



*Eduardo Alcalde Gutiérrez**
*Antonio Calvo Bernardino***
*Jesús Paúl Gutiérrez****

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS Y SU SITUACIÓN TRAS LA CRISIS FINANCIERA

En diciembre de 2016, el Banco Internacional de Pagos publicó los resultados definitivos de la encuesta trianual que, en colaboración con los bancos centrales de 52 países, viene realizando desde 1986 entre los participantes más activos en sus respectivos mercados de divisas, con el fin de conocer el volumen y composición tanto de los distintos mercados nacionales como del mercado mundial. El objetivo de este artículo es analizar los principales resultados del mercado global de divisas a lo largo de los últimos años, su reacción a la crisis financiera internacional y su situación tras la misma.

Palabras clave: mercado de divisas, intermediarios financieros, Banco Internacional de Pagos.
Clasificación JEL: F31, F36, G15.

1. Introducción

En diciembre de 2016 el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) presentó la encuesta de carácter trianual, que realiza en colaboración con los bancos centrales de un gran número de países del mundo, a través de la cual se obtiene información detallada sobre el comportamiento del mercado global de divisas.

Por tanto, desde la primera encuesta de este tipo, realizada en 1986, han pasado ya treinta

años en los que este análisis del mercado de divisas ha ido mejorando la calidad de los datos facilitados debido, en primer lugar, al hecho de que se ha producido una continua incorporación de países a su realización, hasta alcanzar los 52 bancos centrales participantes en la actualidad y, en segundo lugar, por la incorporación sistemática de información adicional que va desde la diferenciación entre el mercado tradicional y el global de divisas incluido en la encuesta de 2010 hasta la ampliación del número de monedas para las que se recoge información o el mayor detalle de las denominadas «otras instituciones financieras» realizadas en 2013, entre otros cambios¹. ▷

* Profesor Adjunto de Economía, Facultad de Derecho, Universidad CEU San Pablo.

** Catedrático de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad CEU San Pablo.

*** Profesor Titular de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad CEU San Pablo.

Versión de abril de 2018.

¹ Para un mayor detalle sobre dicha información adicional puede verse Alcalde, Calvo y Paúl (2014).

Por otro lado, los datos obtenidos, y que posteriormente analizaremos, corresponden a los suministrados por las entidades financieras participantes en la encuesta a sus bancos centrales², cuya selección se realiza en función de su grado de participación en este mercado y que en el año 2016 han sido casi 1.300 entidades de todo el mundo, número suficientemente elevado como para dotar de consistencia los citados datos, a pesar del alto grado de concentración que muestra este mercado³.

El análisis que vamos a realizar se centra, fundamentalmente, en la última encuesta realizada con datos de abril de 2016, estudiando la evolución global del mercado en función de diversos parámetros, como son las monedas intercambiadas, los tipos de transacciones en divisas realizadas, las contrapartidas de las operaciones (agentes y localización física de los mismos), vencimientos y grado de concentración de las operaciones por centros financieros. Además, observaremos la evolución del mercado global de divisas a través de la comparación con los resultados obtenidos en trienios anteriores.

2. Resultados de la encuesta

2.1. Volumen del mercado

En abril de 2016, el volumen de transacciones medias diarias realizadas en el mercado global de divisas se situó ligeramente por debajo de los 5,1 billones de dólares, mostrando una disminución del 5,5 por 100 respecto de los casi 5,4 billones contabilizados en la encuesta trianual de 2013.

² Los datos proporcionados por nuestro país a través del Banco de España pueden verse en Banco de España (2016). Cabe destacar que en el año 2013 estaba incluida Estonia, siendo por tanto 53 países entonces los participantes en la encuesta.

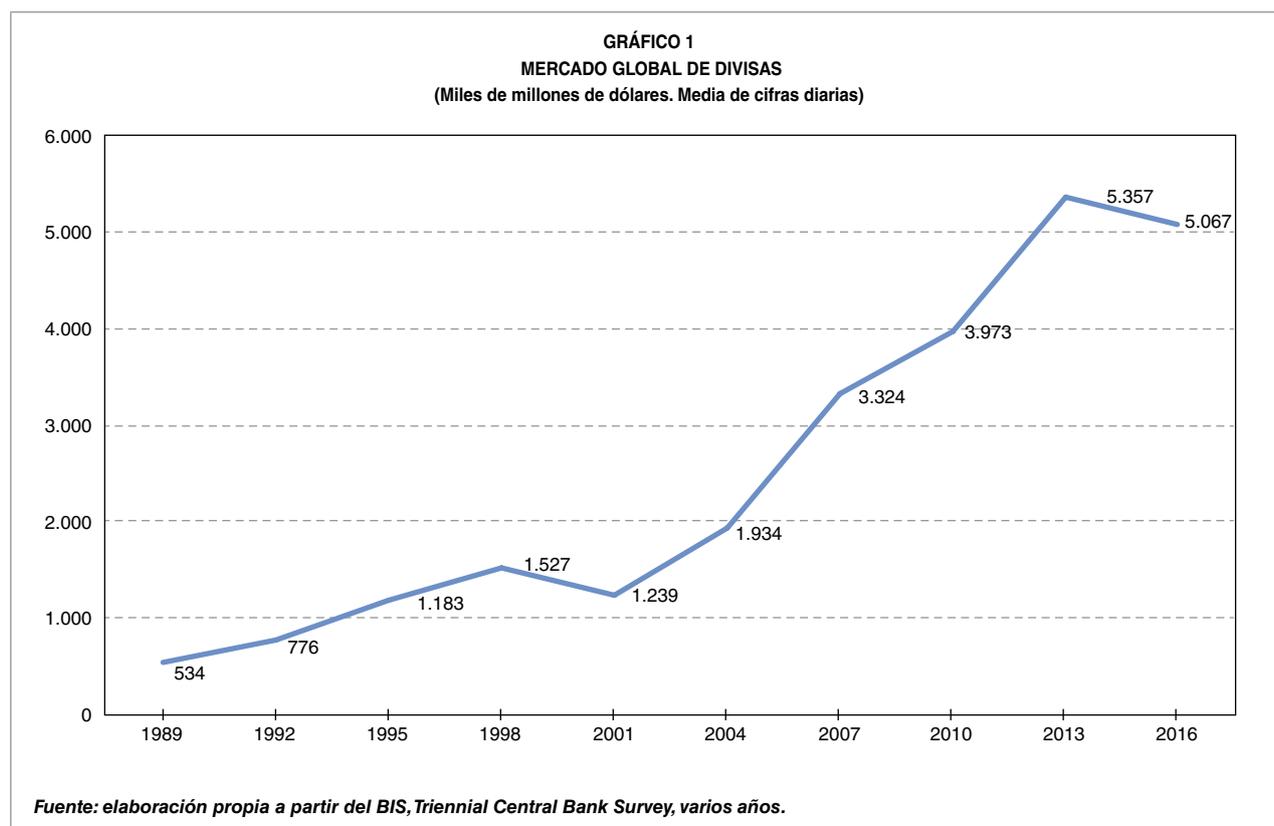
³ En este sentido, véase Paúl y Calvo (2011).

Como se puede comprobar en el Gráfico 1, el crecimiento del mercado ha sido constante desde el año 1989, salvo en 2001, momento a partir del cual el crecimiento se acelera a pesar de la crisis financiera internacional que hemos padecido desde 2008⁴, lo que demostraba la fortaleza del mercado de divisas. Sin embargo, en esta última encuesta, el volumen de transacciones medias se ha reducido por primera vez desde el citado año 2001, aunque con un impacto menor (18,8 por 100 entonces frente a la caída del 5,5 por 100 en 2016).

Aunque posteriormente podamos profundizar más, las causas que están detrás de este comportamiento del mercado de divisas en los últimos tres años se justifica, en primer lugar, por el comportamiento del mercado tradicional de divisas en el que las operaciones al contado caen cerca de 300.000 millones (en media de cifras diarias), caída que no es compensada por el aumento de los *swaps* de divisas (130.000 millones) (BIS, 2016) y, en segundo lugar, por el hecho de que los *hedge-funds*, los clientes no financieros y los bancos pequeños han reducido su presencia en el mercado en estos últimos años, incrementándose, sin embargo, la participación de los denominados inversores institucionales (tales como las compañías de seguros y los fondos de pensiones), los cuales muestran una menor tolerancia al riesgo en sus carteras, usando los mercados de divisas con fines de cobertura principalmente.

Por último, cabría destacar que parte de la mencionada caída puede deberse a la menor necesidad de cambio de divisas derivada del hecho de que el comercio mundial y los flujos de capitales no han retornado a los niveles ▷

⁴ El crecimiento más destacado se produjo en el trienio 2004-2007, con un 72 por 100, cuyo análisis detallado puede verse en Galati y Heath (2007) y Calvo y Paúl (2008), seguido del periodo 2010-2013, con un 35 por 100, y que superaba en 15 puntos al experimentado por dicho mercado en el periodo 2007-2010, como puede verse en Alcalde, Calvo y Paúl (2014).



precrisis; aunque dichos indicadores macroeconómicos no puedan explicar por sí solos el comportamiento del mercado de divisas (Moore, Schrimpf y Sushko, 2016), ya que el grueso de los intercambios reflejan, fundamentalmente, la gestión del riesgo realizada por los *dealers* informantes, las estrategias de comercio de sus clientes y la tecnología utilizada en ambos casos⁵.

2.2. Composición del mercado

2.2.1. Composición por monedas

A la hora de analizar el comportamiento del mercado global de divisas es necesario, en

⁵ En este sentido cabe destacar que la citada caída también tiene su justificación en la apreciación registrada por el dólar entre abril de 2013 y abril de 2016 (más de un 14 por 100). Para más información, puede verse Bankia Estudios (2016), así como Banco de España (2016) para nuestro mercado nacional.

primer lugar, contemplar la importancia relativa de cada moneda en el conjunto del mercado. Para ello, en el Cuadro 1 hemos recogido los datos relativos al porcentaje de participación de las principales divisas respecto al total de transacciones internacionales obtenidos desde la encuesta realizada en 2001 hasta la realizada en el pasado año 2016.

En él se puede observar que, si bien las principales monedas objeto de transacción son básicamente las mismas a lo largo de todo el periodo, existen elementos de análisis que conviene destacar. Así, en primer lugar, el dólar americano continúa siendo la moneda más utilizada en las transacciones internacionales y, aunque desde 2001 había ido perdiendo progresivamente cuota de mercado, en los dos últimos trienios se ha recuperado, alcanzando niveles similares al periodo 2001-2004, al llegar a un 87,6 por 100 (2,7 por 100 más que en la encuesta de 2013). ▷

CUADRO 1
DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES POR MONEDAS EN EL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
 Ordenados según importancia en 2016
 (En porcentaje)

Monedas	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Dólar USA	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0	87,6
Euro	37,9	37,4	37,0	39,1	33,4	31,4
Yen	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0	21,6
Libra esterlina	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8	12,8
Dólar australiano	4,3	6,0	6,6	7,6	8,6	6,9
Dólar canadiense	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6	5,1
Franco suizo	6,0	6,0	6,8	6,3	5,2	4,8
Renminbi	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2	4,0
Corona sueca	2,5	2,2	2,7	2,2	1,8	2,2
Dólar neozelandés	0,6	1,1	1,9	1,6	2,0	2,1
Peso mexicano	0,8	1,1	1,3	1,3	2,5	1,9
Dólar de Singapur	1,1	0,9	1,2	1,4	1,4	1,8
Dólar Hong Kong	2,2	1,8	2,7	2,4	1,4	1,7
Corona noruega	1,5	1,4	2,1	1,3	1,4	1,7
Won coreano	0,8	1,1	1,2	1,5	1,2	1,7
Lira turca	0,0	0,1	0,2	0,7	1,3	1,4
Rublo	0,3	0,6	0,7	0,9	1,6	1,1
Rupia india	0,2	0,3	0,7	1,0	1,0	1,1
Real brasileño	0,5	0,3	0,4	0,7	1,1	1,0
Rand sudafricano	0,9	0,7	0,9	0,7	1,1	1,0
Corona danesa	1,2	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8
Zloty polaco	0,5	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7
Nuevo dólar de Taiwán	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Otras monedas	7,5	7,7	9,1	6,4	4,4	4,9
Todas las monedas	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

La suma de los porcentajes alcanza el 200 por 100, ya que en cada operación intervienen dos monedas.
Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

En segundo lugar, la aparición del euro y, por tanto, la desaparición de las monedas de los países integrados en la UEME⁶ provocaron que la moneda europea haya ocupado desde entonces el segundo lugar en este *ranking*, con porcentajes de participación en el entorno del 37 por 100 del conjunto del mercado. Sin embargo, en los dos últimos trienios el euro ha reducido su participación en las transacciones internacionales en casi un 8 por 100, como

consecuencia, fundamentalmente, de la crisis de deuda soberana experimentada desde 2010 por algunos países europeos, que introdujo un alto grado de incertidumbre respecto a la eurozona y a su posible ruptura (BIS, 2013) y por el incremento de la participación en el mercado de las monedas de países emergentes, especialmente del renminbi (BIS, 2016), que ha doblado su participación, alcanzando el 4 por 100 del total.

La tercera moneda más utilizada en las transacciones internacionales es el yen, con un 21,6 por 100 de participación en el último ▷

⁶ La relación del dólar con las principales monedas que posteriormente configuraron el euro, y de ellas entre sí, puede verse en Alcalde, Calvo y Paúl (2014).

trienio, mostrando una caída del 1,4 por 100 respecto del trienio anterior, justificado, al igual que en el caso del euro, en la mayor importancia adquirida, sobre todo, por la moneda china.

Por otro lado, la libra esterlina ha aumentado su participación por primera vez desde la encuesta de 2004, recuperando los niveles de 2010 (12,8 por 100), al igual que el dólar canadiense (5,1 por 100 del total). Por el contrario, el franco suizo continúa su tendencia descendente iniciada en 2007, suponiendo tan solo el 4,8 por 100 del total de intercambios.

Mención aparte merece el significativo aumento de la importancia que en el mercado global de divisas han logrado las principales monedas de los mercados emergentes, consolidando el comportamiento ya mostrado en anteriores periodos, pero con mayor intensidad, alcanzando en algunos casos el *top ten* de las monedas más negociadas. Así, como antes indicábamos, el renminbi aumenta en un 1,8 por 100 (situándose en el octavo lugar con un 4 por 100)⁷ en el último trienio. También aumentan su participación el dólar de Singapur y el dólar de Hong Kong (situándose en el 12.^o y 13.^o lugar, respectivamente).

Por último, cabe destacar el comportamiento del peso mexicano y del rublo, perdiendo ambos cuota de mercado, y destacando este último, que ha pasado de suponer la décimo segunda moneda más activa en el trienio anterior a la décimo séptima en este 2016.

Por lo que respecta a la distribución de las transacciones por pares de monedas, en el Cuadro 2 se distingue, respectivamente, entre el periodo inmediatamente posterior a la creación del

CUADRO 2
DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES POR PARES DE MONEDAS EN EL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
(En porcentaje)

Monedas	2001	2013	2016
Dólar USA/euro	30,0	24,1	23,1
Dólar USA/yen	20,2	18,3	17,8
Dólar USA/libra esterlina	10,4	8,8	9,3
Dólar USA/dólar austral	4,1	6,8	5,2
Dólar USA/otras monedas	20,8	29,0	32,2
Euro/yen	2,9	2,8	1,6
Euro/libra esterlina	2,1	1,9	2,0
Euro/otras monedas	5,2	4,6	4,7

Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

euro (2001) y las dos últimas encuestas (2013 y 2016).

La introducción del euro supuso, desde un primer momento, que los intercambios entre la moneda europea y el dólar pasasen a ocupar el primer lugar, aunque con una menor importancia en comparación con periodos anteriores⁸, mostrando una tendencia a la baja en los dos últimos trienios.

Finalmente, podemos observar que la moneda norteamericana presenta una importante diversificación en su negociación, como lo demuestran sus cuotas de participación frente a la libra esterlina o el yen (9,3 y 17,8 por 100, respectivamente), mientras que, en el caso del euro, este tipo de intercambios es mucho más reducido (2 por 100 frente a la libra y 1,6 por 100 frente al yen en el último trienio).

2.2.2. Composición por tipo de transacciones

Otro aspecto importante al abordar el análisis del mercado global de divisas es el relativo a los distintos instrumentos objeto de transacción, ▷

⁷ Más del 95 por 100 de los intercambios fueron en el último trienio frente al dólar americano (BIS, 2016). Por otro lado, en octubre de 2016, la moneda china fue incluida en los DEG por el FMI y, aunque el papel de la misma como moneda de reserva y medio de pago internacional es actualmente limitado, tiene un elevado potencial para alcanzar un protagonismo más global a medio plazo (L'Hotellerie-Fallois, Sánchez y Serra, 2016).

⁸ Antes de la aparición del euro, el mayor volumen de intercambios de divisas se realizaba entre el dólar y el marco, seguido del intercambio de aquel con el yen japonés.

CUADRO 3
MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
(Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)

	2013	2016	Variación	
			Absoluta	Porcentual
A. Por instrumento				
1. Contado	2.047	1.652	-395	-19,3
2. Plazo simple	679	700	21	3,1
3. <i>Swaps</i> de divisas	2.240	2.378	138	6,2
Mercado tradicional de divisas (1+2+3)	4.966	4.730	-236	-4,8
4. Opciones sobre divisas	337	254	-83	-24,6
5. <i>Currency swaps</i>	54	82	28	51,9
Mercado global de divisas (1+2+3+4+5)	5.357	5.066	-291	-5,4
B. Por contrapartidas institucionales				
6. <i>Dealers</i> informantes	2.072	2.121	49	2,4
7. Otras instituciones financieras	2.812	2.564	-248	-8,8
8. Instituciones no financieras	472	382	-90	-19,1

Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

cuyas cifras se recogen en el Cuadro 3 para las dos últimas encuestas de 2013 y 2016. En él se muestra la disminución del volumen medio de transacciones diarias, cifrado en casi 0,3 billones de dólares, la cual se explica en un 81,1 por 100 en el comportamiento del mercado tradicional de divisas.

Por lo que respecta a este mercado tradicional, la disminución se centra en las operaciones al contado (19,3 por 100), que no se ve compensada por el incremento de las operaciones a plazo simple (3,1 por 100) y de los *swaps* de divisas (6,2 por 100).

Como podemos comprobar, las operaciones *swaps* sobre divisas son las más realizadas y, aunque en las últimas encuestas mostraban una diferencia cada vez menor con las operaciones al contado, la tendencia ha cambiado en esta última encuesta, al suponer casi un 47 por 100 del total de operaciones realizadas en el mercado en abril de 2016, situándose en niveles anteriores a 2010, como se observa en el Gráfico 2⁹.

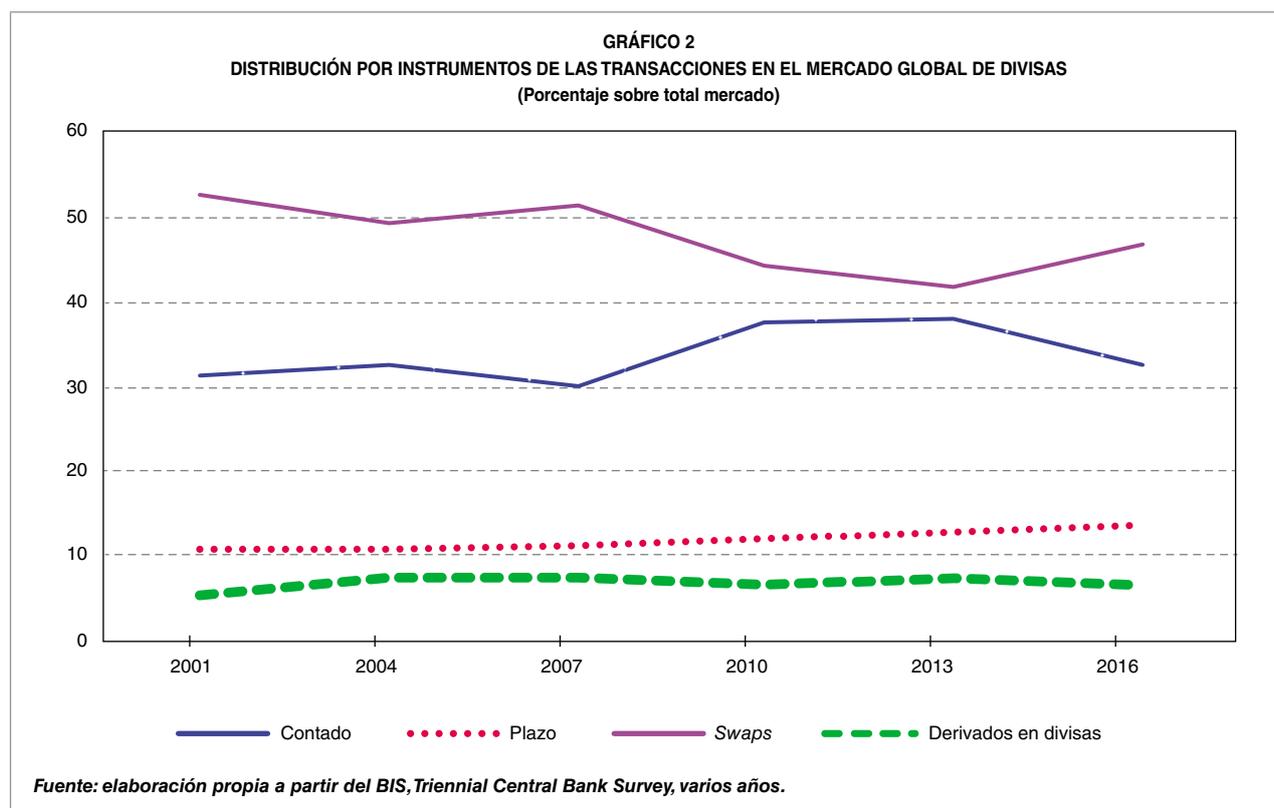
⁹ Ello puede ser el resultado del comportamiento de los inversores institucionales que citábamos al principio, más aversos al riesgo.

Por último, los instrumentos derivados sobre divisas han experimentado una importante caída también, sobre todo las opciones sobre divisas (24,6 por 100), al contrario que las *currency swaps* que han mostrado un importante crecimiento (51,9 por 100). En cualquier caso, estas operaciones tan solo suponen un 6,6 por 100 en el conjunto del mercado.

2.2.3. Distribución por contrapartidas

Otro aspecto a considerar en nuestro análisis del mercado global de divisas es el que diferencia las operaciones en base a las contrapartidas institucionales, es decir, diferenciando la información facilitada por las entidades participantes en la encuesta según se hayan realizado con otro intermediario financiero participante en la misma (*dealers*)¹⁰, con otras instituciones ▷

¹⁰ 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).



financieras¹¹ o con clientes no financieros¹², información que recogemos también en el Cuadro 3 para las dos últimas encuestas.

A la vista de las cifras, así como del Gráfico 3, se puede observar que las denominadas «otras instituciones financieras» han mantenido la importancia alcanzada en la encuesta de 2010, momento en el que por primera vez las transacciones por ellas realizadas superaron a las de los *dealers* informantes, aunque reduciéndose en el último trienio un 8,8 por 100, contribuyendo a la caída total del mercado que venimos analizando en un 19,1 por 100 en 2016. Ello implica que participan en un 50,6 por 100 de las operaciones del mercado (2,56

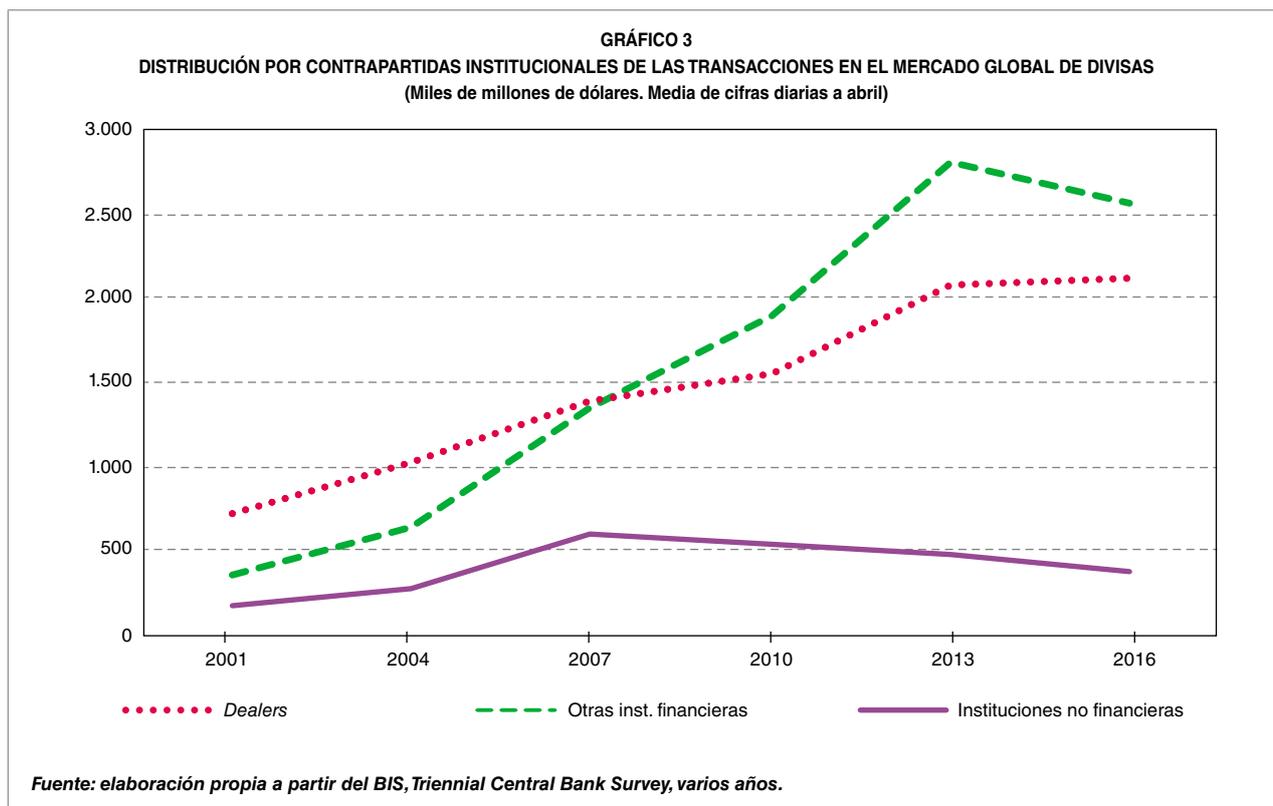
billones de dólares), frente al 41,9 por 100 que representan las realizadas por los *dealers*, a pesar de mostrar estos un crecimiento del 2,4 por 100 en 2016, alcanzando los 2,12 billones de dólares.

Efectivamente, las operaciones realizadas entre los *dealers* informantes fueron reduciendo su participación relativa en el mercado global de divisas desde el año 2001, momento en que suponían el 58 por 100 del mercado, hasta el año 2013, en que alcanzaron un 39 por 100¹³. Sin embargo, en el último trienio las operaciones realizadas por estas entidades han supuesto casi un 42 por 100, justificado fundamentalmente en el incremento de los *swaps* de divisas (11 por 100 respecto a ▷

¹¹ Incluyen, por exclusión, todas aquellas instituciones financieras que no se integran en la categoría de *dealers* informantes, es decir, bancos comerciales o de inversión más pequeños, inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos del mercado de dinero, etcétera), *hedge-funds* o bancos centrales.

¹² Integran a los demás agentes no incluidos en las categorías anteriores, tales como empresas o Gobiernos.

¹³ Las causas de dicho comportamiento se encuentran, por un lado, en la creciente concentración bancaria en los países y en el desarrollo de plataformas electrónicas que han facilitado el acceso directo a los intercambios a todos los intermediarios, con una mayor flexibilidad y reduciendo, por tanto, la utilización del mercado interbancario en el que solo participaban las entidades de crédito (Schrimpf y Rime, 2013).

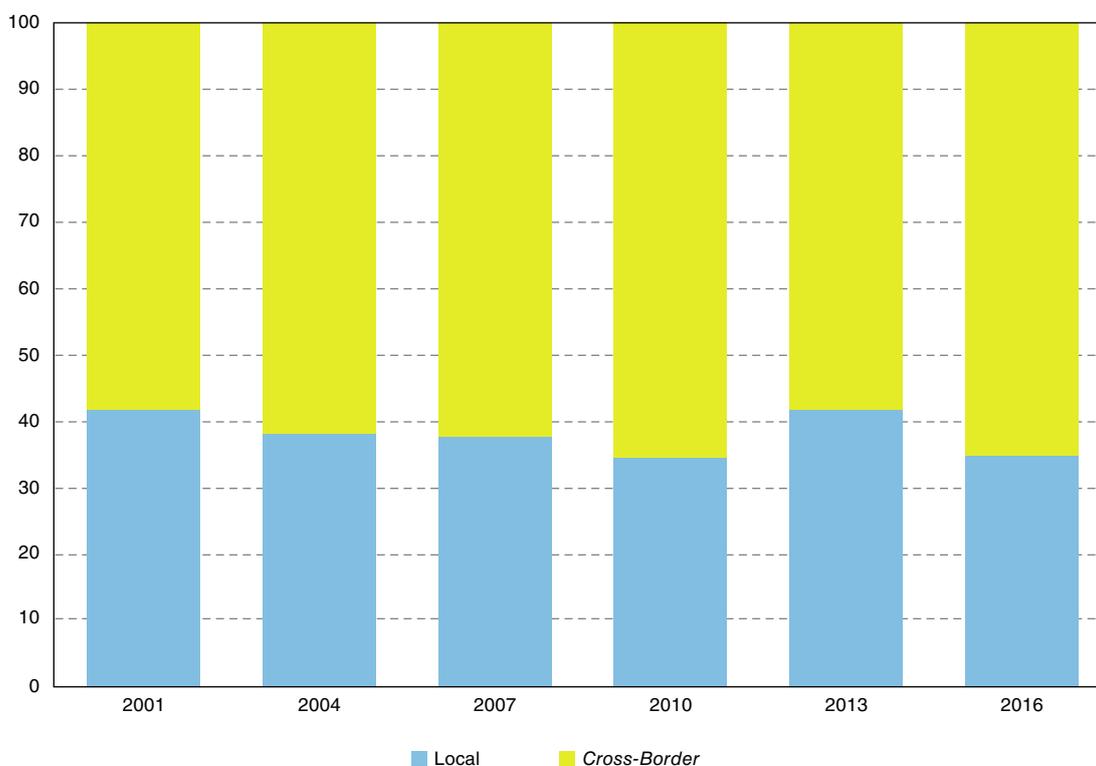


2013), ya que la actividad en las operaciones de contado ha caído en términos absolutos (BIS, 2016).

Por último, las transacciones realizadas en el mercado de divisas por los clientes no financieros muestran un comportamiento similar al de los últimos periodos, habiéndose reducido sus operaciones en un 19,1 por 100, lo que ha implicado que su importancia relativa en el mercado haya disminuido a menos de la mitad desde 2007 (de un 18 a un 7,5 por 100) y haya alcanzado su nivel más bajo desde que se realizan las encuestas. Como causas de esta evolución destacan la lenta recuperación que están mostrando los países después de la crisis, la reducción de las necesidades de cobertura, así como la mejor gestión de los riesgos en divisas de las compañías multinacionales al centralizar su función de tesorería (Schrimpf y Rime, 2013).

Por otra parte, el Gráfico 4 nos remite al carácter local o transfronterizo de las operaciones realizadas en el mercado global de divisas, y, como en él se observa, el predominio en dicho mercado ha correspondido a las operaciones transfronterizas desde 2001, llegando a suponer el 61,5 por 100 en 2010, que se justificaba fundamentalmente en la globalización del mercado y en la mayor participación de las otras instituciones financieras antes citada. Sin embargo, los datos de la encuesta de 2013 mostraron un retroceso en dicha importancia relativa al suponer solo un 58 por 100, cifra más próxima al 55 por 100 del año 1998, justificado en gran medida por la incertidumbre a la que la crisis financiera internacional ha sometido a los mercados financieros, situación que revierte en el último trienio al suponer dichas operaciones casi el 65 por 100, cifra similar a la situación precrisis. ▷

GRÁFICO 4
DISTRIBUCIÓN DE LAS OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS POR LOCALIZACIÓN DE LAS CONTRAPARTIDAS
(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

2.2.4. Composición por vencimiento de las operaciones a plazo y swap

En el Cuadro 4 se refleja la evolución del mercado a plazo, tanto en lo que respecta a operaciones *swaps* como a operaciones a plazo simple en el último trienio, y en él destaca que son las operaciones *swaps* a un plazo inferior a siete días las que tienen una mayor importancia relativa, suponiendo un 53,1 por 100 del mercado a plazo (más de 1,6 billones de dólares). Además, el citado plazo inferior a siete días supone el 61,9 por 100 del mercado a plazo si consideramos conjuntamente las anteriores con las de plazo simple a esa dimensión.

Por otro lado, las operaciones en plazos superiores a siete días crecieron en este trienio un 9,1 por 100, continuando con la tendencia mostrada en periodos anteriores, pero con menor intensidad¹⁴.

Por último, el Gráfico 5 nos muestra la evolución de las transacciones en el mercado a plazo en base a los plazos de las operaciones realizadas, en el que se observa con claridad la mayor importancia de las operaciones *swaps* frente a las de plazo simple, al igual que destaca que el plazo más utilizado es el inferior a siete días. ▷

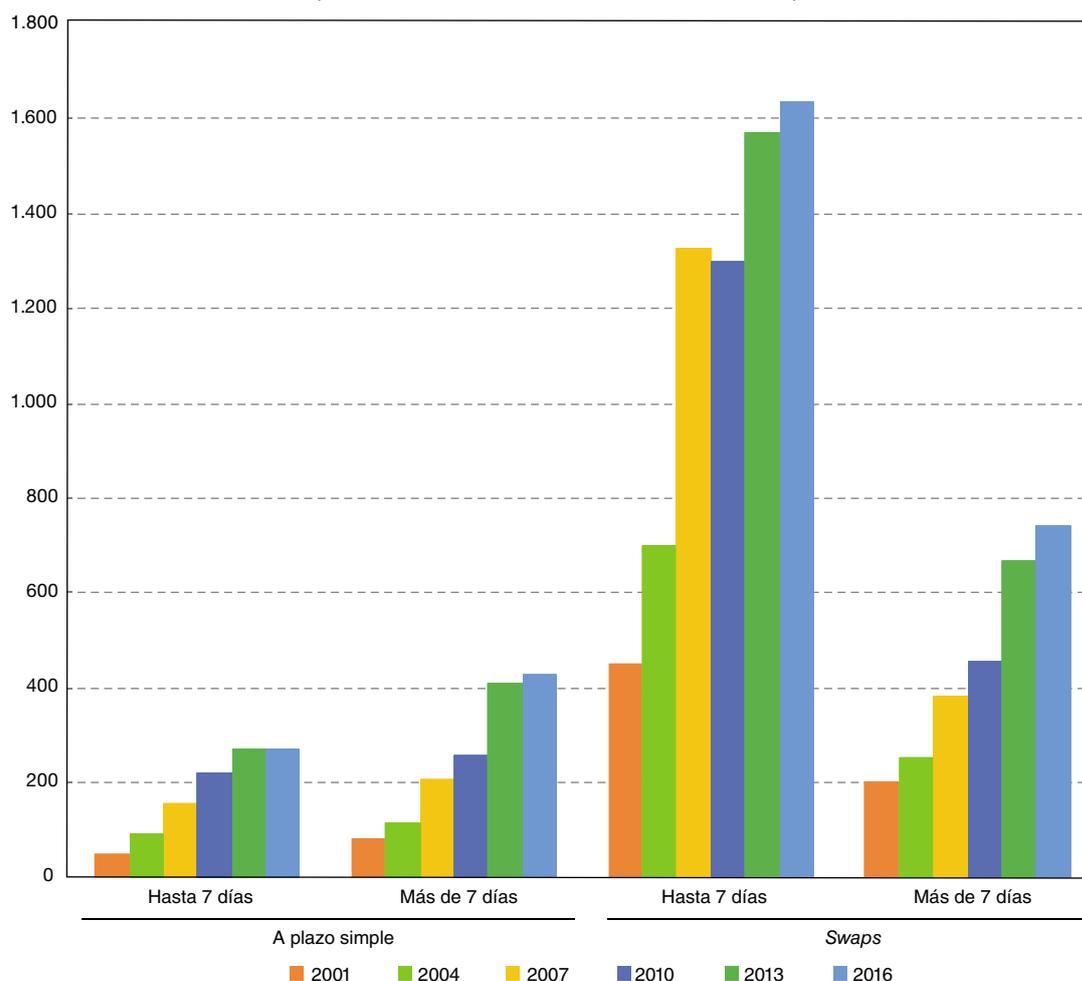
¹⁴ En la encuesta de 2010 crecieron un 21,2 por 100 (Calvo y Paúl, 2011), mientras que en la encuesta de 2013 mostraron un crecimiento muy superior, del 51 por 100 (Alcalde *et al.*, 2014).

CUADRO 4
MERCADO DE DIVISAS A PLAZO
(Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)

	2013	2016	Variación		Participación s/total m. plazo
			Absoluta	Porcentual	
1. Plazo simple	679	700	21	3,1	22,7
Hasta 7 días	270	270	0	0,0	8,8
Más de 7 días	409	430	21	5,1	14,0
2. Swaps de divisas	2.239	2.378	139	6,2	77,3
Hasta 7 días	1.573	1.635	62	3,9	53,1
Más de 7 días	666	743	77	11,6	24,1
3. Total mercado a plazo	2.918	3.078	160	5,5	100,0
Hasta 7 días	1.843	1.905	62	3,4	61,9
Más de 7 días	1.075	1.173	98	9,1	38,1

Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

GRÁFICO 5
TRANSACCIONES A PLAZO SIMPLE Y SWAPS EN EL MERCADO DE DIVISAS POR PLAZO DE OPERACIONES
(Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)



Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

2.2.5. Concentración del mercado mundial

El mercado global de divisas, como es sabido, es un mercado con un alto grado de concentración en pocas plazas financieras si atendemos al volumen de transacciones realizado en los distintos mercados locales. Así, puede observarse en el Gráfico 6 cómo el mercado en el que mayor volumen de operaciones diarias se ejecutó en abril de 2016 fue el del Reino Unido, con más de 2,4 billones de dólares, seguido del estadounidense, con un volumen que no llega a la mitad del anterior (1,3 billones de dólares).

El tercer y cuarto lugar de este *ranking* lo ocupan Singapur y Hong Kong, pero con volúmenes de operaciones diarias mucho más reducidas (517 y 437 miles de millones, respectivamente).

Por otro lado, Japón, que ya perdió un puesto en favor de Singapur en la encuesta de 2013, vuelve a perder otro en la de 2016, en este caso a favor de Hong Kong, ocupando el quinto lugar, lo que marca la tendencia de la pérdida de peso específico de este país en el mercado global, al igual que le ha ocurrido a Suiza en los últimos años, ocupando el séptimo lugar en el último trienio.

Si atendemos ahora a la cuota de mercado de los distintos centros de negociación, es obvio que las conclusiones son similares a las que acabamos de analizar, aunque cabe realizar alguna matización, sobre todo respecto al mercado británico y al estadounidense.

Efectivamente, tal como se recoge en el Gráfico 7, el mercado de divisas londinense ha experimentado un continuo aumento en su ▷

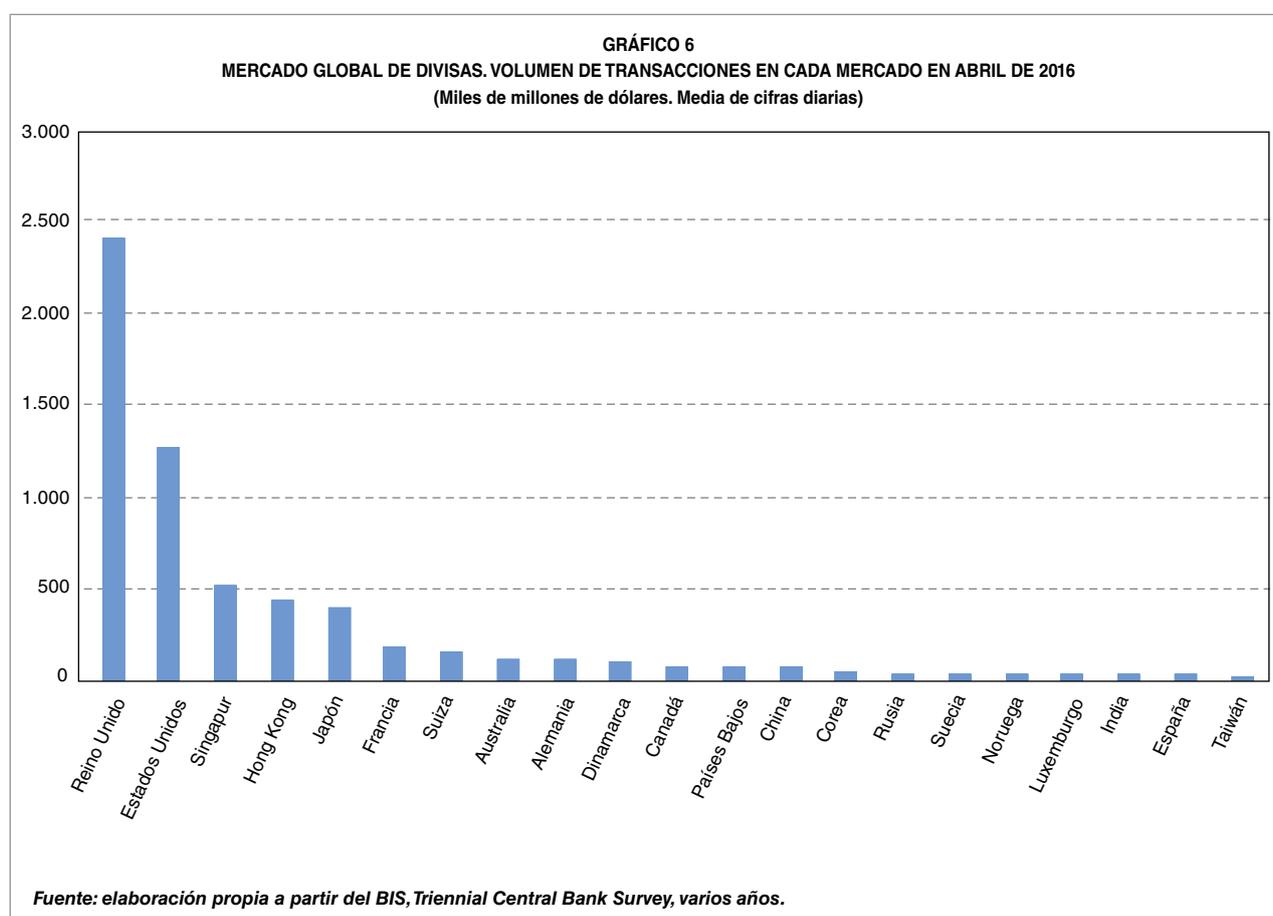
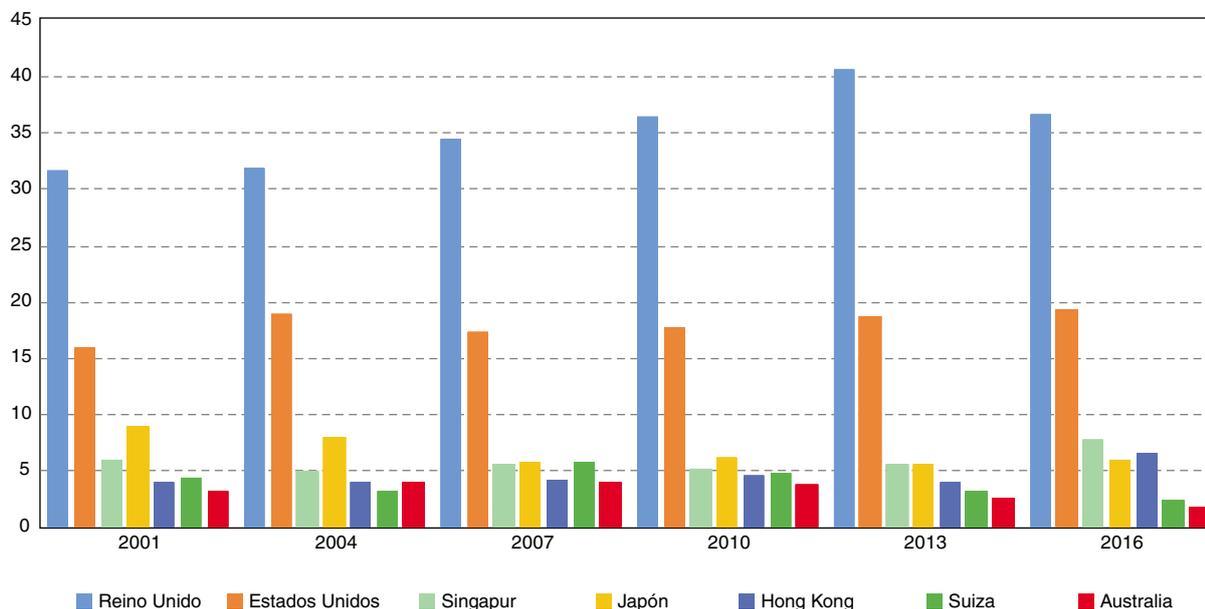


GRÁFICO 7
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
 (Porcentaje sobre el mercado mundial)



Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

importancia relativa, al pasar de los 835.000 millones diarios en 2004 (un 32 por 100 del mercado mundial) a los 2,4 billones de dólares en 2016, observándose una caída en la cuota de mercado de cuatro puntos respecto a 2013, al situarse en el 36,9 por 100. Es decir, en un mercado global en retroceso, el mercado británico lo ha hecho en una proporción menor, en contraste con épocas anteriores en las que superaba la tendencia del mercado global¹⁵.

Por lo que respecta al mercado estadounidense, cabe destacar que representa en 2016 un 19,5 por 100 del total, lo que supone el mayor valor de la serie analizada.

Por último, el Cuadro 5 recoge la distribución regional del mercado global de divisas

derivada de las dos últimas encuestas realizadas por el BIS.

De su contenido comprobamos, en primer lugar, que dicha distribución regional no ha variado sustancialmente en este trienio, prevaleciendo las mismas tres regiones más importantes.

En segundo lugar, que el mayor volumen de transacciones se concentra en Europa Occidental, con un 50,3 por 100, habiendo disminuido ligeramente respecto a los datos de la encuesta anterior. Ello es el reflejo del importante peso del mercado londinense, ya citado, al que se le suman otros mercados nacionales importantes (Suiza, Francia, Holanda, Alemania, etcétera).

América del Norte y Asia-Pacífico son las otras dos grandes regiones, con una importancia relativa superior al 20 por 100, pudiendo resaltar el ligero crecimiento de la primera, pero, sobre todo, el considerable crecimiento de la segunda, hasta el 26,3 por 100 del ▷

¹⁵ A este respecto, será necesario evaluar el impacto que el *brexit* pueda provocar en esta importancia relativa del mercado británico, aunque, presumiblemente, puede suponer una cierta pérdida de cuota para la City en beneficio de París o Frankfurt (Bankia Estudios, 2016). En relación con esta cuestión puede verse también Cretien (2017).

CUADRO 5
DISTRIBUCIÓN REGIONAL DEL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
 (Miles de millones de dólares. Medias diarias en abril)

	2013	% s/total	2016	% s/total
1. América del Norte	1.328	19,9	1.358	20,8
2. Europa Occidental	3.715	55,7	3.277	50,3
3. Asia-Pacífico	1.434	21,5	1.714	26,3
4. Europa Oriental	83	1,2	68	1,0
5. Latinoamérica	68	1,0	54	0,8
6. África y Oriente Medio	43	0,6	43	0,7
Total regiones (1+2+3+4+5+6)	6.671	100,0	6.514	100,0
Ajuste por doble contabilización	-1.314	-	-1.447	-
Volumen global	5.357	-	5.067	-

Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.

mercado global de divisas como consecuencia del aumento de la importancia relativa de los mercados de Singapur y Hong Kong antes citados.

3. Conclusiones

En este artículo hemos realizado un análisis de los principales resultados del mercado global de divisas recogidos en la última encuesta que, con una periodicidad trianual, coordina el Banco Internacional de Pagos de Basilea en colaboración con un número creciente de bancos centrales del mundo.

A pesar de que a lo largo del mismo ya hemos ido destacando las principales conclusiones, vamos a continuación a extraer aquellas que, en nuestra opinión, pueden ser más relevantes.

En primer lugar, el mercado de divisas ha mostrado, por primera vez desde 2001, una caída del 5,5 por 100 respecto a los datos de 2013. Además, el dólar USA sigue siendo la principal moneda de referencia, al participar en el 87,6 por 100 de las transacciones de divisas a nivel mundial, seguida del euro y del yen, con

una participación del 31,4 por 100 y del 21,6 por 100, respectivamente. Sin embargo, cabe destacar que la primera ha mejorado su importancia relativa en el último trienio en detrimento de las otras dos, debido, fundamentalmente, a la crisis de deuda soberana experimentada desde 2010 por algunos países europeos, que introdujo un alto grado de incertidumbre respecto a la eurozona y a su posible ruptura, y al incremento de la participación en el mercado de monedas de países emergentes, especialmente el renminbi.

En segundo lugar, los pares de divisas más negociados son el dólar frente al euro, con más del 23 por 100 de los intercambios, y la divisa norteamericana frente al yen (17,8 por 100 de las transacciones).

En tercer lugar, atendiendo a las operaciones realizadas, se mantiene la mayor importancia de los *swaps*, tanto en términos absolutos como relativos, al haber caído las operaciones al contado un 19,3 por 100 en el último trienio.

En cuarto lugar, las operaciones en las que las denominadas «otras instituciones financieras» actúan como contrapartida han mantenido su importancia, superando con ▷

claridad a los *dealers*, como ya hicieron en la encuesta anterior. Igualmente predominan las operaciones transfronterizas, representando casi un 65 por 100 del mercado.

Por último, por lo que se refiere a los centros financieros más activos en el mercado de divisas, Reino Unido ocupa el primer lugar, con una cuota de mercado del 36,9 por 100, frente al 19,5 por 100 de su inmediato perseguidor, Estados Unidos, que alcanza así el mayor valor de la serie analizada. De la misma forma, la región más activa es Europa Occidental, seguida de Asia-Pacífico y América del Norte.

Bibliografía

- [1] ALCALDE, E.; CALVO, A. y PAÚL, J. (2014). «La evolución del mercado global de divisas y su situación en el contexto de la crisis financiera». *Boletín de Información Comercial Española*, n.º 3049, marzo, pp. 3-14. Madrid.
- [2] BANCO DE ESPAÑA (2016). «Encuesta sobre el mercado de divisas y el mercado de derivados OTC en España durante el mes de abril de 2016». *Nota de prensa*, septiembre. Madrid.
- [3] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013). *Triennial Central Bank Survey. Global Foreign exchange market turnover in 2013*, diciembre. Basilea.
- [4] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2016). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016*, septiembre (tablas anexas revisadas el 11 de diciembre de 2016). Basilea.
- [5] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (VVAA). *Triennial Central Bank Survey*. Basilea.
- [6] BANKIA ESTUDIOS (2016). *Aspectos destacables del informe de divisas del BIS*, septiembre. Madrid.
- [7] CALVO, A. y PAÚL, J. (2008). «El mercado mundial de divisas: evolución, volumen y composición». *Boletín de Información Comercial Española*, n.º 2938, mayo, pp. 19-35. Madrid.
- [8] CRETEN, P.D. (2017). «Brexit & currency wars», *Modern Trader* (Digital Edition).
- [9] GALATI, G. y HEATH, A. (2007). «What drives growth in FX activity? Interpreting the 2007 Triennial Survey». *BIS Quarterly Review*, diciembre. Basilea.
- [10] L'HOTELLERIE-FALLOIS, P.; SÁNCHEZ, L. y SERRA, X. (2016). «La incorporación del renminbi en los derechos especiales de giro. Implicaciones técnicas y económicas». *Boletín Económico Banco de España*, diciembre, pp. 62-76. Madrid.
- [11] MOORE, M.; SCHRIMPF, A. y SUSHKO, V. (2016). «Downsized FX markets: causes and implications». *BIS Quarterly Review*, diciembre. Basilea.
- [12] PAÚL, J. y CALVO, A. (2011). «Evolución y situación actual del mercado global de divisas». *Boletín de Información Comercial Española*, n.º 3017, septiembre, pp. 25-35. Madrid.
- [13] SCHRIMPF, A. y RIME, D. (2013). «The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013 Triennial Survey». *BIS Quarterly Review*, diciembre. Basilea.