaba aumentando las tasas de interés en Estados Unidos, manteniéndolas en niveles altos durante varios años. La misma dinámica fue evidente en muchos otros países, incluidos varios de América Latina. Como resultado, los mismos inversionistas que pidieron prestado "barato" en Japón, utilizaron estos activos para comprar activos de mayor rendimiento en países como Estados Unidos, México y Brasil. Es probable que la mayoría de los fondos se hayan desplegado en activos con niveles de riesgo relativamente bajos, como los bonos del Tesoro de EE. UU. Sin embargo, algunos también se utilizaron para comprar activos de mayor riesgo en todo el mundo. El apalancamiento era alto.

Luego, a principios de este mes, en un esfuerzo por controlar el yen, el BoJ elevó las tasas de interés de cerca del 0% al 0.25%. A primera vista, esto no parece un movimiento significativo. Sin embargo, marcó el comienzo de un cambio significativo en la política monetaria en Japón, así como el principio del fin del *carry trade* del yen. Los inversionistas con exposición a este *trade* comenzaron a vender sus posiciones en otros activos para devolver los fondos que habían pedido prestados "baratos" antes de que sus costos aumentaran y redujeran sus ganancias. Así comenzó el desmantelamiento del *carry trade* del yen. Goldman Sachs estima que hasta el 90% de esta reversión podría ya haber ocurrido. Sin embargo, Goldman también señala que este número podría estar subestimando el alcance total de la reversión, ya que podría haber más por venir.

Una pregunta lógica que se derivaría de este desenlace sería: "¿Qué pasa con el yen y los

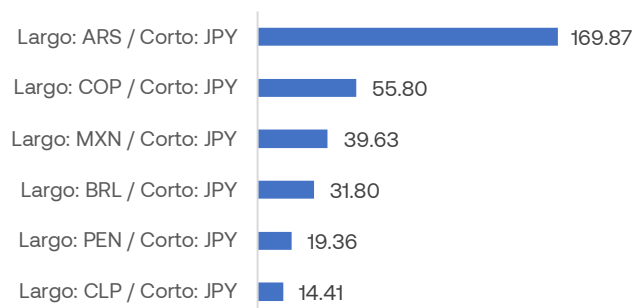
mercados de renta variable de Japón?" Desde la perspectiva del yen, aunque es probable que este siga siendo volátil, no nos sorprendería que continúe con una tendencia alcista con el tiempo. Creemos que es muy posible que el Banco de Japón intervenga para controlar la alta volatilidad de esta moneda, dadas las perspectivas de un cambio en la política monetaria, así como la incertidumbre fiscal y política en el país. Sin embargo, también existe una alta probabilidad de que, a largo plazo, el Banco de Japón siga subiendo las tasas para estabilizar la economía, lo que provocará una apreciación continuada del yen.

La volatilidad del yen también está influyendo en el mercado accionario japonés. Por un lado, un yen más fuerte aumenta los costos para el consumidor japonés, así como para las empresas nacionales del país. Por otro lado, un yen más fuerte podría incitar a los inversionistas japoneses a repatriar el dinero que han invertido fuera del país. Es probable que muchos de estos fondos se inviertan en acciones japonesas, lo que podría conducir a un aumento en los mercados accionarios del país. Además, es probable que la mejora del entorno económico fortalezca los mercados locales. Creemos que, a largo plazo, los mercados accionarios de Japón podrían subir, lo que representa una oportunidad de inversión con un potencial significativo. Sin embargo, es muy probable que sigan siendo muy volátiles a corto y mediano plazo, lo que hace que esta inversión sea más adecuada para inversionistas con un horizonte a largo plazo y una alta tolerancia al riesgo.

Los mercados japoneses no fueron los únicos afectados por la reversión del *carry trade* del yen;

las monedas de todo el mundo también sintieron sus efectos. Al enfocarnos en las monedas latinoamericanas y en cómo la región digirió los efectos de la reversión del *carry trade*, hay varias cosas que deben tenerse en cuenta. En primer lugar, América Latina fue un mercado muy atractivo entre 2022-2023, cuando la región ofrecía rendimientos más altos que las economías desarrolladas. Lo anterior, en conjunto con la debilidad del dólar, atrajo a los inversionistas a ejecutar el *carry trade* que mencionamos antes en América Latina. De hecho, los retornos de *carry* para América Latina para 2023 estuvieron todos por encima del 14%:

#### **Monedas latinoamericanas superaron en desempeño al JPY - Retornos por carry (%)**



**Fuente:** Bloomberg. Datos de 30 de diciembre 2022 al 29 de diciembre 2023

Aunque los rendimientos del *carry* para la región en lo corrido del año siguen siendo en gran medida positivos, América Latina no salió ilesa de los

efectos de la reversión del *carry trade* del yen. El Bloomberg Latam Equal Weighted Spot FX Index, que representa el rendimiento igualmente ponderado de las tasas de cambio spot de las monedas de LATAM en relación con el USD, se encuentra ligeramente negativo en lo que va del mes (-1.94%), y la caída más pronunciada coincidió con la liquidación de las operaciones. Por supuesto, la fortaleza del dólar este año ha planteado un desafío para el atractivo de la región, solo empeorado por un entorno macroeconómico más débil. Sin embargo, hay un lado positivo en esta situación: una vez que la volatilidad del *carry trade* del yen se desvaneció, las monedas latinoamericanas se recuperaron y han rebotado en los mercados. Incluso si tenemos en cuenta que los mercados emergentes pueden no ser los mejor posicionados para soportar episodios de volatilidad, mantener una exposición equilibrada y diversificada a diferentes monedas puede resultar beneficioso en momentos como estos.



Click or scan this code to access more insights at [insigneo.com/insights](https://insigneo.com/insights)

## Important Legal Disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC) <https://www.sipc.org/>. Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo Asesor Internacional S.A, Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these nine operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via [www.finra.org](http://www.finra.org). To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

### FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA

la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.