

## ANDBANK RESEARCH

Global Economics &  
Markets

**Alex Fusté**  
**Chief Economist**

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

+376 881 248



## Working paper – 89

### La próxima guerra por el dólar

Abril 2015

ANDBANK /  
Private Bankers

*Cicerón dijo en su día: “Las guerras deben emprenderse de tal manera que parezca que sólo se busca la paz” (de officis. 1.23.80).*

*Pues bien. Las valoraciones con las que nos deleitan los grandes banqueros centrales hoy en día (del tipo; “la devaluación es buena para mi país y lo que es bueno para mi economía es bueno para el mundo”) responden escrupulosamente a la descripción que Cicerón hizo sobre como hay que plantear la guerra.*

*Aceptada pues la idea de que hemos asistido a una nueva normal de agresiones monetarias (como afirmó en 2010 el ministro brasileño Mantega), tras la proliferación de las políticas de “empobrecer al vecino” mediante devaluaciones, se me hace ciertamente difícil saber donde puede estar el valor justo de una divisa.*

*No por ello, vamos a cejar en el empeño de buscar y entender lo que, como el común de los mortales, muchas veces no entendemos.*

## Capítulo I. El origen de los dólares en el sistema

- Cuando los EE.UU incurren en déficit comercial (Cuenta Corriente), éstos liquidan sus compras (obligaciones con firmas extranjeras) en dólares.
- Los exportadores extranjeros mantienen inicialmente esos **“dólares ganados”** mediante depósitos en USD con sus bancos comerciales locales. Como resultado, los dólares aparecen a su vez en el balance del Banco Central como Reservas Internacionales ó Fx Reserves (ver representación). Imaginemos que hablamos de una operación de US\$100 millones.

<i>Foreign Country Commercial Bank Balance Sheet</i>		<i>Foreign Country CENTRAL BANK Balance Sheet</i>	
Assets		Assets	Liabilities
Depo with CB.	100	Fx Reserves	100
			Deposit held by private banks (US\$)
			100

- Posteriormente, este Banco Central reinvierte sus dólares en la Reserva Federal, en cuyo balance (pasivo) aparecerá dicha posición con el nombre de “Selected Foreign Assets held at Federal Reserve banks”, y serán utilizados para comprar bonos del tesoro y financiar el déficit.

<i>Foreign Country CENTRAL BANK Balance Sheet</i>		<i>US FED Balance Sheet</i>	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Fx Reserves (held at Fed)	100	Tbills	100
	Deposit held by private banks (US\$)		Selected Foreign Assets held at Fed
	100		100

## Capítulo II. Cuando los dólares que aparecen en los bancos centrales no son “dólares ganados”, si no “dólares prestados”

- Imagínense ahora que entre los mismos agentes incorporamos ahora una nueva transacción. Por un lado teníamos un intercambio puramente comercial (déficit USA por US\$100 mill). Pero ahora sabemos que el exportador ha pedido en préstamo otros US\$ 100 millones adicionales a un individuo de los EE.UU. (observen la situación financiera del sistema en la tabla)

<i>Foreign Country Commercial Bank Balance Sheet</i>		<i>Foreign Country CENTRAL BANK Balance Sheet</i>	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Depo with CB. 200	USD depo 200	Fx Reserves 200	Deposit held by private banks (US\$) 200

- La dinámica es idéntica pero, con esto, ponemos de manifiesto que los bancos centrales acumulan dólares porque las empresas locales los han ganado primero, pero también porque los agentes locales los han pedido prestados.
- No existe ningún problema con esta disposición de dependencias, si no fuera por el pequeño detalle de que **los dólares prestados deben ser devueltos**, y es aquí donde los datos y la historia, nos proporcionan ideas muy valiosas.

## Capítulo III. ¿Cuándo y porqué los inversores piden dólares prestados?

- **Sobre el porqué.** Como con cualquier otra divisa, cuando esta se percibe débil (y lo que es aún mas importante, que continuará débil), se desata un gran incentivo para pedir prestado en esa divisa dado que, si se ha de devaluar, probablemente necesites menos divisa local para devolver el préstamo.
- **Sobre el cuando.** Se da el caso, a menudo, de que la percepción de debilidad responde a una política monetaria encaminada a debilitar la divisa (mediante tipos bajos). Eso alimenta el incentivo para pedir prestado en una divisa a un coste financiero bajo e invertir ese flujo en otro activo (denominado en otra divisa) con rendimientos superiores. Es pues, en los momentos de políticas monetarias laxas, cuando la divisa en cuestión se convierte en divisa de financiación exterior.
- En dichas circunstancias la cantidad de dólares en manos de los bancos centrales provienen NO sólo de los “dólares ganados” (a través del déficit comercial USA), si no también a través de los “dólares prestados”.
- **¿Qué dinámicas sobrevienen entonces?** En esta especie de “short selling of the dollar” (pedir dólares prestados), es plausible ver una depreciación inicial de la divisa norte americana, pero llegará el día en que estas posiciones cortas necesitan ser cubiertas a medida que estos prestatarios deben cubrir sus deudas. Y es, entonces, cuando el dólar se apreciará más de lo retrocedido (por el efecto amplificador de escasez de divisa de reserva y porque la intensidad de flujo es diferente cuando pides prestado que cuando quieres comprar).

## Capítulo IV. Una vez conozco (y aísló) los conceptos de “dólares ganados” y “dólares prestados”, sé que errores estoy cometiendo

- Uno de los errores más comunes (en el cual también incurrimos inicialmente) a la hora de calibrar la posible evolución de las divisas contra el USD (o lo que es lo mismo, valorar el propio dólar), es considerar aspectos como la divergencia de políticas monetarias, divergencia de ciclos, o diferencial de tipos. Es un error común porque todos recurren a estos conceptos.
- Sin embargo, a lo largo del tiempo (y los errores), uno se da cuenta de que todo eso puede ser secundario, dado que lo realmente determinante es saber que cantidad aproximada de dólares prestados queda por devolver y a que velocidad tendrá que devolverse.
- ¿Cómo saberlo? Con todo lo mencionado anteriormente, ahora ya conocemos la serie de dependencias desatadas, pero para aislar conceptos –y alcanzar una magnitud de lo que aún no conozco–, debo encontrar una expresión con la que traducir dichas dependencias. Aquí va:

$$US\ Current\ Account\ Deficit = [Fx\ Reserves\ at\ the\ Fed] - [Dollars\ borrowed\ by\ Non-US\ entities]$$

- O lo que es lo mismo:

$$Dollars\ borrowed\ by\ Non-US\ entities = [Fx\ Reserves\ at\ the\ Fed] - US\ Current\ Account\ Deficit ]$$

**Dólares ganados!!** Es difícil para nosotros saber si los bancos centrales reinvierten todo en la Fed, y que parte de sus USD en reservas vienen del comercio con USA (o que porción viene por redenominación)

## Capítulo V. Ahora sí. Una primera aproximación de la cifra.

- En enero de 2015, y según el documento de trabajo del BIS: "*Global dollar credit: links to US monetary policy*", escrito por los analistas Robert N. McCauley, P.McGuire y V.Shusko, observamos las siguientes conclusiones:
  1. Desde el inicio de las políticas ZIRP en los EE.UU, el crédito en USD concedido a empresas no financieras de fuera de los EE.UU **umentó de los US\$6trn a los US\$9trn.** (En el año 2000, esta cifra se encontraba en los US\$2trn).
  2. Esta dinámica no se ha visto hasta el momento en otras divisas importantes como el Euro o el Yen. En el caso del Euro, la cantidad total prestada a empresas no financieras extranjeras (fuera de la euro área) se sitúa actualmente en los US\$ 2.5trn (y esto es stock, no flujo). Para el Yen, la cifra es mucho mas modesta (US\$0.6trn).
  3. Los países mas activos en esta operativa, durante este periodo, fueron: China, India y Brasil (los tres suman US\$1.5trn), por ser precisamente los mercados que ofrecen un mayor diferencial en tipos.
  4. Las economías de los Mercados Emergentes acumulan US\$4.5trn de los US\$9trn de préstamos vivos en dólares a empresas no financieras.
  5. Como conclusión, los autores confirman que ha habido un "gran salto" en la cantidad total de dólares prestados fuera de los EUA en los años recientes y que, por lo tanto, a fecha de enero de 2015, queda aún una gran cantidad de extranjeros (no norte americanos) que aún deben una cantidad sin precedentes de dólares. Divisa para la que se espera una demanda, también, sin precedentes.



## Capítulo VI. Las Implicaciones

1. En contra de la creencia popular, el mundo está mas conectado que nunca a la política monetaria practicada por la Fed.
2. ¿Porqué? De esos US\$9trn, cerca de US\$5trn se verían directamente afectados por pequeños cambios en la política monetaria de la FED. Dada la gran cantidad de dólares de la que estamos hablando, eso podría determinar el grado de la recuperación/recesión global.
3. El volumen de dólares prestados, (medido por el diferencial entre el saldo de Activos oficiales mantenidos en la Fed y el saldo acumulado de déficits comerciales USA) sería hoy entre 3-4 veces mayor la observada en los periodos 1980-1985 (crisis en LatAm), o la observada en el 1997-2000 (crisis Asiática + Rusia), según el analista Charles Gave. Nadie sabe si esta situación puede volver a desembocar en una nueva crisis de emergentes. Sólo espero que el menor endeudamiento público en estos países, en comparación con otros periodos, compense el gran volumen de crédito privado en dólares y todo quede en una simple (aunque intensa) apreciación del dólar.
4. Según el BIS, muchos de estos prestamos privados en dólares no han sido canalizados a actividad real, sino que han sido utilizados en actividad de "carry trade", por lo que temen que una porción importante de deuda no haya sido capturada en las estadísticas de deuda nacional...
5. ... Lo que implica que, (1) llegado el momento de repagar esta cantidad de dólares (algo que siempre tiende a normalizarse), probablemente veamos una gran presión en las partidas de Reservas Internacionales de los Bancos Centrales. (2) Las autoridades pueden estar confundidas con las modestas cifras de créditos locales, y pueden mantener erróneamente los tipos bajos (generando en un futuro posibles burbujas locales).
6. **¿Se ha agotado ya la apreciación del dólar?**
  - Indudablemente, **la reciente apreciación del dólar** responde a la demanda de esta divisa para repagar parte de los prestamos en dólares concedidos al exterior (ante los primeros temores de endurecimiento en la Fed).
  - No obstante, si observamos los números en detalle, veremos que **es legítimo pensar en apreciaciones adicionales del dólar**: Entre julio de 2014 y enero de 2015, el saldo de dólares prestados al exterior habría variado ligeramente a la baja hasta los US\$9trn actuales (las reservas globales habrían caído en US\$0.3trn según JPM: "A rare decline in global Fx), y sin embargo, la demanda de dólares para liquidar una limitadísima cantidad de prestamos llevó la divisa de 1.39 a 1.21.
  - **La pregunta obligada:** ¿Que será necesario para liquidar los cerca de US\$9trn pendientes? En mi humilde opinión, mucha, muchísima demanda de dólares (concretamente US\$9trn). Y dada la relativa escasez de dólares en el mundo (flujo de USD con respecto al volumen comercial global a mínimos de 15 años), ya se pueden imaginar las consecuencias.
  - **¿Cuándo?** Cuando el mercado crea realmente en las subidas de la Fed. Entonces, los prestatarios se verán obligados a deshacer sus posiciones. Algo que se verá acentuado si los activos en los que invierten siguen convergiendo en TIR.



## Legal Disclaimer

Todas las secciones de esta publicación han sido preparadas por el equipo de analistas de la institución financiera.

Las opiniones expresadas en este documento están basadas en la valoración de información pública y privada. Estos informes contienen evaluaciones sobre información económica y factores sociales y políticos relevantes, de naturaleza técnica y subjetiva, de los que los analistas de la institución financiera han extraído opiniones, evaluado y resumido la información que creen que es más objetiva, subsecuentemente aceptándolas y formulando opiniones razonables en los temas analizados.

Las opiniones y cálculos en este documento se basan en eventos y condiciones del mercado que tuvieron lugar antes de la publicación de este documento, y por lo tanto no pueden ser factores determinantes en la evaluación de eventos futuros que tendrán lugar después de esta publicación.

La institución financiera puede tener opiniones sobre instrumentos financieros que difieren completa o parcialmente del consenso general del mercado. Los índices de mercado elegidos han sido seleccionados siguiendo el criterio exclusivo que la institución financiera ha considerado más apropiado.

La institución financiera no puede, de ninguna manera, garantizar que las predicciones o eventos en este documento tendrán lugar, y recuerda expresamente a los lectores que cualquier resultado pasado no implica, en ninguna circunstancia, rendimientos futuros; que las inversiones analizadas pueden no ser adecuadas para todos los inversores; que las inversiones pueden oscilar con el paso del tiempo en términos de su precio y valor por acción; y que cualquier cambio que pueda ocurrir a los tipos de interés o a cotizaciones de divisas son otros factores que también pueden desaconsejar seguir las opiniones expresadas aquí.

Este documento no puede verse, bajo ninguna circunstancia, como una oferta o propuesta para comprar productos financieros u otros instrumentos mencionados, y toda la información de este documento es para finalidades orientativas y no debería verse como el único factor relevante a la hora de decidir proseguir con una inversión específica.

Este documento no analiza, por lo tanto, ningún otro factor determinante para valorar adecuadamente la decisión de llevar a cabo una inversión específica, como por ejemplo el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación económica, la duración o la más alta o baja liquidez de la inversión en cuestión. En consecuencia, los inversores son responsables de buscar y obtener consejo financiero adecuado para poder valorar los riesgos, costes, y otras características de cualquier inversión que deseen llevar a cabo.

La institución financiera no puede aceptar ninguna responsabilidad por la precisión o idoneidad de las evaluaciones o cálculos del sistema usado en la valoración en este documento, o cualquier posible error u omisión que pueda haberse cometido durante la preparación de este documento.

La institución financiera se reserva el derecho de cambiar, total o parcialmente en cualquier momento, la información contenida en este documento.