

El mercado mundial de divisas

Evolución, volumen y composición

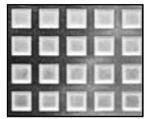
Antonio Calvo Bernardino*

Jesús Paúl Gutiérrez*

Cada tres años, desde 1986, el Banco Internacional de Pagos, en colaboración con los Bancos Centrales de un número cada vez mayor de países, viene realizando una encuesta sobre la situación del mercado mundial de divisas. El objetivo de este artículo es analizar los principales resultados obtenidos así como estudiar la evolución de este mercado a lo largo de los últimos años.

Palabras clave: mercado de divisas, intermediarios financieros.

Clasificación JEL: F31, F36.



COLABORACIONES

1. Introducción

1.1. Evolución de los participantes y representatividad de la encuesta

Cada tres años, desde 1986, el Banco Internacional de Pagos, en colaboración con los Bancos Centrales de muchos de los países del mundo, realiza una encuesta sobre las transacciones en el mercado mundial de divisas. Esta encuesta pretende determinar la importancia de las transacciones efectuadas en divisas, los participantes en ellas, los centros de negociación más significativos y las operaciones realizadas con ellas.

En realidad, aunque dicho análisis se efectúa desde mediados de los años

ochenta, es cierto que a medida que han ido pasando los años se ha producido, como podemos comprobar en el Cuadro 1, una continua incorporación de países a su realización, así como la inclusión de información adicional para mejorar la calidad de los datos ofrecidos. De hecho, desde 1995 se vienen recogiendo los datos relativos a las transacciones en los mercados de derivados, teniendo desde el principio de la realización de la encuesta datos relativos a las transacciones en los mercados de divisas (1).

En cuanto a los países participantes, en el inicio de la encuesta efectuada sólo participaron cuatro países, muy relevan-

(1) En este artículo nos vamos a referir exclusivamente al mercado mundial de divisas, dejando para otros trabajos el análisis de los principales resultados obtenidos en los mercados de productos derivados.

* Universidad San Pablo CEU.

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE PARTICIPANTES EN LA ENCUESTA SOBRE LAS TRANSACCIONES
EN EL MERCADO MUNDIAL DE DIVISAS

Años	Número países	Participantes (1)
1986.....	4	Canadá, Estados Unidos, Japón y Reino Unido.
1989.....	21	Australia, Barein, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hong-Kong SAR, Irlanda, Italia, Holanda, Noruega, Portugal, Singapur, Suecia y Suiza.
1992.....	26	Alemania, Austria, Luxemburgo, Nueva Zelanda y Sudáfrica.
1995.....	26	No se produjo ninguna incorporación.
1998.....	43	Arabia Saudí, Argentina, Brasil, Chile, China, Chequia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Taiwán y Tailandia.
2001.....	48	Colombia, Israel, Perú, Eslovenia, Eslovaquia y Turquía, con la baja de Argentina.
2004.....	52	Argentina, Estonia, Letonia y Lituania.
2007.....	54	Bulgaria y Rumania.

(1) En la encuesta siguiente participan siempre los que lo hicieron en la anterior, salvo Argentina, que participó en la correspondiente a 1998, pero no lo hizo en la de 2001 y sí en las siguientes.

Fuente: Banco Internacional de Pagos.

tes dadas sus cifras como podremos comprobar posteriormente, añadiéndose prácticamente en todas las encuestas siguientes nuevos países hasta contar en 2007 con la participación de 54 bancos centrales (Cuadro 1).

Por otra parte, los datos obtenidos, y que son objeto de análisis en las páginas siguientes, corresponden a los suministrados por las entidades financieras participantes en la encuesta y que varían entre países, siendo seleccionadas en función de su grado de participación en el mercado de divisas, de forma que con la información de un número limitado de entidades se consigue una representatividad elevada.

Como podemos comprobar en el Cuadro 2, han sido para 2007, alrededor de 1.260 participantes, con un porcentaje mínimo de cobertura del 75 por 100 del mercado en cada país (2), y situándose muchos de ellos por encima del 85 por 100. Además, a partir de la información disponible podemos comprobar que el grado de concentración de las operaciones en este mercado es bastante elevado, pues sólo en un número reducido de países es preciso contar con más de diez bancos que supongan un grado de cober-

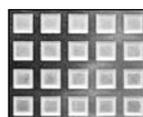
tura del 75 por 100 del total de las transacciones efectuadas en el país. A pesar de ese alto grado de concentración, el número de entidades participantes es, en términos generales, elevado, lo que permite, en efecto, que los datos obtenidos alcancen una gran relevancia.

1.2. Conceptos básicos y metodología

El mercado de divisas se determina a partir de las transacciones de compraventa de divisas, y los resultados de la encuesta se obtienen, en principio, por agregación, con las correcciones que correspondan a las que haremos referencia más adelante, de los datos ofrecidos por los Bancos Centrales de cada país, que, a su vez, los han obtenido de los intermediarios más activos en el mercado.

De esta forma, los datos correspondientes al mercado de divisas en Estados Unidos, por ejemplo, se determinan a partir de las transacciones de compraventa de divisas, bien sea contra dólares norteamericanos, bien contra otras divisas, realizadas por los residentes en aquel país, tanto entre sí, como con no residentes. No se incluye, por tanto, en la información ofrecida, las transacciones realizadas en divisas contra dólares entre dos agentes no residentes, ni tampoco las operaciones

(2) Salvo Letonia con un 60 por 100 de cobertura.



COLABORACIONES

CUADRO 2
 PARTICIPANTES Y NIVEL DE REPRESENTATIVIDAD EN LOS MERCADOS DE DIVISAS (2007)

Países	Porcentaje de cobertura	Bancos que cubren el 75 por 100	Número de participantes
Argentina	97	13	52
Australia	95	8	35
Austria	92	3	14
Barein	95	4	26
Bélgica	95	3	4
Brasil	62	6	11
Bulgaria	95	4	16
Canadá	99	6	18
Chile	100	10	26
China	90	10	15
Colombia	85	15	17
Chequia	92	5	13
Dinamarca	97	2	6
Estonia	95	3	4
Finlandia	100	3	15
Francia	95	4	34
Alemania	85	5	18
Grecia	88	3	7
Hong-Kong Sar	95	12	50
Hungría	88	6	10
India	83	15	20
Indonesia	75	4	13
Irlanda	90	4	14
Israel	100	4	11
Italia	82	8	27
Japón	97	9	45
Corea	98	12	36
Letonia	60	4	7
Lituania	97	4	7
Luxemburgo	100	13	114
Malasia	76	8	8
México	95	6	15
Holanda	95	3	7
Nueva Zelanda	85	3	4
Noruega	90	2	8
Perú	100	5	12
Filipinas	100	6	14
Polonia	95	9	18
Portugal	100	5	70
Rumanía	94	7	25
Rusia	91	12	40
Arabia Saudí	90	6	14
Singapur	99	11	50
Eslovaquia	75	4	52
Eslovenia	75	6	7
Sudáfrica	95	4	12
España	75	3	8
Suecia	90	3	4
Suiza	98	3	23
Taiwán, China	91	16	33
Tailandia	100	0	31
Turquía	96	8	20
Reino Unido	98	12	62
Estados Unidos	95	10	32

Fuente: Banco Internacional de Pagos.



de toma y colocación de fondos en moneda extranjera por los residentes en Estados Unidos.

En los resultados que se analizan en este artículo se tienen en cuenta los datos

ofrecidos por las entidades, que permiten un análisis por las monedas intercambiadas, por los tipos de transacciones en divisas realizadas, por contrapartidas, ya sean por el tipo de agentes participantes,

como por la localización física de los mismos, por vencimientos de las operaciones que se desarrollan a plazo, así como resulta posible igualmente determinar el grado de concentración de las operaciones por centros financieros.

En primer lugar, en cuanto a las monedas intercambiadas, la información ofrecida en el artículo permite un análisis del grado de importancia de cada moneda en las transacciones de divisas, así como de los pares de monedas que son objeto de transacción. Dado que en el mercado de divisas se produjo un cambio sustancial en todo el período considerado con la aparición del euro, y la desaparición de las monedas de los países integrados en la Unión Económica Monetaria Europea (UEME), se ofrecen, en el apartado correspondiente, los datos separados en dos períodos, el correspondiente antes a la creación de la moneda europea, y el posterior.

En segundo lugar, en cuanto a los tipos de operaciones realizadas, se distinguen tres modalidades (3): primero, operaciones de contado, que son las que la liquidación de la operación se efectúa, como máximo, dos días hábiles de mercado después de su contratación. Segundo, operaciones a plazo, que incluyen las operaciones de compraventa de divisas cuya entrega se produce a más de dos días hábiles de mercado desde su contratación. Finalmente, las operaciones *swap*, que consisten en una operación doble, en la que se realizan a la misma vez una operación al contado y una operación a plazo; es decir, se produce una compra o venta de divisas a plazo y su correspondiente venta o compra al contado (4).

(3) Bank of International Settlements, *Triennial Central Bank Survey*, 2007, Basilea, pp. 35 y ss., que recogen los aspectos metodológicos de la encuesta efectuada.

(4) Nótese que las operaciones *swaps* incorporan una operación al contado y una a plazo simultáneamente, quedando los datos recogidos sólo en la primera de las

En tercer lugar, en los resultados ofrecidos también se ofrecen datos en función de las contrapartidas de las transacciones, ya sean los tipos de agentes como su localización geográfica. Así pues, en cuanto a los participantes, los resultados distinguen entre: *dealers*, que incluyen todas las instituciones que participan en la realización de la encuesta, y que fundamentalmente son instituciones financieras muy activas en los mercados de divisas, como grandes bancos comerciales y de inversión, que participan en los mercados interdealers y/o tienen un volumen de actividad muy elevado con grandes clientes (empresas, gobiernos u otras instituciones financieras); *otras instituciones financieras*, que incluyen, por exclusión, todas aquellas que no se integran en la categoría anterior, es decir, bancos comerciales o de inversión más pequeños, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos del mercado de dinero, compañías de leasing, bancos centrales, etcétera y los *clientes no financieros*, que integran a los demás agentes no incluidos en alguna de las dos categorías anteriores, tales como empresas o gobiernos.

En cuanto a la localización geográfica de los que realizan las transacciones, en la información analizada se distingue entre *operaciones locales* y *operaciones cross-border*. En las primeras se incluyen las que se realizan entre dos agentes residentes, sin tener que disponer de la misma nacionalidad, en el mercado correspondiente, en cualquiera de las tres categorías ante-

modalidades y no en las siguientes. También se incluyen dentro de las operaciones *swaps*, cualquier otra combinación, no sólo de una operación al contado y una a plazo (*spot-forward*), sino también la combinación de dos operaciones a plazo (*forward-forward*) en sentido distinto y realizadas en el mismo momento, pero con vencimientos diferentes, superiores ambos a dos días hábiles del mercado, u operaciones simultáneas que se realizan ambas, como máximo, en dos días hábiles del mercado (*tomorrow-next day*).



riores; mientras que, en las segundas se incorporan aquellos datos en los que uno de los participantes es un agente no residente en el país que ofrece la información.

Finalmente, por lo que se refiere a los vencimientos de las operaciones, en los datos analizados se diferencian las transacciones a plazo, por tanto con un período entre la contratación y la liquidación de la operación superior a dos días hábiles del mercado, y las combinadas (*swap*), de menos o de más de siete días, aunque en la encuesta efectuada esta última categoría también se divide entre operaciones a más de siete días y menos de un año y a más de un año, que no recogemos en nuestro análisis.

Antes de ofrecer en los siguientes apartados los resultados de las encuestas, con los análisis correspondientes, es preciso indicar que la comparativa entre años presenta limitaciones que hay que tener en cuenta para valorar de forma adecuada los resultados disponibles.

En efecto, en primer lugar, con el fin de conseguir datos homogéneos, se valoran todas las transacciones realizadas en dólares USA, lo cual plantea la dificultad derivada de la evolución de su tipo de cambio. Así, las modificaciones del valor del dólar respecto a las demás divisas alteran los resultados agregados y la comparación de la información de un período a otro. Por ejemplo, si las transacciones libra esterlina-yen japonés no cambian de un período a otro en términos de estas monedas, al calcular el valor de los intercambios en dólares el resultado puede ser diferente si el dólar ha modificado su tipo de cambio respecto a estas divisas. Si el dólar aumenta en relación a ambas, los intercambios totales serán más reducidos, mientras que si el dólar reduce su valor, el volumen de transacciones en dólares también aumentará.

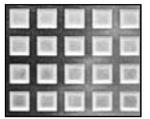
Por otra parte, incluso si el dólar está involucrado en una transacción de divisas

con cualquier otra moneda, los movimientos en el tipo de cambio también afectarán a la comparativa intertemporal. Así, si respecto al período anterior, el dólar se deprecia respecto al euro, un mismo volumen de euros intercambiados por dólares en el primer período, se traducirá en el segundo en una mayor cantidad de dólares transaccionados, y en un crecimiento en el mercado, que responde en realidad a la evolución del tipo de cambio del dólar y no al aumento real del mercado (5).

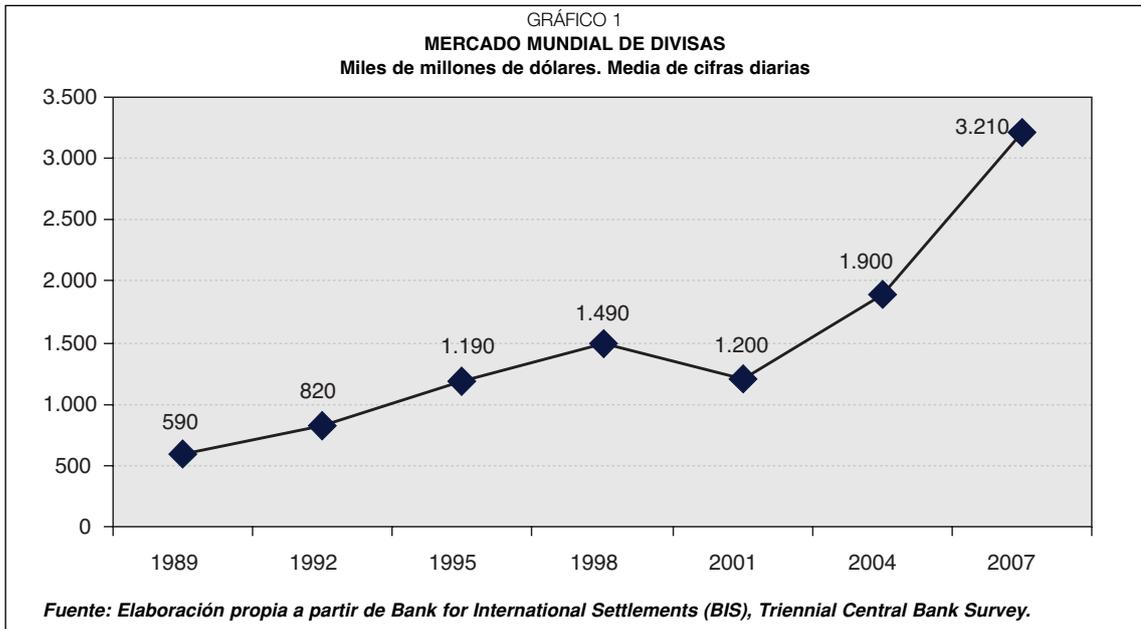
En segundo lugar, otra limitación deriva de que de una encuesta a otra, sobre todo con más intensidad en las primeras como hemos visto en el Cuadro 1, se ha producido un aumento constante en el número de países participantes, si bien es verdad que los que alcanzan las cifras más significativas en el mercado, como son el británico y el norteamericano, participan en su realización desde el primer momento. Además, el número de *dealers* activos participantes en los mercados nacionales puede haber cambiado con el tiempo, de forma que un crecimiento en ese número no implica, necesariamente, una cobertura más amplia (6).

(5) En términos generales, la evolución del tipo de cambio del dólar respecto a las demás divisas a lo largo de los períodos de encuestas analizados ha sido diferente. Entre 1992 y 1995 el dólar siguió una tendencia a la depreciación, mientras que, entre 1995 y 1998 aumentó su valor general sobre la mayor parte de las divisas más relevantes en los mercados. A partir de 1999, con la creación del euro, la tendencia, sobre todo creciente en los últimos años, ha sido hacia la depreciación, con lo que las cifras del mercado mundial de divisas, valoradas en dólares USA, fundamentalmente en la última encuesta, tienen un mayor crecimiento que el correspondiente a las transacciones realmente efectuadas.

(6) Podrían indicarse, a su vez, otras limitaciones adicionales que obligan a una cierta prudencia en las comparaciones intertemporales, como son los cambios en las definiciones de las operaciones, y por tanto, qué se incluye en cada una, sobre todo a partir de la introducción en la encuesta, desde 1995, de las operaciones de derivados; la cobertura de los datos, la ampliación de las preguntas de la encuesta para recoger información de cada vez más monedas, que antes se integraban en el apartado de otras, o no se incluían, etcétera.



COLABORACIONES



Finalmente, es preciso tener en cuenta además que, para ofrecer los datos del global del mercado mundial, se debe hacer un doble ajuste contable para evitar que determinadas transacciones aparezcan computadas dos veces en la información final: por una parte, en los mercados nacionales hay que ajustar las cifras de las operaciones realizadas entre dos entidades locales que informan a su Banco Central, pues ambas recogen la cuantía de la operación efectuada; por otra, a nivel mundial, el Banco Internacional de Pagos, debe ajustar las informaciones que provienen de operaciones realizadas entre dos entidades informantes con residencias diferentes y que ambas son comunicadas a sus Bancos Centrales respectivos, y éstos al Banco Internacional de Pagos.

2. Resultados de la encuesta

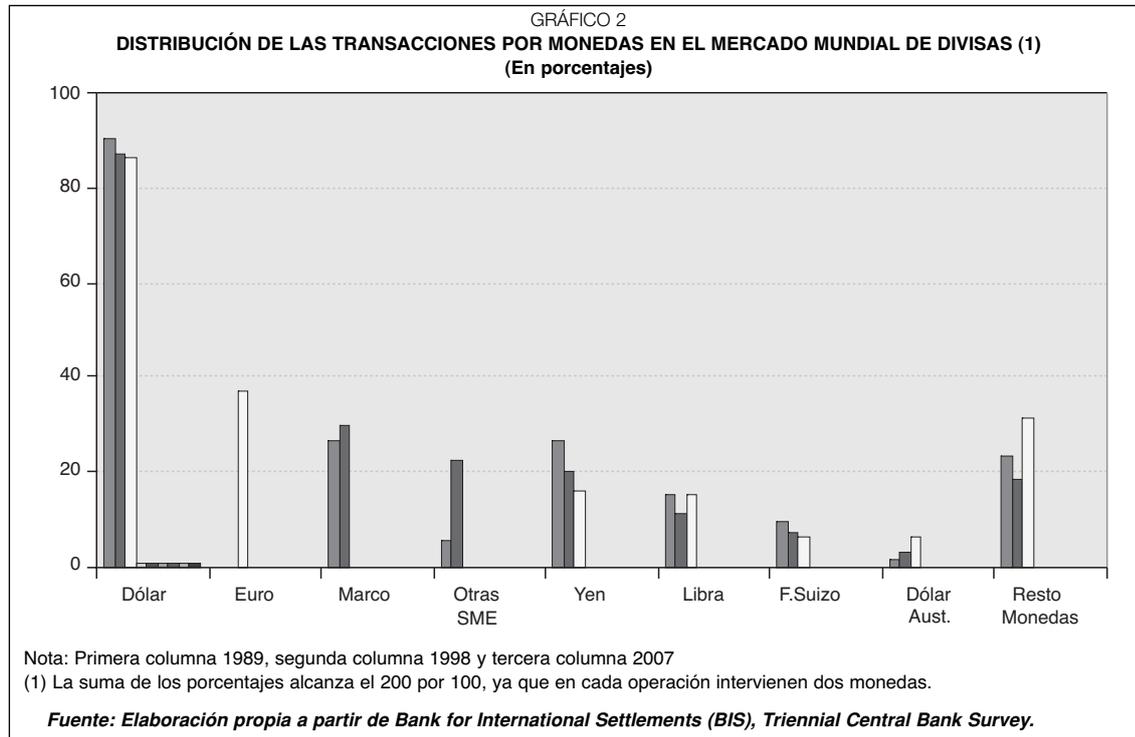
2.1. Volumen del mercado

Desde el inicio de la realización de la encuesta sobre las transacciones efectua-

das en los mercados de divisas mundiales, el crecimiento de las mismas ha sido muy importante, como podemos comprobar en el Gráfico 1, en el que se observa que, sobre todo en los dos últimos períodos, correspondientes a las efectuadas en 2004 y 2007, el crecimiento de las transacciones ha superado el 58 por 100, con un aumento incluso en la última del 68,9 por 100 (7).

Sin embargo, este crecimiento no ha sido continuado durante los más de 20 años de resultados, puesto que en 2001, respecto a la encuesta anterior efectuada en 1998, se produjo una caída en el total de las transacciones de casi un 20 por 100, que puede explicarse, entre otros, por cuatro motivos fundamentales: en primer lugar, por la incorporación del euro, y la desaparición, por tanto, de todas las divisas en él integradas, de forma que se suprimieron los anteriores intercambios que se realizaban entre ellas; en segundo, por los proce-

(7) Al importante crecimiento de estos años han contribuido la estabilidad de los mercados mundiales, la aparición más intensa de los inversores institucionales, que han diversificado sus carteras en el mercado global, así como el desarrollo de las plataformas electrónicas de negociación.



Los de concentración de las entidades bancarias, muy intenso en este período, lo que ha reducido el número de participantes en la encuesta, así como las necesidades de realizar operaciones de cobertura; en tercero, el incremento en la intermediación electrónica, que ha provocado una cierta pérdida de importancia en la negociación interbancaria tradicional; y por último, la reducción en las transacciones de divisas entre los bancos y los clientes no financieros, por el crecimiento en el número de grandes empresas con presencia simultánea en muchos mercados (8). Todo ello realza además la importancia de las cifras de los años siguientes a la creación del euro, puesto que la creación de la moneda única ha supuesto que una parte de la negociación que antes se realizaba en las divisas integradas en él, se produzca ahora en la

moneda común, no habiendo ya, por tanto, a partir de entonces datos en las encuestas realizadas.

Con todo ello, el mercado mundial de divisas alcanzó en abril de 2007 unas transacciones medias diarias por valor de 3,2 billones de dólares frente a los 590 mil millones de 1989 o los 1.900 miles de millones de dólares de la encuesta anterior.

2.2. Composición del mercado

2.2.1. Composición por monedas

En el Gráfico 2 recogemos en tres períodos distintos la participación de cada moneda en el mercado mundial de divisas. Como podemos comprobar, no se han producido cambios significativos en el grado de importancia de cada divisa en las transacciones internacionales, aunque de su contenido se pueden destacar los siguientes hechos relevantes: en primer lugar, el dólar norteamericano es el que se utiliza

(8) Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey 2001, Basilea, 2002, p.2 y Galati, G. (2001), «Why has global FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey? BIS Quarterly Review, december.



en mayor medida en los intercambios de divisas, con una ligera pérdida de cuota de mercado a lo largo de los años. Así, en 1989, el dólar era objeto de intercambio en el 90 por 100 del total de las transacciones, mientras que ese porcentaje se ha reducido hasta el 86 por 100 en 2007. En segundo lugar, la aparición del euro, y, por tanto, la desaparición de las monedas de los países integrados en la UEME, ha provocado que la moneda europea pase en 2007 a ocupar el segundo lugar, intercambiándose en el 37 por 100 de las transacciones. No obstante, no asume la cuota que tenían el resto de las monedas integradas antes de producirse la creación del euro, que en 1989 participaban en el 52,5 por 100 del total de transacciones del mercado mundial de divisas (9). De las monedas europeas, antes del euro, era el marco alemán el que ocupaba el segundo lugar del mercado mundial en 1998, con el 30 por 100 de las operaciones.

En tercer término, el yen japonés ocupa el siguiente lugar en el mercado mundial de divisas en 2007, intercambiándose en el 16,5 por 100 de las transacciones, aunque su importancia relativa se ha reducido de forma sustancial en el período objeto de análisis.

Por último, resulta destacable igualmente que en la última encuesta se ha producido una mayor presencia de otras divisas, de menor relevancia en los intercambios, puesto que tras las tres anteriores y la libra esterlina, que se intercambia en el 15 por 100 de las transacciones, el resto de las divisas intervienen en conjunto en más del 45 por 100 del total de las transacciones, mientras que en 1998, ese porcentaje era de menos del 30 por 100.

Por su parte, el Cuadro 3 recoge la distribución de las transacciones por pa-

CUADRO 3
DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES POR
PARES DE MONEDAS EN LOS MERCADOS
MUNDIALES DE DIVISAS
(En porcentajes)

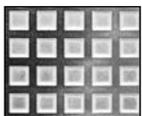
Divisas	1992	1998	2007
Dólar/Euro			27,3
Dólar/Marco	24,7	20,3	
Dólar/Otras SME	9,7	12,3	
Dólar/Yen	20,0	17,9	12,9
Dólar/Libra	9,9	8,2	11,7
Dólar/Franco Suizo	6,3	5,5	4,6
Dólar/Dólar Australiano	2,3	2,9	5,7
Dólar/Otras Monedas	6,2	11,7	18,6
Marco/Otras Monedas	14,7	10,1	
Euro/Otras Monedas			9,7

Fuente: *Elaboración propia a partir de Bank for International Settlements (BIS), Triennial Central Bank Survey.*

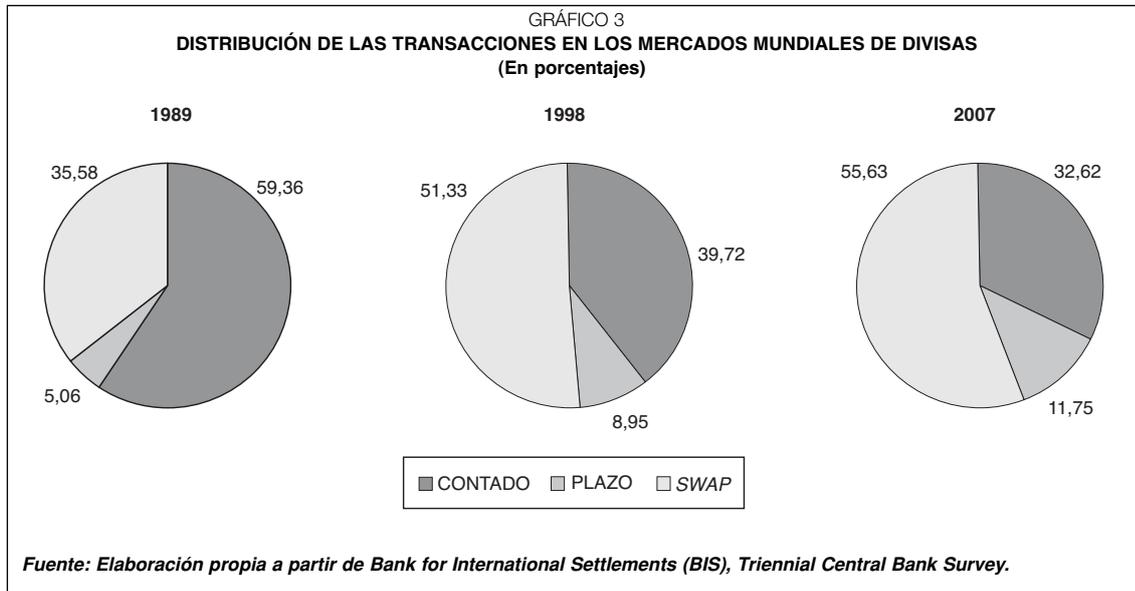
res de monedas en los mercados mundiales de divisas, distinguiendo, respectivamente, entre el período previo a la creación del euro (1992 y 1998) y uno posterior (2007). De su contenido podemos destacar que, antes del euro, el mayor volumen de intercambios de divisas se produce entre el dólar y el marco alemán, seguido del intercambio entre la moneda norteamericana y el yen japonés. Por su parte, la aparición del euro supone, desde un primer momento, que los intercambios entre la moneda europea y el dólar pasen a ocupar el primer lugar, aunque, como ya hemos señalado, con un menor peso del que suponían las monedas que formaban parte del Sistema Monetario Europeo (SME).

Si analizamos los intercambios del euro con otras divisas, observamos que el euro tiene más concentradas las transacciones que el dólar, puesto que la divisa norteamericana mantiene volúmenes de negociación significativos con otras divisas mundiales, en particular con la libra esterlina y el yen japonés, transacciones que representan cada una de ellas más del 10 por 100 del total del mercado, mientras que dos terceras partes de las transacciones en las que interviene el euro son frente al dólar.

(9) A ello contribuye la no inclusión ya de las transacciones entre monedas europeas desaparecidas.



COLABORACIONES



2.2.2. Composición por tipo de transacciones

Como ya indicamos, el crecimiento en las transacciones en el mercado mundial de divisas fue muy elevado en el año 2007, con un aumento en todo tipo de operaciones, pero más significativo en el caso de los *swaps*, que supusieron más de la mitad de los intercambios. Así, estas operaciones alcanzaron una cifra de 1,7 billones de dólares, mientras que en segundo lugar se sitúan las operaciones al contado con 1 billón, quedándose en el último puesto las operaciones a plazo, con 362 miles de millones de dólares, y, por tanto, muy alejadas de las anteriores.

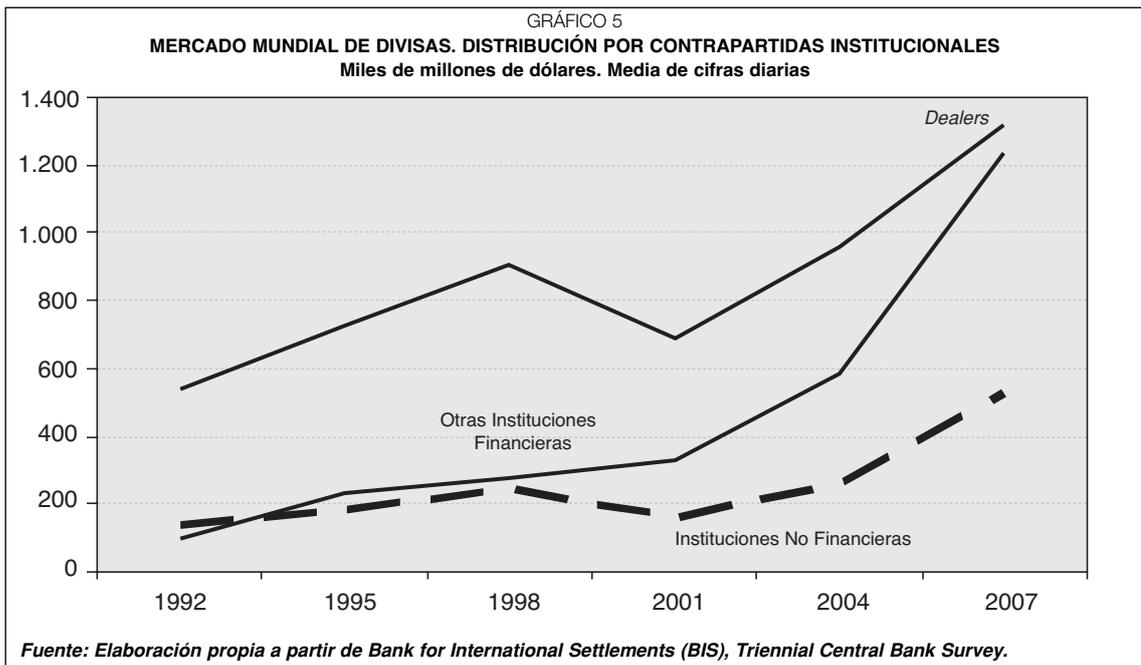
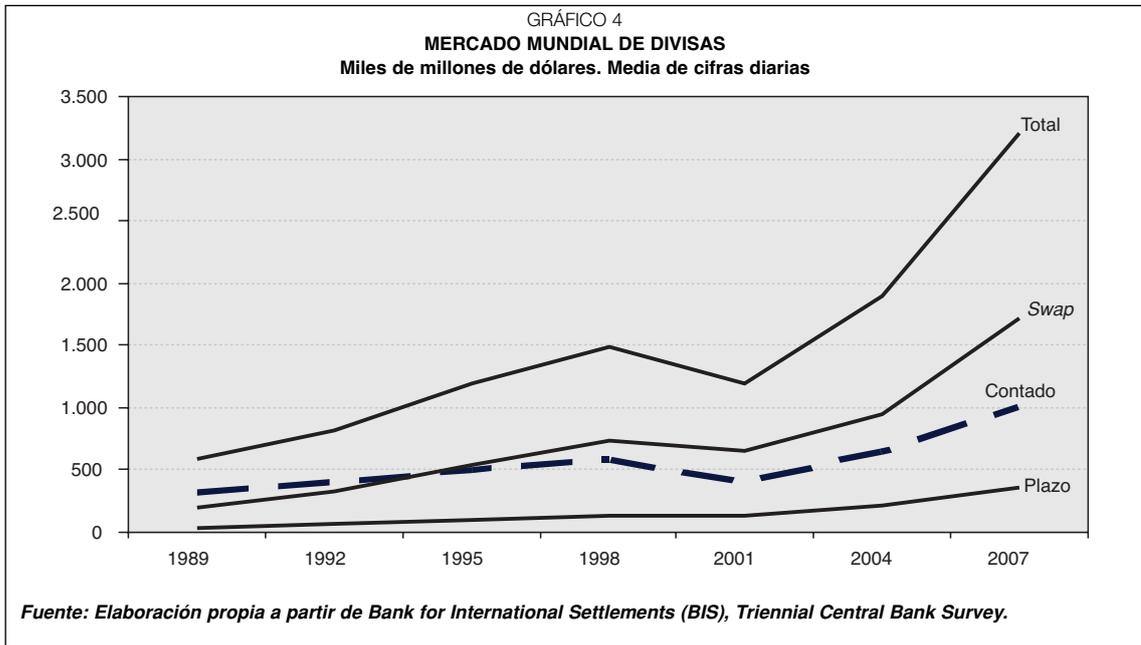
Sin embargo, resulta verdaderamente significativa la evolución de la importancia de cada tipo de operación en el conjunto de los períodos considerados, pues se han producido unos cambios muy relevantes en las cifras obtenidas en las diferentes encuestas. Así, como podemos comprobar en el Gráfico 3, que recoge la distribución de las operaciones en varios años, en 2007, el 55,6 por 100 de las operaciones se han desarrollado mediante *swaps*, por un 32,6 por 100 para las ope-

raciones de contado y un 11,7 por 100 de las de plazo. En cambio, esos resultados son muy distintos a los obtenidos, sobre todo, en 1989. En efecto, en este año, las operaciones al contado suponían casi el 60 por 100 del mercado mundial de divisas, frente al 35,6 por 100 de los *swaps* y un 5 por 100 de las operaciones a plazo.

Por tanto, comparando estos dos períodos, distantes menos de veinte años, se observa que se ha producido un aumento espectacular de las operaciones *swaps*, en detrimento de las realizadas al contado, mientras que las operaciones a plazo, si bien duplican su cuota de mercado, se encuentran bastante alejadas de las correspondientes a las otras modalidades.

Por otro lado, como podemos ver en el Gráfico 4, que recoge la tendencia en la evolución de las operaciones en los mercados de divisas, la mayor importancia de las operaciones *swaps* se produce ya, por primera vez, en 1995, abriéndose una brecha desde entonces hasta el momento actual entre estas operaciones y las realizadas al contado. Además, tanto unas como otras reflejan el descenso en las cifras de 2001, mientras que las correspondientes a las de plazo han seguido una ten-





dencia más estable, dentro de unas cifras moderadas, como ya hemos indicado, reflejando una menor caída en ese año.

2.2.3. Distribución por contrapartidas

El Gráfico 5 recoge la evolución del mercado mundial de divisas por contrapartidas

institucionales, es decir, diferenciando las transacciones realizadas por los intermediarios financieros participantes en la encuesta del Banco Internacional de Pagos en función de que la transacción se haya realizado con otro intermediario financiero participante en la encuesta (*dealer*), con otras instituciones financieras o con clientes no financieros. De su análisis son

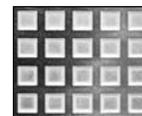
varias las conclusiones más significativas que se pueden extraer de esa evolución: en primer lugar, son las operaciones realizadas entre las entidades del sistema bancario, *dealers*, las que a lo largo de todo el período considerado representan un mayor volumen, aunque con una importancia relativa que se ha reducido de forma sustancial. Así, mientras en 1992 las transacciones realizadas entre *dealers* suponían casi el 70 por 100 del total de transacciones del mercado mundial de divisas, en 2007 representan el 42,8 por 100.

En segundo lugar, las transacciones realizadas con otras instituciones financieras, tales como fondos de pensiones, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva, o en general instituciones bancarias y no bancarias que no participan en la encuesta realizada, ha tenido un crecimiento espectacular a lo largo de los años considerados, pues de ocupar el último lugar, muy alejadas sobre todo de los *dealers* participantes en la encuesta, en 1992, con 97 miles de millones de dólares, han pasado en 2007, a situarse en el segundo puesto de importancia, con una cifra próxima a la de aquellos, con 1,23 billones de dólares, frente a los 1,32 de los primeros, disponiendo en la actualidad de una cuota del 40 por 100, frente al ya señalado 42,8 por 100 de los *dealers* informantes. Entre las razones que se encuentran en este continuo crecimiento en la participación en el negocio total de las otras instituciones financieras, se destaca la generalización de las plataformas electrónicas de negociación, que ha facilitado a todos los intermediarios el acceso directo a los intercambios, dada su mayor flexibilidad, en detrimento de la utilización del mercado interbancario, abierto en general a las entidades de crédito, y no a todos los intermediarios financieros, que sí tuvo un papel más relevante en otros períodos. A pesar de ello, la evolución en las transacciones

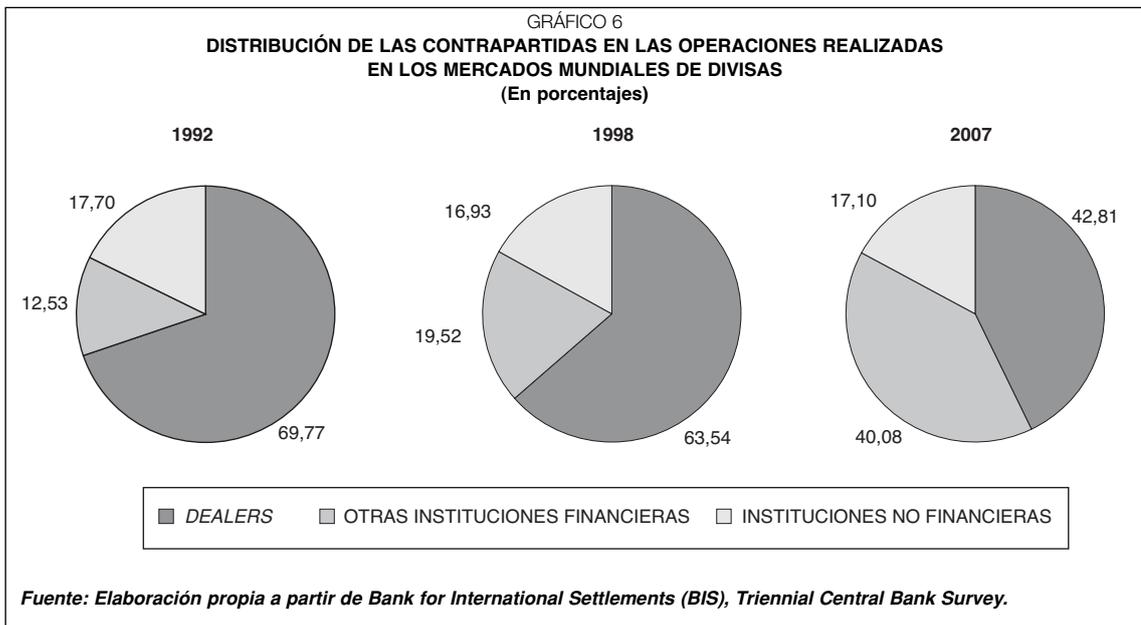
interbancarias ha conocido una cierta estabilidad en las últimas tres encuestas efectuadas, contribuyendo casi a un tercio del crecimiento en los intercambios de divisas, aunque su participación en el negocio total se ha reducido desde el 53 por 100 al 43 por 100 en los últimos tres años, a causa de que el crecimiento de otros segmentos de negociación fue mayor. Por otra parte, factores tales como la creciente concentración bancaria en los países y el mencionado desarrollo de las plataformas de negociación, que fueron muy importantes en otros períodos de encuestas, es posible que en la correspondiente a 2007 no hayan alcanzado una relevancia significativa (10).

Por último, las transacciones con otros clientes no financieros ocupan, salvo en 1992, el último lugar en todas las encuestas realizadas, situándose en unos porcentajes, sobre el total de las operaciones realizadas, de entre el 13 por 100 y el 17 por 100 durante todo el período considerado, si bien es destacable, dentro del crecimiento espectacular de las cifras en 2007, que aunque su cuota se sitúa en el 17 por 100, como en 1998, el aumento de las transacciones realizadas respecto a 2004 es de más del doble, debido a la evolución positiva del comercio internacional de bienes y servicios en el período y al crecimiento de las operaciones de cobertura, pues los intercambios de swaps con estos clientes han crecido de forma significativa, suponiendo el 45 por 100 de todas las transacciones en este segmento, lo que se traduce en una subida de diez puntos porcentuales respecto a 2004.

(10) Véase para los resultados de 2007, Bank of International Settlements, Triennial Central Bank Survey 2007, Basilea, 2008, p.8. Para los dos períodos de encuestas anteriores, además del Informe del BIS, puede verse G. Galati y M. Melvin, «Explaining the surge in FX turnover» BIS Quarterly Review, diciembre 2004 y G. Galati, «Why has global FX turnover declined? *Op.cit.*



COLABORACIONES



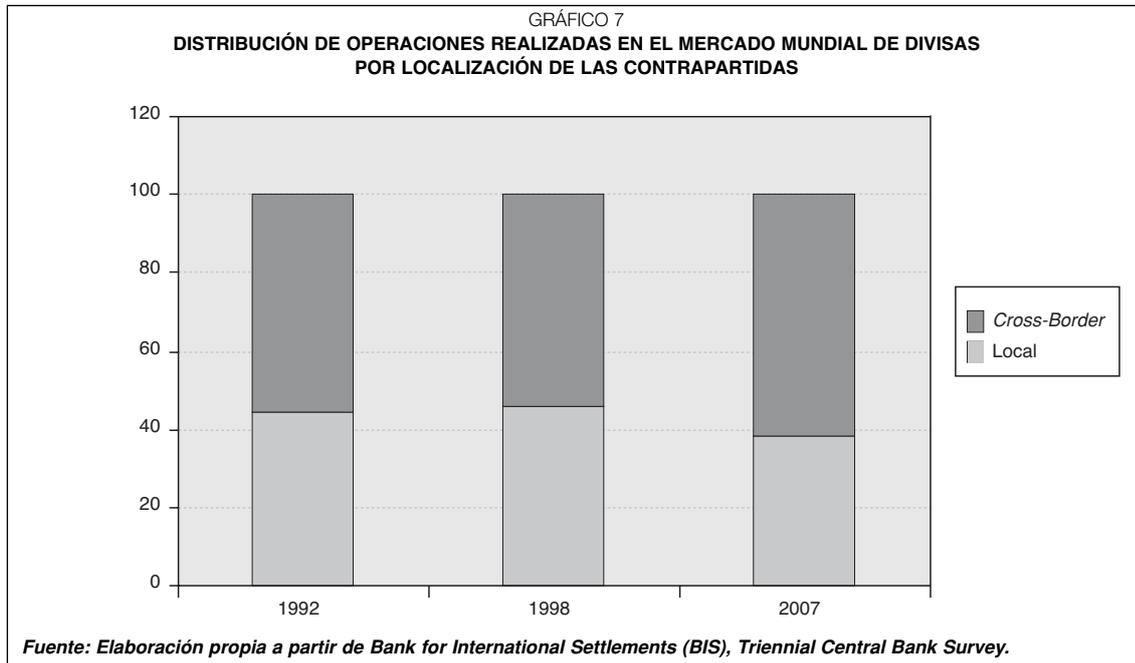
A modo de resumen, por tanto, y comparando las situaciones en tres años diferentes del período, podemos comprobar en el Gráfico 6 estos mismos resultados. De forma sencilla, destaca en 1992, en primer lugar, que los *dealers* realizaban casi el 70 por 100 de las transacciones en el mercado mundial de divisas, con una ligera reducción ya en 1998 hasta el 63,5 por 100, pero cayendo su importancia relativa de forma significativa en 2007 al 42,8 por 100. Esa evolución negativa contrasta con la seguida por las otras instituciones financieras, que han ganado, desde el primer año considerado hasta la última encuesta, casi 28 puntos, pasando del 12,5 por 100 en 1992, al 19,5 por 100 en 1998 y al 40,1 por 100 en 2007, pudiéndose comprobar que ha sido ya en el siglo XXI en el que se ha producido la significativa caída en importancia relativa de los *dealers* prácticamente en beneficio de esas otras instituciones financieras. En cambio, aunque con cifras crecientes en valores absolutos, en la misma línea de la evolución del mercado mundial de divisas, las transacciones con otros clientes no financieros han mantenido una gran

estabilidad en el grado de importancia sobre el conjunto del mercado, pues del 17,7 por 100 en 1992 se alcanza un 17,1 por 100 en 2007.

Por otra parte, en cuanto al carácter local o transfronterizo de las operaciones realizadas en los mercados mundiales de divisas, hemos asistido, durante todo el período considerado, a un predominio de las operaciones transfronterizas. Si comparamos la distribución de las operaciones en tres años distintos del amplio período considerado, como se recoge en el Gráfico 7, es en 2007 cuando mayor cuota de mercado han ganado esas operaciones, pues de unos porcentajes próximos al 55 por 100 en 1992 y 1998, han pasado a una cuota del 61,5 por 100 en 2007, lo que refleja, en primera instancia, el impacto de la globalización de estos mercados, que es coherente además con la mayor participación de las instituciones financieras en general, que tienen más fácil el acceso a cualquier mercado a través de las plataformas de negociación en detrimento de las operaciones locales más típicas de los mercados interbancarios nacionales.



COLABORACIONES



2.2.4. Composición por vencimientos de las operaciones a plazo y swaps

En cuanto a la evolución del mercado a plazo en sus dos vertientes, operaciones swaps y a plazo simple, en el Gráfico 8 observamos su evolución desde 1995 hasta la actualidad. En términos generales, destacan las cifras correspondientes a los *swaps* hasta siete días, con una tendencia creciente a lo largo del período, aunque notando en las cifras la caída del mercado en 2001. De hecho, prácticamente toda esa caída es absorbida por estas operaciones en este plazo, pues el resto crecieron, si bien de forma modesta (11), aunque más relevante en las operaciones a plazo de más de siete días, que aumentaron en un 29 por 100.

Por otra parte, como ya indicamos, en el conjunto de las operaciones desarrolladas en los mercados de divisas (contado, plazo

y *swaps*), son los *swaps* los que alcanzan las cifras más significativas, corroborándose, en el Gráfico 8, una mayor relevancia de las realizadas a un plazo inferior a siete días, con un aumento de importancia sobre el total del mercado de *swaps* en el período, pues mientras que en 1995, a ese plazo se ejecutaban un 70,2 por 100 de los *swaps*, en 2007 ese porcentaje se eleva al 77,7 por 100 (Gráfico 9).

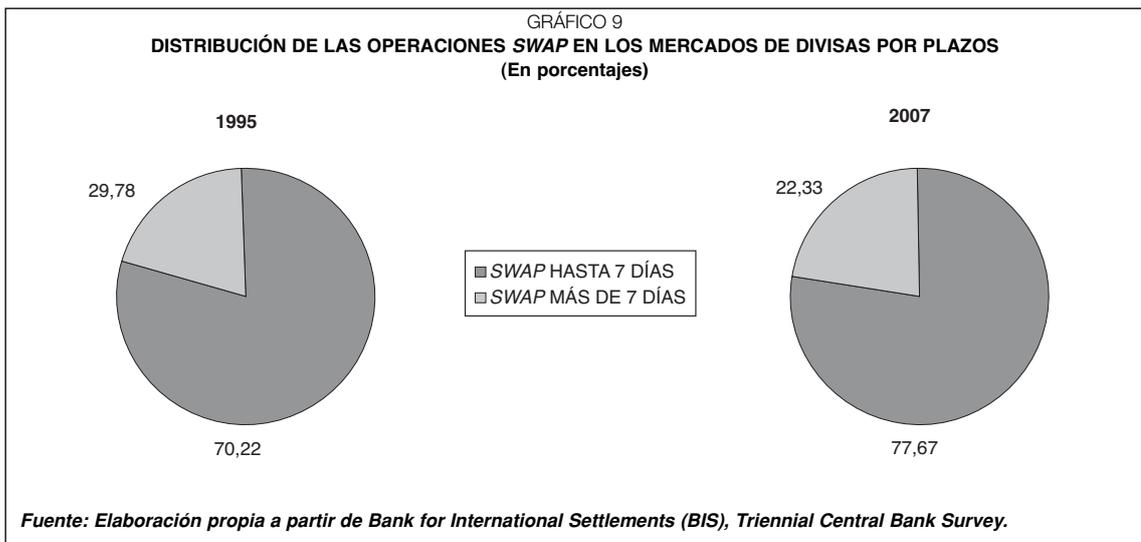
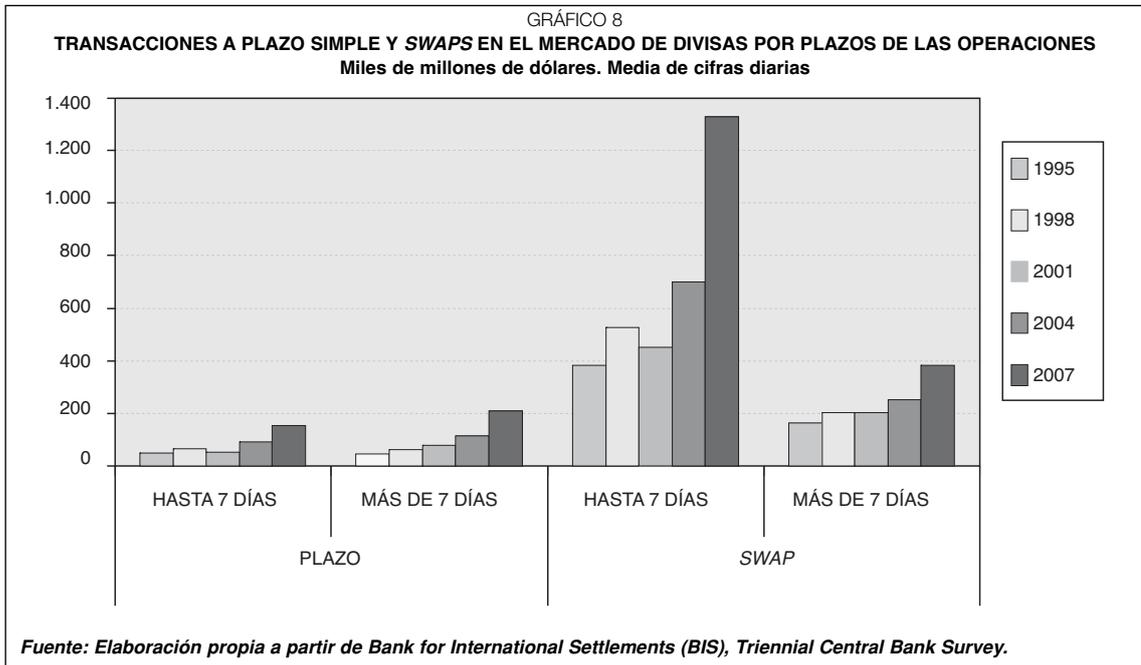
En cuanto a las operaciones a plazo, con cifras absolutas más modestas que las de *swaps*, se ha producido una tendencia diferente, con aumento del grado de importancia de las operaciones a plazos mayores a siete días en la última encuesta, pues se ha pasado de un 47,9 por 100 en 1995, a que en 2007, ese porcentaje se eleve al 57,5 por 100 (Gráfico 10).

2.2.5. Concentración del mercado mundial

En términos generales, podemos comprobar en el Gráfico 11, que el mercado nacional que mayor volumen de transac-

(11) No obstante, también las operaciones a plazo de hasta siete días tuvieron una cierta caída, por valor de 14 mil millones de dólares, escasamente significativa respecto a las cifras globales del mercado mundial, si bien importante para el volumen ejecutado

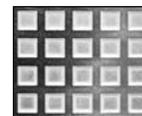
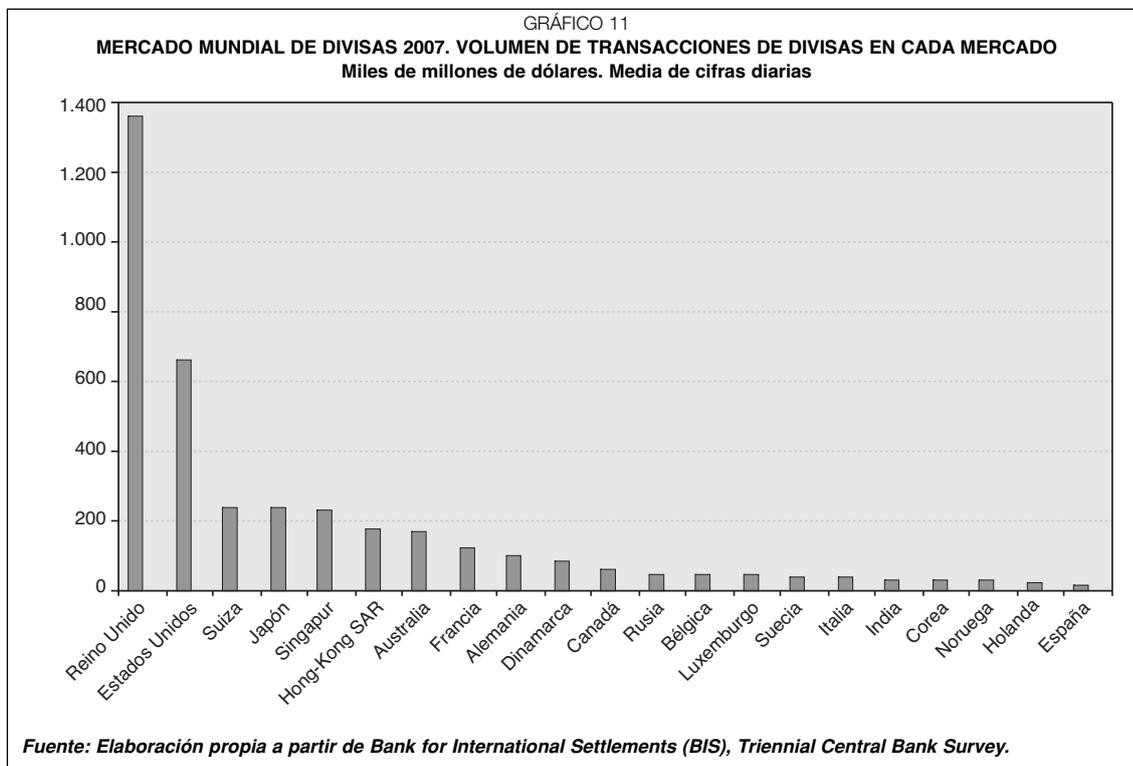
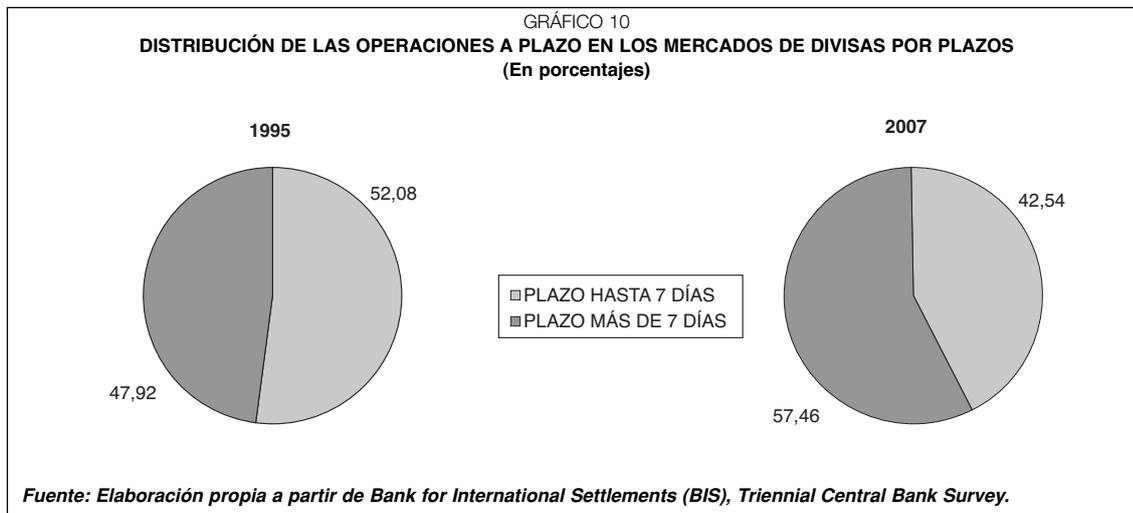




ciones de divisas ejecutó durante 2007 fue el del Reino Unido, con casi 1,4 billones de dólares, con gran diferencia respecto al resto. De hecho, en segundo lugar, se encuentran los Estados Unidos, con algo menos de 700 miles de millones de dólares, es decir, prácticamente menos del 50 por 100 del mercado británico. Ya a mucha mayor distancia se encuentran los mercados de Suiza, Japón y Singapur, con cifras muy aproximadas entre sí, ligeramente por encima de los 200

miles de millones de dólares negociados. Por debajo de esta cantidad, aunque algo por encima del resto, se encuentra los mercados de Hong-Kong y de Australia.

En términos de cuota de mercado, el británico alcanzó en la última encuesta una cuota del 34 por 100, mientras que el norteamericano se situó en el 16,6 por 100. Por su parte, el mercado suizo tiene una cuota del 6,1 por 100, por un 6 por 100 y un 5,8 por 100 de los mercados de Japón y Singapur. En definitiva, pues, el

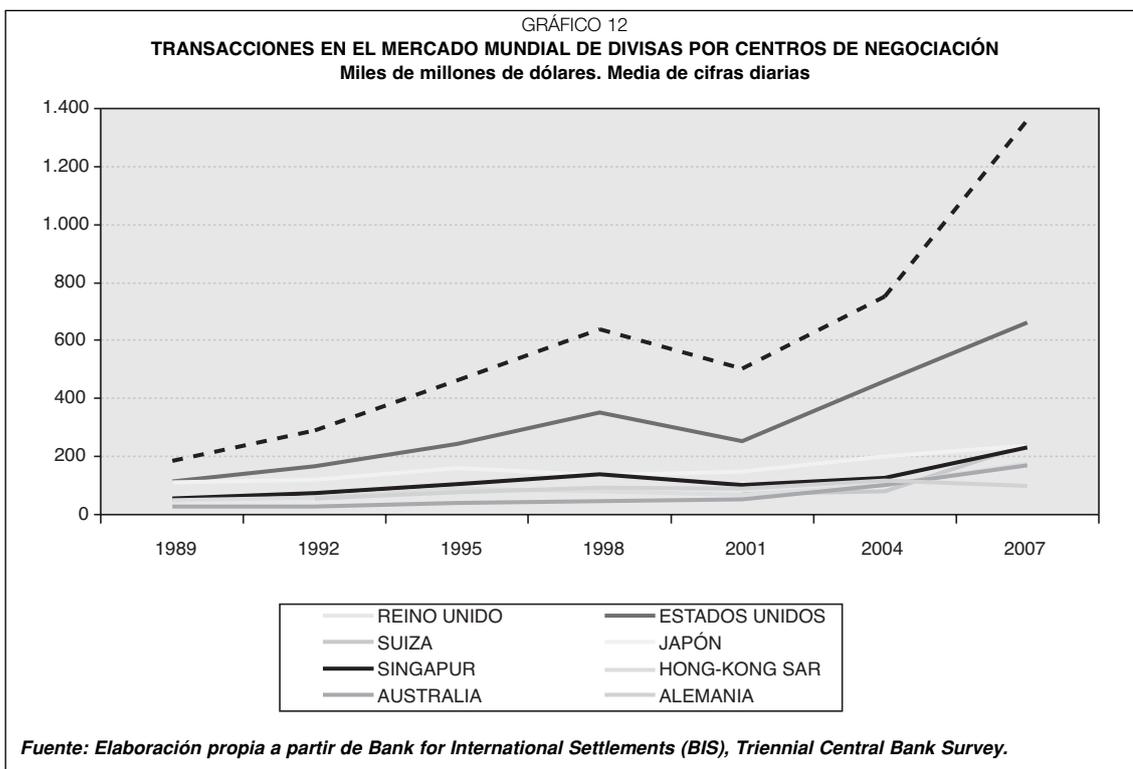


COLABORACIONES

conjunto de todos estos mercados absorbió un 68,6 por 100 de las transacciones mundiales de divisas.

En cuanto a la evolución de los principales mercados, en el Gráfico 12 podemos observar el crecimiento experimentado por el mercado británico en todo el período, pero de forma más significativa en la última encuesta efectuada, ganando más de tres puntos de cuota de mercado.

Por el contrario, Estados Unidos ha perdido casi la cuota ganada por el mercado inglés, siendo bastante estable la situación del resto de los mercados, aunque con dos puntualizaciones significativas. Por una parte, el mercado suizo, como se deduce del gráfico anterior, ha tenido el crecimiento mayor, tras el británico, lo que le ha supuesto una ganancia de cuota de mercado de casi 3 puntos, duplicando



prácticamente la relevancia obtenida en la encuesta anterior de 2004. Por otra, Japón viene debilitando su importancia internacional desde 2001, año en que aumentó su cuota hasta el 9,1 por 100, para descender al 8,2 por 100 en 2004 y más intensamente al 6 por 100 en 2007, siendo superado pues en este último año por Suiza como tercer país en el mercado mundial de divisas por transacciones efectuadas. Esta caída en importancia del mercado japonés contrasta con el ligero aumento en importancia del mercado de Hong-Kong, que se constata a lo largo de los años recogidos en el análisis.

3. Conclusiones

A lo largo de los últimos veinte años el mercado mundial de divisas ha conocido un crecimiento espectacular, superior al 400 por 100, resultado del aumento del comercio mundial, de la globalización

económica y financiera, con la integración de los diferentes mercados, así como por la relativa mayor estabilidad mundial a todos los niveles.

En este artículo, hemos realizado un análisis de los principales resultados obtenidos por las encuestas que, con una periodicidad trianual, coordina el Banco Internacional de Pagos de Basilea, en colaboración con un número creciente de Bancos Centrales del mundo, sobre los mercados de divisas.

Como aspectos más destacados de los resultados obtenidos podemos destacar los siguientes: en primer lugar, como ya se ha señalado, el importante crecimiento de este mercado; en segundo, la utilización del dólar USA como moneda de referencia, pues participa en alrededor del 90 por 100 de las transacciones en divisas a nivel mundial, seguido, en el período previo a la instauración de euro, por el marco alemán, y luego por la nueva moneda europea, que aparece en el 37 por 100 de

las transacciones en la encuesta efectuada en 2007, siendo el yen japonés la divisa que ocupa el tercer lugar en las operaciones mundiales.

En tercer lugar, los pares de divisas más negociados son el dólar frente al marco, más del 20 por 100 de los intercambios, hasta la desaparición de éste, y la divisa norteamericana frente al euro (27 por 100 de las transacciones de divisas), en el siglo XXI.

En cuarto lugar, en cuanto a la importancia de los tipos de operaciones realizadas, destacan, por encima de las demás, los *swaps*, fundamentalmente además los realizados por un período de hasta siete días, con una ganancia de cuota de mercado a lo largo de todos los años considerados, y, en especial, sobre las operaciones de contado, que hasta 1995 eran las que ocupaban el primer lugar de las transacciones en el mercado de divisas.

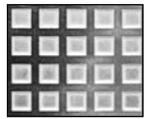
En quinto, son las operaciones entre las entidades informantes en las diferentes encuestas efectuadas (*dealers*) las que alcanzan las cifras más significativas, si bien esa relevancia se ha ido reduciendo a lo largo de los años en beneficio de las realizadas con otras instituciones financieras (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión, y en general, otras entidades bancarias no *dealers*). Además, son las transacciones transfronterizas (aquellas realizadas entre dos agentes de centros financieros distintos) las que tienen un mayor peso en el total del mercado, alrededor del 60 por 100, con una relativa estabilidad a lo largo de los años.

Finalmente, por lo que se refiere a los centros financieros más activos en el mercado de divisas, el Reino Unido ocupa el

primer lugar, con gran diferencia respecto al resto, pues tiene una cuota del mercado de aproximadamente el 34 por 100, algo más del doble del mercado norteamericano, que le sigue en importancia, situándose el resto de los mercados a una mayor distancia, no superando ninguno el 7 por 100.

Bibliografía

- [1] ALZOLA, J.L.(1989): «El mercado de divisas en España: volumen y composición», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre.
- [2] ALZOLA, J.L. y PÉREZ, C. (1992): «El mercado de divisas en España en 1992», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre.
- [3] ALZOLA, J.L. y PÉREZ, C (1995): «El mercado de divisas en España en 1995», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre.
- [4] BANCO DE ESPAÑA (1998): «El mercado de divisas en España, en 1998», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre.
- [5] BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS: *Triennial Central Bank Survey*, Basilea, varios años.
- [6] GALATI, G. (2001): «Why has global FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey», *BIS Quarterly Review*, diciembre.
- [7] GALATI, G. y HEATH, A.(2007), «What drives growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey», *BIS Quarterly Review*, diciembre.
- [8] GALATI, G. y MELVIN, M. (2004): «Explaining the surge in FX turnover», *BIS Quarterly Review*, diciembre.



COLABORACIONES

Índices del Boletín de Información Comercial Española



Las publicaciones de Información Comercial Española constituyen el medio más adecuado de estar al día en los temas imprescindibles para la gestión y el análisis de la economía y del comercio