

## Londres y el eurodólar

**Cristhian Alejandro Cruz Moreno**

Especialista Monedas y Commodities

+57 1 3538787 ext. 6120

[cristhian.cruz@corficolombiana.com](mailto:cristhian.cruz@corficolombiana.com)

- A nivel global, las transacciones denominadas en dólares son las mayores en términos nominales y prácticamente triplican al euro (2.7 veces), la siguiente más transada.
- El 84% de las operaciones con divisas se realizan fuera de EEUU, de los cuales Londres concentra la mitad. Estos resultados confirman el papel central de la capital inglesa como centro financiero global, así como en las transacciones que involucran dólares. Por lo anterior, consideramos que la probabilidad de una rápida relocalización de subsidiarias bancarias, una vez materializado el *Brexit*, es baja.
- Por otro lado, toda operación en dólares por fuera de la jurisdicción monetaria y bancaria de EEUU se le conoce como eurodólar. Este mercado crece en línea con los déficits en balanza de pagos de EEUU, la constitución de activos en dólares en el extranjero y la emisión de bonos globales pagaderos en esa divisa.
- Desde el punto de vista de los pasivos, el importante tamaño del mercado de eurodólares es aprovechado por el resto del mundo para la adquisición de crédito bancario o la emisión de bonos. Así mismo, la presencia de múltiples centros financieros y la interacción de múltiples actores, descentraliza la cotización del dólar.

**Cada día se transan cerca de 5.8 billones<sup>1</sup> de dólares en los mercados de capitales del mundo<sup>2</sup>**, de los cuales 1.6 billones son realizados en el mercado de contado (*spot*) y el restante en contratos a futuro OTC (*over the counter*). El dólar sigue siendo la moneda global por excelencia y para 2019 representa el 87.8%<sup>3</sup> de todas las negociaciones internacionales de divisas, prácticamente triplica al euro (31.8%) y se ubica por encima de los niveles vistos en la crisis de 2007 (85.8%) (Gráfico 1).

*El dólar sigue siendo la moneda global por excelencia y para 2019 representa el 87.8% de todas las negociaciones internacionales de divisas.*

**La mayoría de las transacciones con divisas se concentran en Londres.** En efecto, la capital inglesa es el mayor centro financiero del mundo y explica dos de cada cinco operaciones que se realizan a nivel internacional. Nueva York, Singapur, Hong Kong y Tokio, concentran otras dos quintas partes, mientras que el restante se atomiza en un centenar de ciudades alrededor del globo (Gráfico 2). En lo que se refiere específicamente a transacciones en dólares, cerca de un 90% del total de las operaciones londinenses incluyen al dólar como par y se destaca el EURUSD como el más negociado en un 28% del total de operaciones<sup>4</sup>.

La consolidación de Londres como el centro financiero más importante del mundo no es fortuito. El hecho de que uno de cada ocho habitantes esté en la industria de servicios financieros da cuenta del tamaño y la importancia de este sector para ese país<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Millones de millones

<sup>2</sup> Ver: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>

<sup>3</sup> Para transacciones internacionales de divisas, la suma de las participaciones de cada divisa es 200% en vez de 100% debido a que se involucran dos divisas en la operación.

<sup>4</sup> Ver: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/statistics/bis-survey/2019/summary-of-uk-survey-results-2019.pdf?la=en&hash=1802B25686E3D7B2B190ED6F145B52419821269D>

<sup>5</sup> Ver: <https://www.zyen.com/media/documents/LCGFC.pdf>

Asimismo, **la presencia de personal calificado, un entorno regulatorio favorable y un fácil acceso a otros mercados internacionales, ayudan a entender la supremacía de esta ciudad en esta materia.** De esta manera, la capital inglesa se ha posicionado como el centro de operaciones de varios bancos internacionales entre los que se destacan los más grandes de EEUU (Citibank, Bank of America, JP Morgan), de Alemania (Deutsche Bank), Francia (BNP Paribas), entre otros.

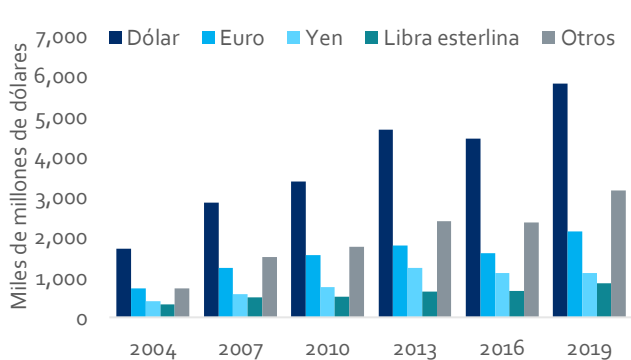
**Son precisamente este tipo de ventajas competitivas las que reducen la probabilidad de una rápida relocalización de subsidiarias bancarias, una vez materializado el Brexit.** Si bien, hay instituciones financieras que podrían trasladar sus operaciones a París o Frankfurt, creemos que no sería un proceso rápido. Asimismo, hay que considerar que Londres mantiene una larga tradición de manejo de recursos en dólares, constitución y administración de depósitos, lo que a la postre favorece que bancos extranjeros refuercen su presencia allí.

*Esta denominación no tiene nada que ver con el euro como divisa, simplemente es un convencionalismo que se remonta a unas décadas atrás.*

Como ya mencionamos, un rasgo distintivo de las operaciones en el mercado de capitales de Londres es que se da en dólares estadounidenses, o mejor, en **eurodólares.** Este concepto, se refiere a **todo activo denominado en dólares fuera de EEUU o, también, a los pasivos en dólares de un banco estadounidense y cuyo acreedor es un no residente.** Esta denominación no tiene nada que ver con el euro como divisa, simplemente es un convencionalismo que se remonta a las décadas de 1940 y 1950 que hace que todos los dólares fuera de EEUU se consideren así.

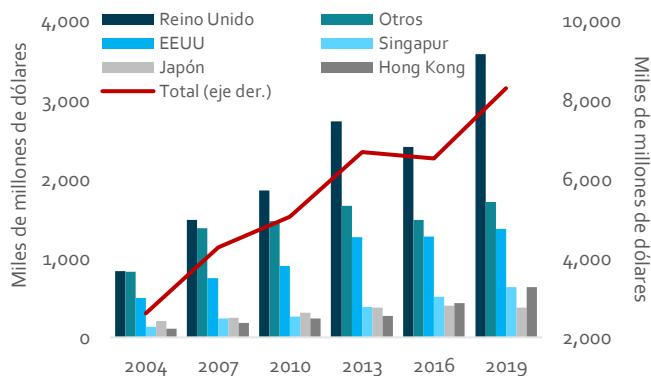
Este mercado global de dólares, ajeno a la regulación monetaria y bancaria estadounidense, permite entender por qué una decisión de política monetaria de la Fed, no se materializa necesariamente en un determinado movimiento cambiario: **la presencia de un stock en dólares fuera de EEUU, sujeto a regulaciones locales e influenciado por la política monetaria particular, en el caso de que el sistema bancario admita la constitución de balances en esa moneda, limita el alcance de las decisiones de la autoridad monetaria estadounidense** y centra el análisis en una

**Gráfico 1. Moneda de denominación en transacciones\***



Fuente: BIS. Cálculos: Corficolombiana. \*Transacciones en mercados de capitales que involucran intercambio de divisas

**Gráfico 2. Montos transados por país\***



Fuente: BIS. Cálculos: Corficolombiana. \*Transacciones en mercados de capitales que involucran intercambio de divisas

búsqueda de rendimiento por parte de inversionistas, más que en una afectación normativa directa sobre sus balances.

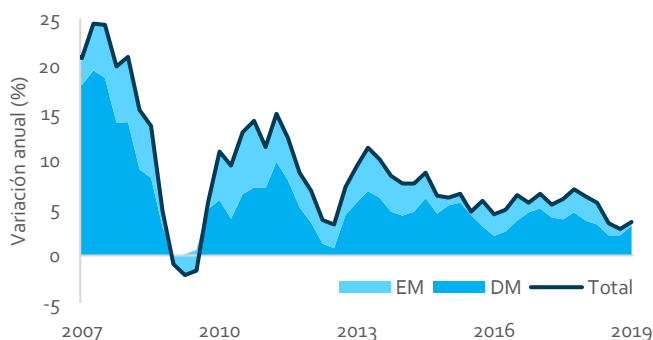
Históricamente las fuentes de fondeo de estos eurodólares han sido los déficits externos de EEUU, la constitución de depósitos en dólares por parte de bancos estadounidenses fuera de su país, así como la emisión de bonos globales denominados en dólares. Asimismo, la promulgación de límites a la tasa de interés que un banco estadounidense puede reconocer a depositarios (Regulación Q), requerimientos de reservas para instituciones depositarias (Regulación D) y seguros bancarios sobre depósitos en dólares, ayudaron en el crecimiento de este mercado. **Si bien, la Fed ha hecho un esfuerzo para equiparar la regulación en los mercados de dólares y de eurodólares y, de esa manera, evitar el arbitraje de tasas entre mercados, la realidad es que aún existen tanto incentivos como dinámicas que le fortalecen.**

*Una de las fuentes de fondeo de los eurodólares ha sido el déficit comercial de EEUU, por cuenta de la salida de dólares para pagar importaciones.*

Respecto al tipo de transacciones que podemos observar en el mercado eurodólar destacamos tres: **puramente offshore, de ida y vuelta, y transnacional**<sup>6</sup>. El primero de los casos, se refiere a **aquella operación denominada en dólares, pero en la que no interviene ningún residente fiscal estadounidense**: por ejemplo, en exportador de crudo árabe constituye un depósito en dólares en Londres. El segundo, puede ser el caso en el cual un banco europeo capta recursos de residentes estadounidenses, para luego invertir en títulos de deuda de EEUU. En efecto, en este segundo escenario **tanto el transmisor como receptor de recursos en un agente estadounidense, no obstante, la intermediación fue realizada por un no residente**, lo que a la postre tiene impactos externos. El tercer escenario es, por ejemplo, inversiones en bonos globales denominados en dólares, donde **existe un flujo de entrada/salida de dólares, sin que haya expectativa de retorno inmediato**.

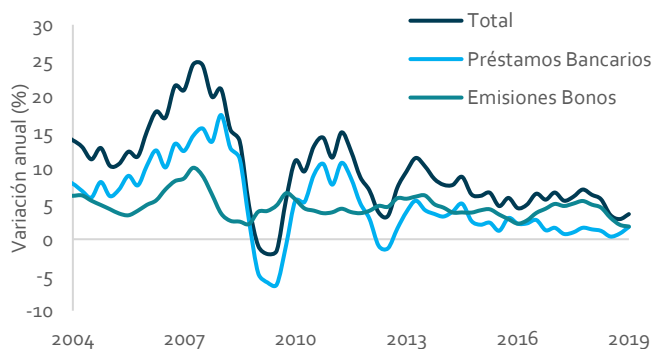
En ese sentido, debemos enfatizar el rol central que juega el dólar como moneda global, es decir: reserva de valor, unidad de cuenta y medio de pago. Ciertamente, es común la

**Gráfico 3. Contribución por grupo de país \***



Fuente: BIS. Cálculos: Corficolombiana. \*Contribución a la deuda a la deuda en dólares de agentes no bancarios

**Gráfico 4. Deuda en dólares \***



Fuente: BIS. Cálculos: Corficolombiana. \*Deuda en dólares de agentes no bancarios por tipo de instrumento.

6 Ver: <http://www.rperotti.com/corso30442/chaptero720160915v10.pdf>

constitución de reservas internacionales en activos denominados en dólares, la gran mayoría de bienes, como los *commodities*, se cotizan en dólares, y las transacciones internacionales usualmente son saldadas en esa divisa. Es decir, más allá de los incentivos normativos y las fuentes de fondeo de excedentes en esa moneda, lo que evidenciamos es una dinámica internacional que privilegia su tenencia.

*Durante los últimos años se evidencia un crecimiento de las operaciones en dólares, alimentado principalmente por expansiones de liquidez.*

De esta manera, lo que se ha visto durante los últimos años es un crecimiento de las operaciones en dólares, alimentado principalmente por expansiones de liquidez tanto de la Fed como de otros bancos centrales, en su respectiva moneda. Así, **desde el comienzo de la crisis financiera en el otoño de 2007, la hoja de balance de la Reserva Federal (Fed) prácticamente se ha cuadruplicado, al pasar de 870 mil millones en julio de 2007 a 3.9 billones de dólares en octubre de 2019.**

Esta condición ha sido aprovechada por agentes no bancarios alrededor del globo los cuales, en conjunción con bajas tasas de interés, han reperfilado su deuda y mejorado su costo de fondeo. Si bien los préstamos bancarios aún son el principal vehículo de financiación, vemos un crecimiento importante en la emisión de bonos en dólares. En conjunto, **a marzo de 2019 el monto emitido de deuda en dólares alrededor del mundo llegó a los 11.8 billones de dólares, 2.3 veces mayor frente a la víspera de la crisis financiera.**

En esa línea, es llamativo que la tasa anual de crecimiento del crédito en dólares se mantiene en terreno positivo desde 2010, con especial énfasis en países desarrollados (Gráfico 3) y a pesar de la terminación del programa de flexibilización cuantitativa de la Fed en 2014. Asimismo, es importante notar cómo las emisiones de bonos en dólares han crecido a tasas más o menos similares durante los últimos 15 años, incluso durante la crisis financiera en la cual los préstamos bancarios se contrajeron (Gráfico 4).

*Las emisiones de bonos en dólares han crecido a tasas similares durante los últimos 15 años, tanto en emergentes como desarrollados.*

De esta manera, las dinámicas descritas previamente permiten caracterizar el mercado de eurodólares en términos de transacciones, ubicación y uso de recursos. Consideramos relevante este ejercicio porque permite ampliar las herramientas para explicar la fortaleza global del dólar, en un contexto de reducción de tasas de interés alrededor del mundo y renovación de programas cuantitativos en algunos de los principales bancos centrales.