

*Eduardo Alcalde Gutiérrez**

*Antonio Calvo Bernardino**

*Jesús Paúl Gutiérrez**

EL MERCADO MUNDIAL DE DIVISAS EN UN CONTEXTO DE CRISIS PANDÉMICA Y BÉLICA

La encuesta de 2022

En diciembre de 2022 el Banco Internacional de Pagos de Basilea publicó los resultados de la ya tradicional encuesta trienal sobre los mercados de divisas que viene coordinando desde 1986 en colaboración con los bancos centrales de 50 países, entre los que se encuentra España desde 1989. El creciente número de países participantes en ella permite disponer de un detallado conocimiento sobre la evolución, volumen y composición de este mercado. El objetivo de este artículo es analizar los principales resultados obtenidos en la encuesta realizada en abril de 2022, comparando los mismos con los alcanzados en encuestas anteriores y destacando el impacto sobre ellos de la pandemia de la COVID-19 y de la invasión de Ucrania por Rusia en febrero de 2022.

Palabras clave: mercado de divisas, intermediarios financieros, banco central, Banco Internacional de Pagos, pandemia COVID-19, guerra en Ucrania.

Clasificación JEL: F31, F36, G15.

1. Introducción, características y limitaciones de la encuesta sobre el mercado de divisas

El Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés), en colaboración con los bancos centrales nacionales participantes, ha realizado nuevamente, en el mes de abril de 2023, la encuesta trienal sobre las transacciones en el mercado mundial de divisas, que

lleva realizando durante casi las últimas cuatro décadas.

En este amplio período de tiempo se han producido avances significativos para mejorar la cantidad y la calidad de la información disponible, y así aproximarse al volumen real de las transacciones que se realizan en el mercado mundial de divisas¹. ▷

* Universidad San Pablo-CEU, CEU Universities.

Versión de julio de 2023.

<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3161-3162.7648>

¹ No obstante, el mercado de divisas es un mercado más opaco que muchos otros mercados financieros dado que está organizado como un mercado *over the counter* (OTC). Los recientes cambios experimentados en los años previos a 2019 en la estructura del mercado, debidos a la internalización de las transacciones entre determinados colectivos, han reducido aún más su visibilidad para cualesquiera otros participantes en el mercado (Schrimpf y Sushko, 2019). La encuesta de 2022 ha confirmado

En su evolución, la realización de comparaciones entre los diferentes años de la encuesta exige una cierta prudencia, en tanto en cuanto han sido muy intensos los cambios que se han producido entre períodos, pudiendo ser en cada momento las condiciones de partida diferentes. Entre ellos, algunos de los más relevantes serían: la continua incorporación de bancos centrales participantes (desde los cuatro iniciales hasta los cincuenta de la actualidad); la creación del euro, con la desaparición paulatina de las divisas que se han ido integrando en la moneda única (veinte con la incorporación de Croacia a principios de 2023); los derivados de la revolución tecnológica permanente, con la aparición y desarrollo de divisas virtuales, nuevas plataformas de negociación, o de entidades no bancarias, que operan en el sector denominado de banca en la sombra; los períodos de crisis generalizada, con efectos sobre el PIB mundial, que han afectado a una buena parte de los países más desarrollados, como la bancaria y financiera, que se inicia en 2007, y cuyos efectos se han dejado sentir hasta hace pocos años; la pandemia de la COVID-19 y la crisis económica posterior, con efectos claramente negativos a nivel mundial; los cambios políticos, con las decisiones de ciertos dirigentes en relación a facilitar o no los movimientos internacionales de capitales, volviendo a la senda de los gravámenes; o los efectos derivados de la guerra de Ucrania, que se prolonga ya por encima de los diecisiete meses, sobre los precios de la energía y de otros productos básicos, por citar algunos de los más importantes como hemos indicado.

A pesar de todo ello, el mercado de divisas es uno de los mercados financieros más importantes a nivel mundial. Baste subrayar

como representativo, a partir de algunos de los datos que manejamos más adelante en el trabajo, que el volumen diario de intercambios en abril de 2022 supera en más de treinta veces el PIB mundial diario (BIS, 2022), y que su tasa media de crecimiento supera en los períodos trienales, el de ese PIB, incluidos los períodos de desaceleración económica o de crisis o de cambios en los mercados en sus cifras, como ha sucedido, por ejemplo, a finales del siglo pasado, con la creación del euro y la desaparición de monedas nacionales representativas de este mercado, o la crisis surgida a partir de 2007, en los que el mercado también se ha resentido.

Específicamente dentro del mercado de divisas, también se han producido a lo largo de los años cambios relevantes, desde las informaciones iniciales centradas en operaciones de intercambio tradicionales, como las de contado o de plazo, hasta el crecimiento y la información relativa a los mercados de derivados, que se empieza a ofrecer a partir de 1995.

Por otro lado, debemos recordar que los resultados de las transacciones se derivan de una encuesta, de una gran fiabilidad eso sí, pues se encuentran implicados, como veremos, más del 90 % del total de las entidades participantes en el mercado; por tanto, siempre esos resultados hay que observarlos con la aproximación lógica de no incluir a la totalidad de los países y entidades potencialmente integrantes de los intercambios de divisas.

Teniendo en cuenta los condicionantes anteriores, el presente artículo analiza, a grandes rasgos, la evolución, con especial hincapié en los últimos resultados de la encuesta trienal del mercado de divisas mundial, haciendo referencia a la importancia en el conjunto de las diferentes divisas internacionales, a las intercambiadas en el mercado, ▷

¹ (cont.) la tendencia a una mayor fragmentación del mercado de divisas, lo que puede afectar a la formación de precios y a su transparencia (BIS, 2022).

los instrumentos utilizados, distinguiendo entre operaciones al contado, plazo simple y *swap* de divisas, que se correspondería con el mercado más tradicional, y opciones sobre divisas y *currency swaps*, que integrarían los derivados, así como a las contrapartidas institucionales de las operaciones, distinguiendo entre entidades básicamente de carácter bancario (o *dealers* informantes), otras instituciones financieras e instituciones no financieras; a la importancia de los diferentes países (y de las diversas zonas geográficas) en el conjunto de este mercado; a la distribución en el tiempo de las operaciones a plazo; o el carácter geográfico de la operación, y no del mercado, distinguiendo entre operaciones locales² y de *cross-border*³.

En el apartado final destacaremos algunas de las conclusiones más relevantes obtenidas a lo largo del trabajo.

2. Evolución de los resultados de la encuesta global

2.1. Volumen del mercado

En abril de 2022⁴, el volumen de transacciones medias diarias realizadas en el mercado

global de divisas se situó en los 7,5 billones de dólares mostrando un crecimiento de algo más del 14 % respecto de los 6,6 billones de dólares presentados por este mercado en la encuesta trienal de 2019.

Cabe destacar que, frente a los primeros años de realización de la encuesta sobre las transacciones en el mercado de divisas, desde principios de siglo la representatividad de los datos ha sido muy estable, con una participación desde 2001 de alrededor de 50 bancos centrales de todo el mundo, que supone, como podemos ver en el Cuadro 1 para la última realizada, un porcentaje de cobertura que supera el 90,6 % del mercado, con más de 1.150 bancos participantes, de los que aproximadamente 295 de ellos superan una tasa de cobertura del 75 % del total del mercado de su país.

Además, en los países con volúmenes de negociación más significativos, como son los casos del Reino Unido, Estados Unidos, Singapur o Japón, las entidades participantes suponen una cuota que se sitúa en o por encima del 95 % del total de su mercado. Solamente el mercado chino, entre los diez más relevantes, tiene todavía un nivel de participación de sus entidades reducido, menor al 60 % y, por tanto, muy alejado de los principales centros de negociación en este ámbito.

Las cifras recogidas en el Gráfico 1 nos muestran un mercado con una media de crecimiento muy importante a lo largo de todo el período, superior al 25 % desde 2001. En él se puede observar que la media de cifras diarias de transacciones en abril de 2022 se ha situado en el nivel más alto del período considerado (7,5 billones de dólares), manteniendo la tendencia al crecimiento desde la disminución que se produjo en 2016, fruto de la crisis económica y financiera, y que ha permitido un crecimiento en estos tres años de 925 miles de ▷

² Las operaciones locales se realizan entre dos agentes residentes, sin que tengan necesariamente la misma nacionalidad, y en cualquiera de las categorías de agentes que hemos indicado. Estas operaciones, por tanto, generan una doble contabilización, cuando son informadas por cada uno de los participantes, de carácter interno, y debe ser corregida por el banco central correspondiente.

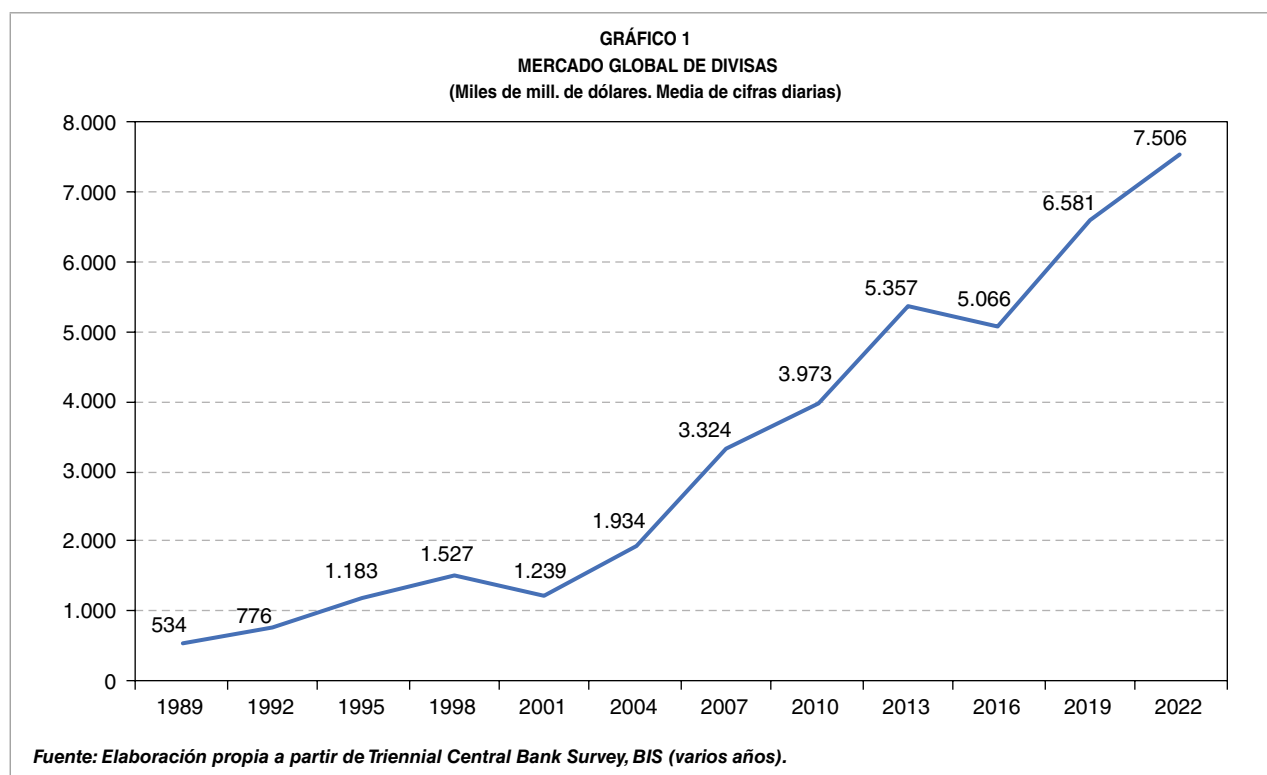
³ En las operaciones *cross-border* uno de los participantes es un agente no residente en el país que ofrece la información. Estas operaciones generan una doble contabilización, cuando son informadas por cada uno de los participantes, de carácter externo, al informarse por dos bancos centrales distintos, debiéndose corregir por el Banco Internacional de Pagos, como agregador de toda la información.

⁴ Cabe destacar que, en ese momento, el mercado de divisas presentaba unas condiciones excepcionalmente volátiles debido a varias causas: las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés de las distintas divisas, el aumento de los precios de las materias primas y la guerra de Ucrania. Ello provocó un incremento de la aversión al riesgo y, por tanto, un comportamiento más cauteloso de la inversión internacional (McGuire *et al.*, 2022).

CUADRO 1
PARTICIPANTES Y NIVEL DE REPRESENTATIVIDAD EN LA ENCUESTA
SOBRE EL MERCADO MUNDIAL DE DIVISAS (2022)

Países	Porcentaje de cobertura	Bancos que cubren el 75%	Número de participantes
Alemania.....	95	4	37
Arabia Saudí.....	90	4	26
Argentina.....	82	6	14
Australia.....	95	7	23
Austria.....	89	2	8
Baréin.....	100	3	16
Bélgica.....	90	2	4
Brasil.....	76	6	14
Bulgaria.....	92	4	8
Canadá.....	99	5	12
Chile.....	98	7	34
China.....	57	7	15
China Taipéi.....	87	15	29
Colombia.....	91	12	17
Corea.....	98	13	57
Dinamarca.....	99	2	8
Emiratos Árabes Unidos.....	...	...	18
Eslovaquia.....	100	3	4
España.....	95	2	3
Estados Unidos.....	85	8	19
Filipinas.....	61	7	22
Finlandia.....	99	1	4
Francia.....	98	5	46
Grecia.....	94	3	4
Hong Kong SAR.....	95	11	59
Hungría.....	92	6	8
India.....	85	11	20
Indonesia.....	95	12	28
Irlanda.....	...	...	9
Israel.....	90	4	10
Italia.....	98	3	21
Japón.....	95	12	37
Letonia.....	70	...	5
Lituania.....	43	3	3
Luxemburgo.....	93	9	114
Malasia.....	78	12	12
México.....	94	7	20
Noruega.....	80	3	7
Nueva Zelanda.....	100	...	4
Países Bajos.....	96	2	6
Perú.....	99	5	18
Polonia.....	96	7	12
Portugal.....	100	5	54
Reino Unido.....	99	8	47
República Checa.....	80	3	8
Rumanía.....	100	6	26
Singapur.....	99	11	92
Sudáfrica.....	97	4	10
Suecia.....	90	3	4
Suiza.....	99	4	30
Tailandia.....	100	13	28
Turquía.....	97	3	18
Total.....	91	295	1.152

Fuente: Banco Internacional de Pagos.



millones, a una tasa del 15 % (algo alejada de la media antes citada para el presente siglo).

Es destacable que, en todo el período considerado, tan solo se han producido caídas en el volumen global negociado en las encuestas correspondientes a los años 2001 y 2016. En la primera, entre otras causas, por la desaparición de las monedas europeas integradas en el euro, por la reducción de las entidades participantes como consecuencia de los procesos de concentración experimentados en el sector bancario, y por la globalización de los clientes no financieros (Alcalde Gutiérrez *et al.*, 2020). Por su parte, en 2016, el descenso del volumen de negociación se produjo fundamentalmente por la caída experimentada por el mercado tradicional de divisas, por el aumento de la participación de los denominados inversores institucionales (más aversos al riesgo en sus carteras) e, incluso, por la no recuperación de los niveles anteriores a la crisis del 2008 del

comercio internacional y de los flujos financieros de capitales (Alcalde Gutiérrez *et al.*, 2018).

2.2. Composición del mercado

2.2.1. Evolución de la importancia de cada divisa en el mercado

El primer elemento por considerar a la hora de analizar el comportamiento del mercado global de divisas es, sin duda, la importancia relativa de cada moneda en el conjunto del mercado.

Desde el inicio de la realización de la encuesta, el dólar de los Estados Unidos ha ocupado, con gran diferencia, el primer lugar dentro de las divisas intercambiadas, pues, como podemos comprobar en el Cuadro 2⁵, esta ▷

⁵ Obsérvese que la suma total es 200 porque en toda transacción en este mercado aparecen dos divisas, por lo que las cifras están duplicadas.

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

Monedas	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022
Dólar USA.....	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0	87,6	88,3	88,4
Euro.....	37,9	37,4	37,0	39,1	33,4	31,4	32,3	30,5
Yen.....	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0	21,6	16,8	16,7
Libra esterlina.....	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8	12,8	12,8	12,9
Renminbi.....	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2	4,0	4,3	7,0
Dólar australiano.....	4,3	6,0	6,6	7,6	8,6	6,9	6,8	6,4
Dólar canadiense.....	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6	5,1	5,0	6,2
Franco suizo.....	6,0	6,0	6,8	6,3	5,2	4,8	5,0	5,2
Dólar Hong-Kong.....	2,2	1,8	2,7	2,4	1,4	1,7	3,5	2,6
Dólar de Singapur.....	1,1	0,9	1,2	1,4	1,4	1,8	1,8	2,4
Corona sueca.....	2,5	2,2	2,7	2,2	1,8	2,2	2,0	2,2
Won coreano.....	0,8	1,1	1,2	1,5	1,2	1,7	2,0	1,9
Corona noruega.....	1,5	1,4	2,1	1,3	1,4	1,7	1,8	1,7
Dólar neozelandés.....	0,6	1,1	1,9	1,6	2,0	2,1	2,1	1,7
Rupia india.....	0,2	0,3	0,7	1,0	1,0	1,1	1,7	1,6
Peso mexicano.....	0,8	1,1	1,3	1,3	2,5	1,9	1,7	1,5
Nuevo dólar de Taiwan.....	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,9	1,1
Rand sudafricano.....	0,9	0,7	0,9	0,7	1,1	1,0	1,1	1,0
Real brasileño.....	0,5	0,3	0,4	0,7	1,1	1,0	1,1	0,9
Corona danesa.....	1,2	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	0,6	0,7
Zloty polaco.....	0,5	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7
Lira turca.....	0,0	0,1	0,2	0,7	1,3	1,4	1,1	0,4
Rublo.....	0,3	0,6	0,7	0,9	1,6	1,1	1,1	0,2
Otras monedas.....	7,5	7,7	9,1	6,4	4,4	4,9	5,6	6,1
Todas las monedas.....	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

Ordenados según importancia en 2022.

Fuente: *Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).*

moneda aparece en más del 88 % de los intercambios producidos, de forma muy estable además en todo lo que llevamos del siglo XXI (con una ligera caída del 1,67%). Solamente el euro, con algo menos de un tercio de los intercambios, se le aproxima, si bien desde 2010 ha perdido una cierta participación, pues en ese año estuvo presente en más de un 39% de los intercambios⁶. La crisis económica y financiera que afectó a Europa de forma diferencial a

partir de 2008 es una de las razones de esta pérdida de relevancia del euro en las transacciones de este mercado. Solo el yen y la libra esterlina superan una participación del 10% en las transacciones de divisas de forma sistemática en todo el siglo XXI, si bien la moneda japonesa ha conocido una pérdida de cuota significativa desde la encuesta de 2013 al pasar de aparecer en el 23% de las operaciones, a solo hacerlo en el 16,7% en la última encuesta⁷. En el caso de la libra, ha mantenido una cierta ▷

⁶ De hecho, la caída con la presencia del euro en lo que llevamos del siglo XXI ha sido de casi el 20%, a pesar del ligero aumento en la encuesta de 2019 respecto a la anterior del 2,9%.

⁷ La evolución de la moneda japonesa ha sido muy negativa, mostrando una disminución de casi el 29% en el conjunto del siglo XXI.

CUADRO 3
DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES POR PARES DE MONEDAS
 (En porcentaje)

	2001	2016	2019	2022
Dólar USA/euro.....	30,0	23,1	24,0	22,7
Dólar USA/yen.....	20,2	17,8	13,2	13,5
Dólar USA/libra esterlina.....	10,4	9,3	9,6	9,5
Dólar USA/renmimbi.....	n.d.	3,8	4,1	6,6
Dólar USA/otras monedas.....	29,2	33,6	37,3	36,1
de las que dólar USA/monedas de economías de mercados emergentes (1).....		17,1	15,2	13,8
Euro/yen.....	2,9	1,6	1,7	1,4
Euro/libra esterlina.....	2,1	2,0	2,0	2,0
Euro/otras monedas.....	5,2	4,7	4,6	4,4

(1) En 2019 y en 2022 los datos del BIS excluyen, frente a períodos anteriores, al renmimbi chino y al rublo ruso de las monedas de los mercados emergentes.

Fuente: *Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).*

estabilidad a lo largo de la última década, cayendo, no obstante, respecto a los resultados que alcanzó en la encuesta de 2004, cuando logró aparecer en el 16,5% de los intercambios⁸.

Mención especial merece el comportamiento en esta última encuesta del renmimbi chino que se coloca en el quinto lugar de este *ranking* al participar en el 7% de las transacciones (anteriormente ocupaba el octavo puesto con un 4,3%). Su evolución a lo largo del presente siglo ha sido de crecimiento continuo (en la encuesta de 2004 solo participaba en el 0,1% de las transacciones) con avances significativos desde 2016, lo que unido al crecimiento continuado de otras monedas asiáticas como el dólar de Hong-Kong, el won coreano o el dólar de Singapur demuestra un cierto giro del mercado mundial hacia la zona asiática.

Respecto a las demás divisas, solo el dólar australiano⁹, el canadiense y el franco suizo

tienen una participación en los intercambios que se sitúa por encima o al nivel del 5%, destacando la segunda de ellas con un crecimiento del 24% en relación con la encuesta de 2019.

Por otra parte, cuando nos referimos a los pares de monedas intercambiadas, es lógico observar, a partir de los resultados recogidos en el cuadro anterior, que es el dólar de los Estados Unidos con el euro, el par de divisas que más aparece en las operaciones, como podemos comprobar en el Cuadro 3, aunque reduciéndose sistemáticamente (desde el 30% en 2001 al 22,7% en 2022).

En este cuadro recogemos los principales intercambios en los que se encuentran involucrados el dólar norteamericano y el euro, como monedas que, a nivel individual, más aparecen en el mercado. Entre ellas, aunque con una reducción de más de 7 puntos porcentuales en sus transacciones conjuntas respecto a principios de siglo, sus operaciones representan casi la cuarta parte del total del mercado. También han caído de forma importante las que se ▷

⁸ Esta estabilidad en la presencia en los mercados de divisas de la libra se pone de manifiesto en que en este siglo su participación se ha reducido solo en 0,77%, si bien con diferencias entre encuestas.

⁹ Se trata de la divisa que más ha crecido entre las más intercambiadas, pues lo ha hecho en casi un 49% en lo que va de siglo, solo superado ese crecimiento por varias de las monedas asiáticas (dólar de Singapur, won coreano, rupia india, nuevo dólar de Taiwan), o por el dólar neozelandés y el real brasileño, si bien la participación de todas ellas

todavía se sitúa a niveles bastante más reducidos que las de la moneda de la isla oceánica.

CUADRO 4
MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
(Miles de mill. de dólares. Media de cifras diarias a abril)

	2016	2019	2022	Variación dos últimas encuestas	
				Absoluta	Porcentual
A. Por instrumento					
1. Contado.....	1.652	1.979	2.104	125	6,3
2. Plazo simple.....	700	998	1.163	165	16,5
3. <i>Swaps</i> de divisas.....	2.378	3.198	3.810	612	19,1
Mercado tradicional de divisas (1+2+3).....	4.730	6.175	7.077	902	14,6
4. Opciones sobre divisas.....	254	298	304	6	2,0
5. <i>Currency swaps</i>	82	108	124	16	14,8
Mercado global de divisas (1+2+3+4+5).....	5.066	6.581	7.505	924	14,0
B. Por contrapartidas institucionales					
6. <i>Dealers</i> informantes.....	2.121	2.518	3.460	942	37,4
7. Otras instituciones financieras.....	2.564	3.592	3.622	30	0,8
8. Instituciones no financieras.....	382	470	425	-45	-9,6

Fuente: Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).

realizan entre la divisa americana y el yen, resultado de la menor presencia de la divisa japonesa en las últimas encuestas y la aparición de las monedas de los países emergentes, que han entrado con fuerza en los intercambios, hasta suponer en la de 2016 casi una de cada cinco operaciones de las que realiza el dólar estadounidense¹⁰. La caída en la presencia del yen también es significativa en sus intercambios con el euro, cuya combinación ha perdido 1,5 puntos porcentuales en el mercado desde 2001.

2.2.2. Operaciones y contrapartidas del mercado

El importante incremento de las transacciones realizadas en el mercado de divisas, de

acuerdo con la última encuesta, se ha producido en todos los instrumentos utilizados en el mercado. Tanto el mercado tradicional, compuesto por las operaciones al contado, a plazo simple y los *swaps* de divisas, como el global, a las que se añaden las opciones sobre divisas y los *currency swaps*¹¹, experimentaron un aumento medio del 14 % respecto a 2019. Este aumento en todas las operaciones que lo integran fue más significativo, como podemos observar en el Cuadro 4, en las realizadas a plazo simple, con un 16,5 % respecto a la encuesta anterior, y en los *swaps* de divisas, que lo hicieron en un 19,1 %.

En el Gráfico 2, por su parte, recogemos la evolución de la distribución de esos instrumentos en lo que llevamos del siglo XXI. De su contenido, podemos destacar: en primer lugar, ▷

¹⁰ Este comportamiento de las divisas de los mercados emergentes va unido a una estructura de su mercado cada vez más semejante a los de las economías avanzadas en términos de ubicación, instrumentos y contrapartes, si bien con volúmenes de negociación todavía muy bajos. Para un análisis detallado de este comportamiento puede verse Caballero *et al.* (2022). Sin embargo, la mayor internacionalización de estas divisas puede aumentar el riesgo de liquidación, es decir, el riesgo de que una de las partes de una operación no cumpla con sus compromisos (Glowka y Nilsson, 2022).

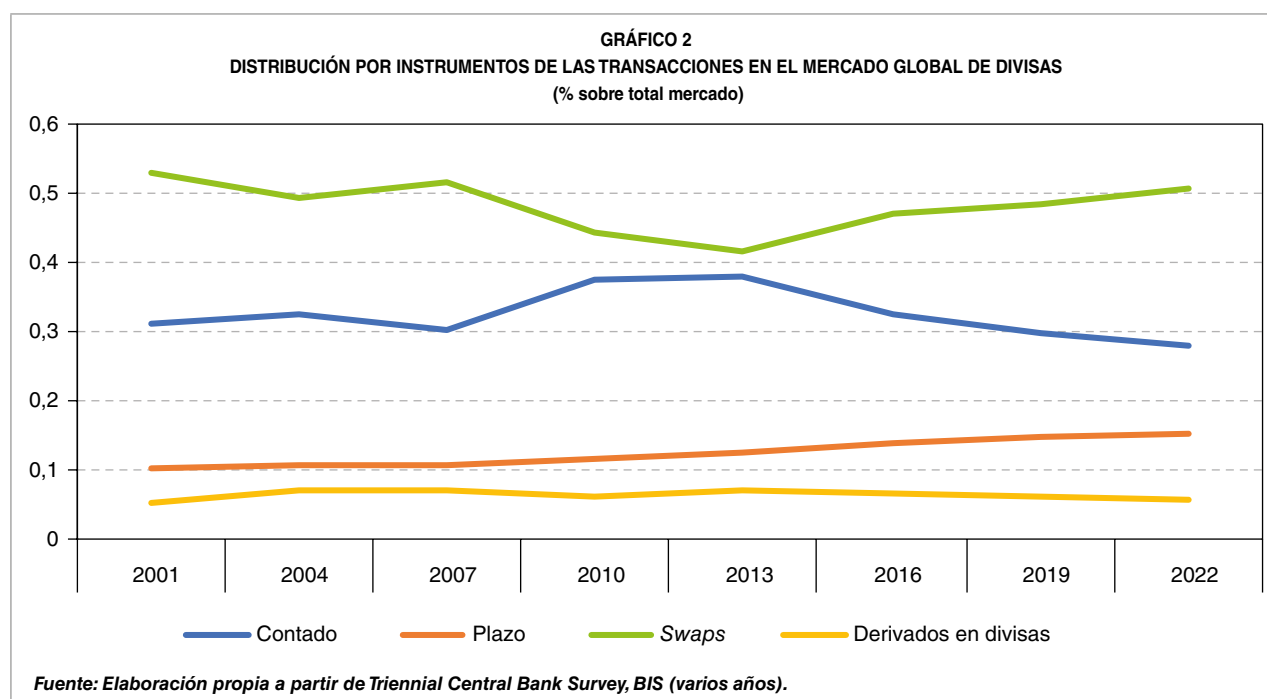
¹¹ Borio *et al.* (2022) destacan que los *swaps* de divisas y los *currency swaps* crean obligaciones de pago en dólares a plazo que no aparecen en los balances y, por tanto, no se encuentran en las estadísticas estándar de deuda. Cifran esa deuda «oculta» en 65 billones de dólares (26 billones en entidades no bancarias fuera de los EE. UU. y 39 billones entre los bancos no estadounidenses con acceso limitado al crédito de la Reserva Federal). Este fenómeno es una fuente clara de vulnerabilidad para la economía mundial en el caso de restricciones de financiación.

que las posiciones ocupadas por cada uno de ellos no han cambiado en todo el período, correspondiendo el primer puesto a las operaciones combinadas o *swaps*, que han supuesto en general entre el 40% y el 50% de las operaciones efectuadas. La segunda posición la han ocupado las operaciones al contado, que se han movido entre el 30% y el 40% del mercado a lo largo del período contemplado, salvo en la última encuesta, lográndose la mayor participación, con el 38%, en la encuesta de 2013. Tanto las operaciones a plazo, como las de derivados en general, tienen una importancia menor, aunque las primeras logran un porcentaje en el total de operaciones del 15% en la última encuesta, habiéndose situado con anterioridad entre el 10% y el porcentaje anterior.

En segundo término, todas las operaciones, salvo las de plazo, han estado afectadas en su evolución por la tendencia general seguida por el mercado global. En efecto, mientras que estas últimas operaciones han ido ganando cuota de participación de forma continuada a lo largo

de todas las encuestas realizadas en el presente siglo, en el resto la evolución ha sido discontinua, alcanzando sus puntos máximos de participación en años distintos al último; así, por ejemplo, los *swaps* lo alcanzan en la encuesta de 2001, las de contado en 2013, cayendo a partir de entonces, además, de forma significativa. Finalmente, el Gráfico 2 resulta muy ilustrativo al poderse comprobar que las operaciones al contado y *swap* se han movido de forma distinta en todo el período, de manera que cuando la participación de una de ellas crecía lo hacía en general a costa de la otra, lo cual constata en general la estabilidad de las cifras de las demás operaciones.

Dado, pues, que las operaciones a plazo, combinadas fundamentalmente, son las que alcanzan las mayores cifras, con el fin de profundizar en su distribución temporal, recogemos en el Cuadro 5 la misma, diferenciando, en primer lugar, entre las realizadas a plazo simple, de las de *swaps* de divisas, y en segundo, por vencimiento de las operaciones, ▷



CUADRO 5
MERCADO DE DIVISAS A PLAZO
(Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)

	2016	2019	2022	Variación 2022 s/2019		Participación s/total m.plazo
				Absoluta	Porcentual	
1. Plazo simple	700	997	1.163	166	16,6	23,4
Hasta 7 días.....	270	268	382	114	42,5	7,7
Más de 7 días.....	430	729	781	52	7,1	15,7
2. Swaps de divisas	2.378	3.198	3.811	613	19,2	76,6
Hasta 7 días.....	1.635	2.059	2.708	649	31,5	54,4
Más de 7 días.....	743	1.139	1.103	-36	-3,2	22,2
3. Total mercado a plazo	3.078	4.195	4.974	779	18,6	100,0
Hasta 7 días.....	1.905	2.327	3.090	763	32,8	62,1
Más de 7 días.....	1.173	1.868	1.884	16	0,9	37,9

Fuente: Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).

ya sea de hasta una semana o por más de ese plazo, para las tres últimas encuestas efectuadas.

Resulta significativo que, por lo general, en el mercado de divisas, dentro del predominio ya destacado de las operaciones *swaps* (76,6% en el segmento a plazos), haya diferencias en los plazos según el tipo de operación realizada, pues mientras que en los *swaps* predominan las operaciones de una semana o menos, es decir que en los intercambios, ya sean contado a plazo o ya sean plazo a plazo, el último vencimiento y, por tanto, el cierre de la operación es fundamentalmente de hasta siete días (71 % en la última encuesta), en las de plazo, que suponen una única operación, se realizan en un 67 % a períodos superiores a la semana.

Si, como hicimos antes, tomamos como referencia todas las encuestas realizadas en el presente siglo, entonces sus resultados aparecen en el Gráfico 3.

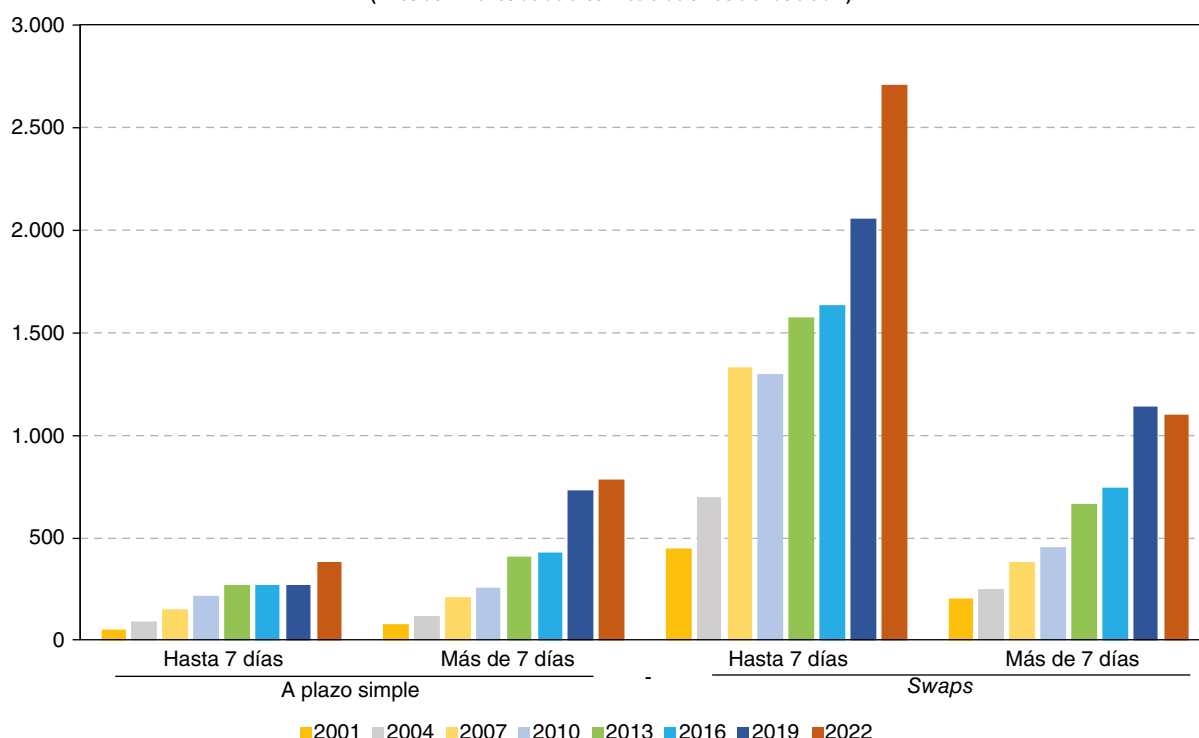
De su contenido son varias las conclusiones que podemos alcanzar: en primer lugar, el predominio en todas las encuestas, con gran diferencia además, de las operaciones *swaps* a plazo de una semana o inferior; en segundo, que incluso las de un plazo superior alcanzan en todo el período una cifra mayor a la de

cualquiera de las modalidades de las de plazo simple; en tercer lugar, que, a pesar de que en el presente siglo ha habido dos períodos de descenso en las cifras del mercado global, las operaciones a plazo superior a una semana han crecido de manera continuada, de forma más significativa los *swaps*¹².

En el Cuadro 4 también recogíamos la información correspondiente a las contrapartidas institucionales de las operaciones realizadas en el mercado para las tres últimas encuestas. Los *dealers* informantes, las entidades de mayor tamaño que operan en los mercados de divisas, han mantenido su crecimiento en el conjunto de los tres períodos, hasta suponer el 46,1 % del total de las operaciones intermedia-das en el mercado. Cabe destacar que ese aumento se concentra en las operaciones entre *dealers*, si bien las operaciones con sus clientes se han estancado lo que puede reflejar una desaceleración de la actividad de inversión internacional (Drehmann y Sushko, 2022). ▷

¹² Mientras que las operaciones a plazos inferiores han conocido un cierto descenso (poco relevante eso sí en alguna de las encuestas), concretamente las que alcanzan las cifras más elevadas, los *swaps* a una semana, descendieron en 2010, mientras que las de plazo a una semana, lo hicieron mínimamente en la última encuesta, siendo muy estables sus cifras en las tres últimas.

GRÁFICO 3
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)



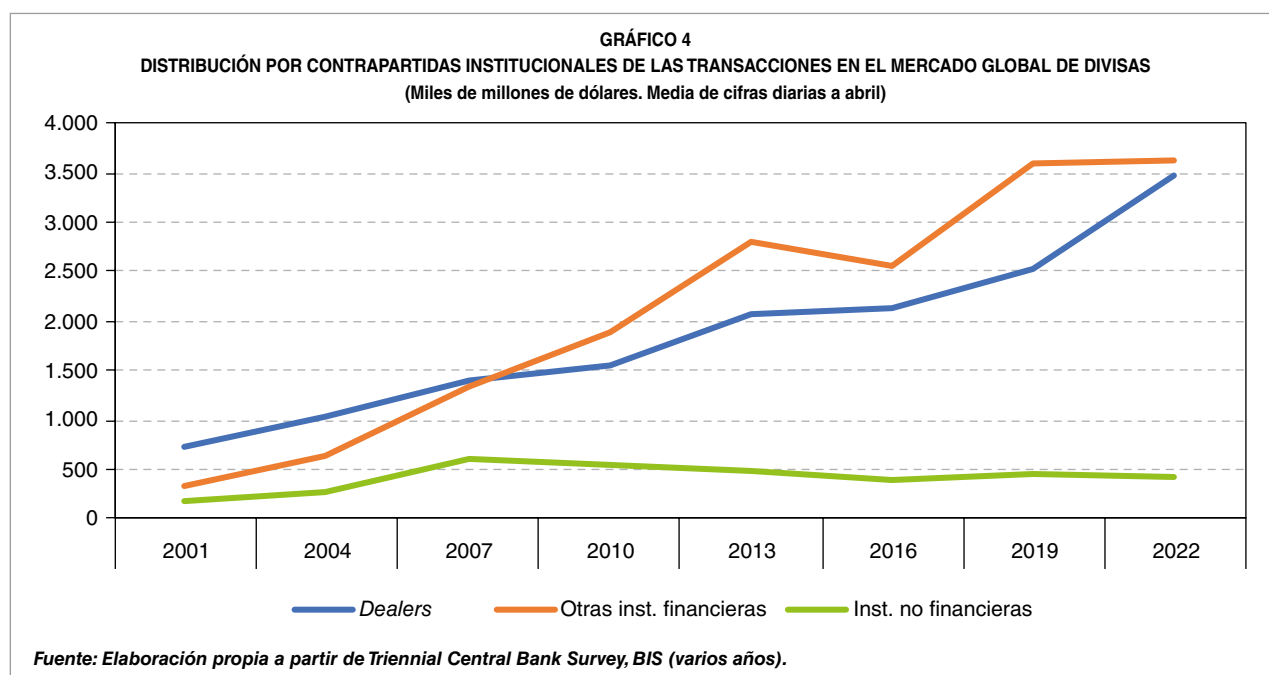
Fuente: Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).

Más significativo aún resulta la evolución en esos tres años del resto de instituciones financieras, que siguieron la caída del mercado en 2016, pero que se han recuperado de forma significativa desde entonces, con un aumento en sus cifras intermediadas del 41,3%, situándose, eso sí, en los tres períodos contemplados, en el primer lugar de las contrapartidas del mercado. Por su parte, las instituciones no financieras, aunque crecieron un 23% en la encuesta de 2019 respecto a la anterior, han disminuido un 9,6% en la última encuesta y su participación en el conjunto global se mantiene en números muy pequeños, lo cual se viene constatando a lo largo de todo el presente siglo, como podemos ver también en el Gráfico 4¹³.

¹³ Empiezan a aparecer, y con un crecimiento importante en el futuro, las *fintech* y las *bigtech* que, con presencia global en el comercio y otras

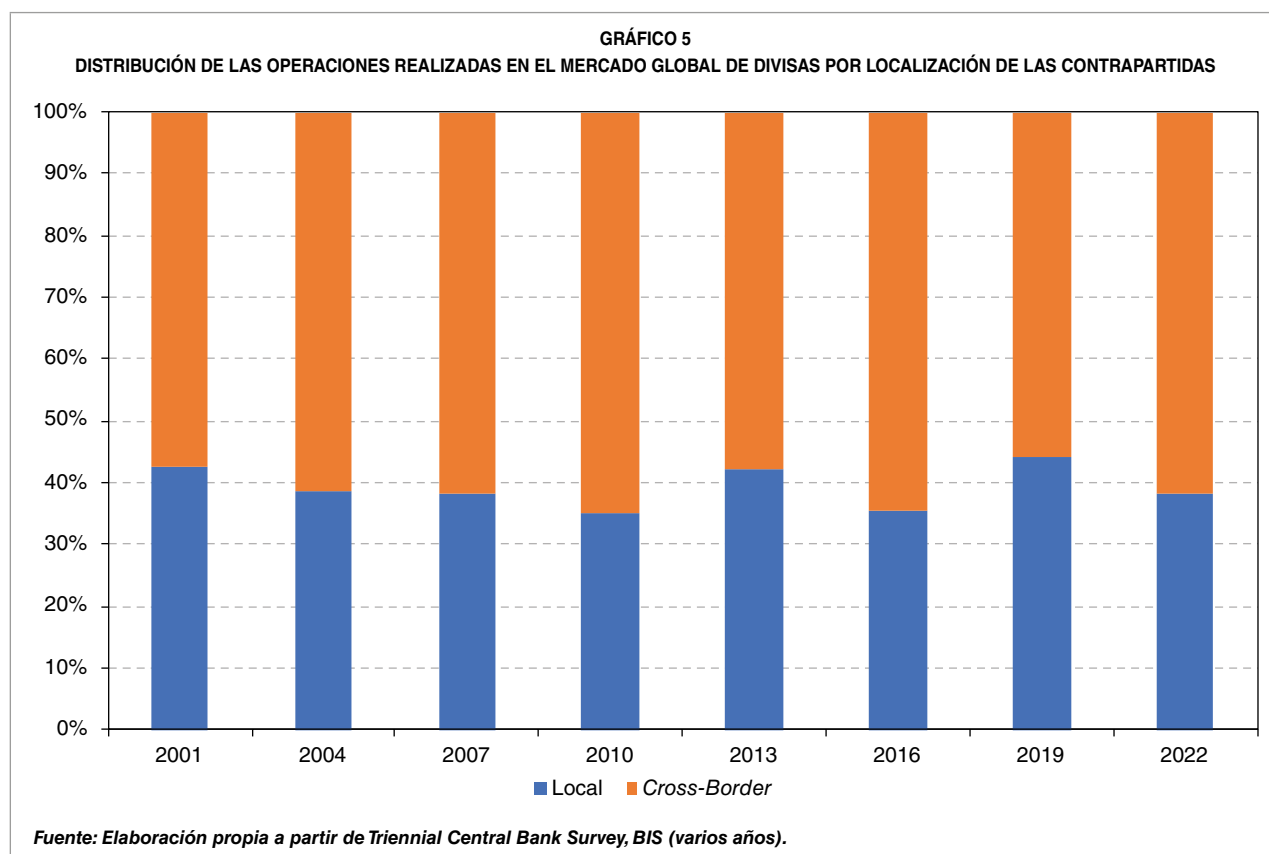
En efecto, esas instituciones no financieras, pese al citado repunte que se observó en 2019, han ido perdiendo importancia relativa de forma continuada en el conjunto del mercado desde 2007, año que supusieron el 18 % de las operaciones intermediadas; desde entonces, su caída ha sido continua hasta situarse en la última encuesta en el 6%. Esta caída se ha producido fundamentalmente a favor de las otras instituciones financieras, pues desde el año en que lograron aquellas el máximo, han ganado 8 puntos porcentuales. Lo más relevante, sin duda, ha sido la continua pérdida de importancia de los *dealers* informantes en ▷

actividades pueden condicionar el futuro del mercado. También se desarrollarán nuevas criptomonedas, amparadas o no por algunos de los bancos centrales más importantes, con efectos que ahora no son posibles de determinar sobre el conjunto del mercado. Véase, como un análisis reciente en los cambios de la actividad bancaria, Casilda Béjar (2020).



el conjunto de la intermediación en el mercado, pues hasta la encuesta de 2007 fueron los que acapararon una mayor parte del mismo, llegando hasta el 58 % en 2001, perdiendo pues

12 puntos porcentuales en lo que va de siglo, que, junto a los 8 puntos perdidos por las instituciones no financieras, suponen los 20 de ganancia que han tenido el resto de instituciones, ▷



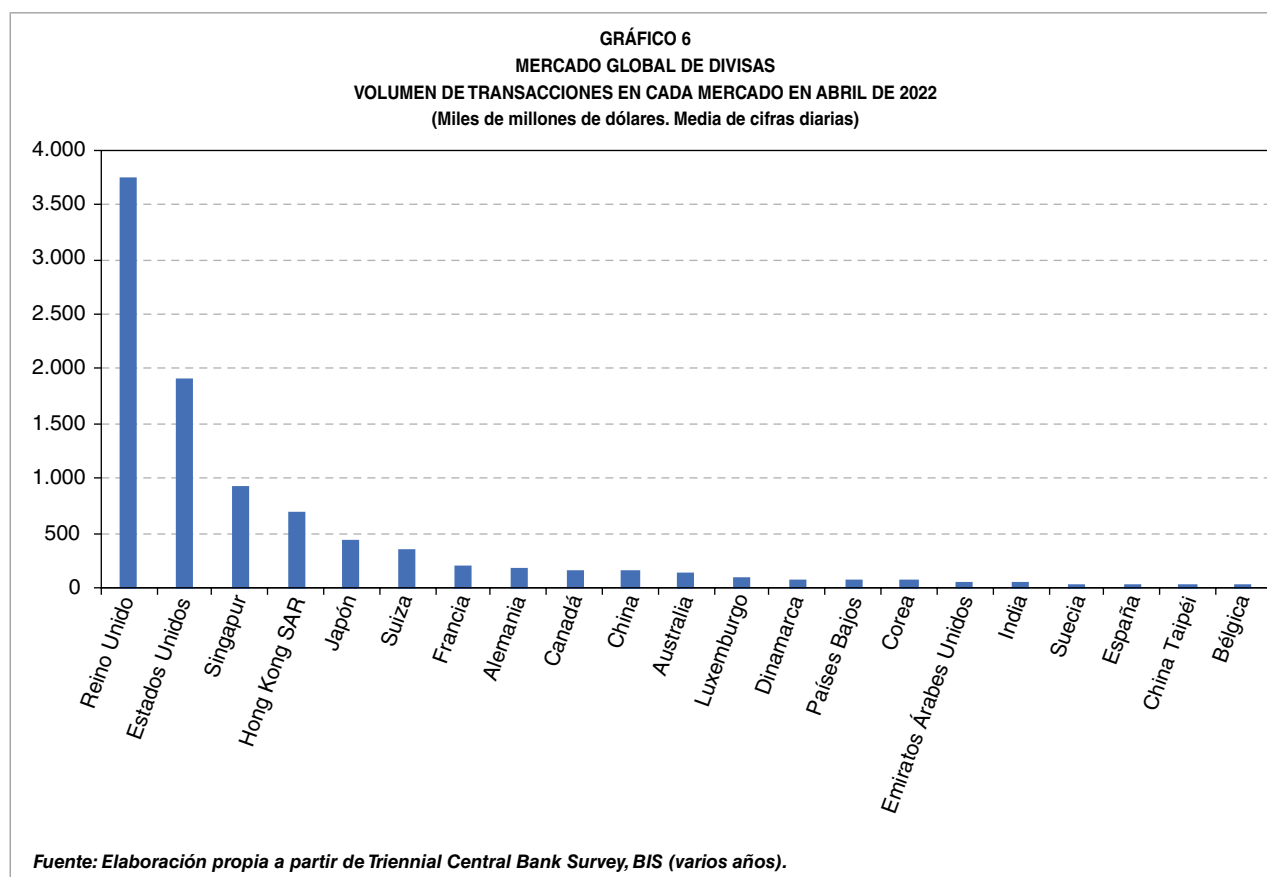
lo que refleja el aumento de la importancia relativa en los intercambios en el mercado en lo que llevamos del siglo XXI. Todo ello responde a la generalización de las plataformas electrónicas de negociación (Bank of International Settlements, 2019), que ha facilitado a todos los intermediarios el acceso directo a los intercambios, dada su mayor flexibilidad, en detrimento de la utilización del mercado interbancario, destacando, además, el desplazamiento de las operaciones hacia métodos bilaterales, donde la información permanece privada, lo que, como recogíamos anteriormente, ha afectado a la transparencia en el mercado (Drehmann y Sushko, 2022).

Por otra parte, en cuanto al carácter global o transfronterizo de las operaciones realizadas en los mercados mundiales de divisas, podemos comprobar en el Gráfico 5 el predominio

de las transfronterizas o *cross-border*. Ese predominio las ha llevado a suponer en algunos de los años contemplados hasta el 65% del total de transacciones, como ocurrió en las encuestas de 2010 y 2016, pero que, por lo general, se han movido entre el 55 y el 60% del total.

2.2.3. Concentración del mercado mundial

En términos generales, podemos comprobar en el Gráfico 6 que es el mercado británico el que logra mayores volúmenes intercambiados de divisas, con más de 3,5 billones de dólares, muy por encima de cualquier otro mercado nacional, pues el más próximo es el norteamericano, que alcanza una cuantía próxima a los 2 billones. La destacada irrupción de los mercados orientales supone que, tanto Singapur como Hong-Kong, seguidos del ▷



mercado japonés, se coloquen entre los cinco primeros lugares del mundo. Destaca también el mercado chino, que se ve superado por los mercados alemán y canadiense, cayendo dos posiciones en esta clasificación desde 2019.

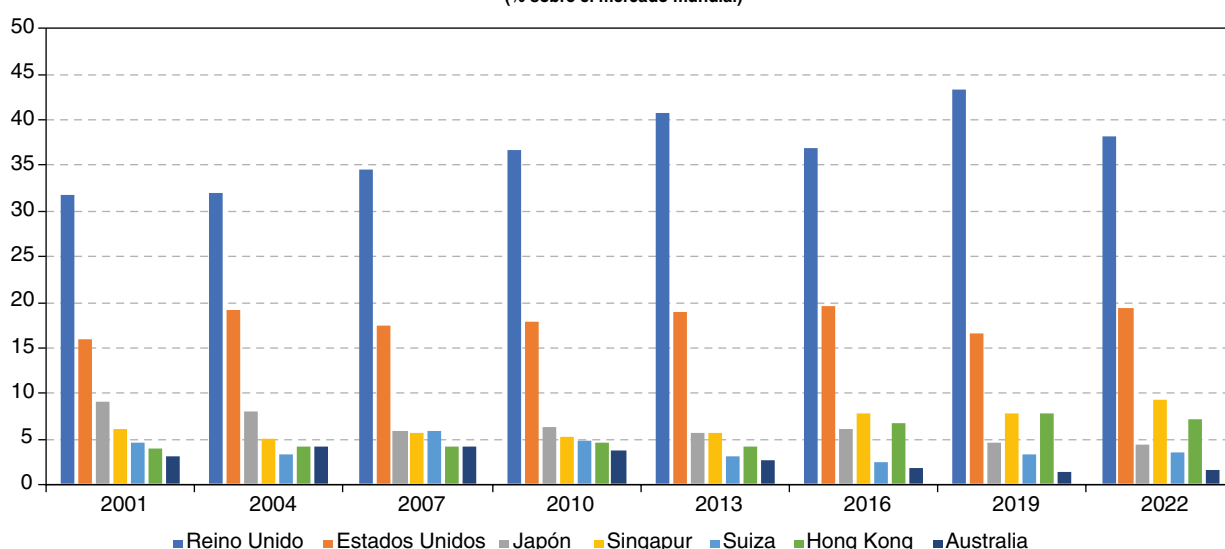
Además, este mercado de divisas, a nivel de centros financieros, presenta un elevado grado de concentración, pues basta comprobar, en primer lugar, que entre el británico y el estadounidense acaparan casi el 58% del total, y si consideramos además los países asiáticos, ya destacados anteriormente, el nivel de concentración se sitúa en el 78,5%.

Este predominio de los dos primeros mercados se mantiene a lo largo del tiempo, como podemos comprobar en el Gráfico 7, en el que se constata que el nivel de importancia de algunos de los mercados nacionales, desde finales del siglo pasado, ha cambiado de forma importante, siendo lo más destacado: por un lado, la preponderancia creciente del mercado británico, pues frente a un mínimo de cuota alcanzada en el inicio del siglo (31,8%), en la última encuesta

concentró, como hemos dicho, más del 38 % de las transacciones mundiales de divisas; por otro, la estabilización, entre el inicio y el final del período considerado, del mercado norteamericano, en torno al 16-19%, con limitadas variaciones en las diferentes encuestas realizadas; en tercero, la caída de importancia del mercado japonés, tradicionalmente en tercer lugar, en beneficio de otros mercados de su área geográfica, como Singapur y Hong-Kong; y, finalmente, la continua pérdida de protagonismo de los países europeos en este mercado.

Por áreas geográficas, en el Cuadro 6 recogemos las cifras correspondientes a las tres últimas encuestas, que nos dan una idea del mantenimiento de la importancia de la región de América del Norte, representada, casi en su totalidad por el mercado USA; la estabilización de la región occidental de Europa, que, sin embargo, encierra una gran heterogeneidad entre los mercados que la integran, pues el británico ha absorbido una parte significativa de lo que se intermediaba en los mercados alemán, ▷

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



Fuente: Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).

CUADRO 6
DISTRIBUCIÓN REGIONAL DEL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS
(Miles de millones de dólares. Medias diarias en abril)

	2016	% s/total	2019	% s/total	2022	% s/total
1. América del Norte.....	1.358	20,8	1.479	17,9%	2.084	21,4%
2. Europa Occidental.....	3.277	50,3	4.522	54,8%	4.935	50,8%
3. Asia-Pacífico.....	1.714	26,3	2.091	25,3%	2.581	26,6%
4. Europa Oriental.....	68	1,0	72	0,9%	30	0,3%
5. Latinoamérica.....	54	0,8	55	0,7%	57	0,6%
6. África y Oriente Medio.....	43	0,7	35	0,4%	32	0,3%
Total regiones (1+2+3+4+5+6).....	6.514	100,0	8.254	100,0%	9.719	100,0%
Ajuste por doble contabilización.....	-1.447	-	-1.673	-	-2.213	-
Volumen global.....	5.067	-	6.581	-	7.506	-

Fuente: Elaboración propia a partir de Triennial Central Bank Survey, BIS (varios años).

francés, italiano o español y la región Asia-Pacífico que muestra un comportamiento similar a las dos anteriores. Por el contrario, se observa la caída, aunque su relevancia es mucho menor, de las regiones de Europa Oriental, Latinoamérica y África y Oriente Medio.

3. Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos analizado la evolución del mercado mundial de divisas, realizando comparaciones entre encuestas en sus aspectos más relevantes, pero con mayor hincapié en los datos correspondientes a la última efectuada a nivel global en 2022 y coordinada por el Banco Internacional de Pagos de Basilea.

En general, podemos señalar, a partir de los datos disponibles, que en la reciente encuesta se han observado cambios importantes y muy rápidos. Así, las transacciones en divisas han pasado a efectuarse con mayor intensidad por medios electrónicos; los participantes se han diversificado, frente al predominio, mucho mayor en otros períodos, de las entidades bancarias de mayor tamaño, lo que ha aumentado la velocidad de los intercambios; y se han desarrollado más posibilidades y facilidades para acceder a una mayor variedad de operaciones.

En este último año, el volumen de operaciones ha aumentado un 14 % respecto a las cifras de la encuesta de 2019, perdura la tendencia al crecimiento aunque algo alejada de la media de las encuestas anteriores (25%); con un dólar USA que se mantiene en un porcentaje superior al 88 % de las transacciones, seguido del euro, con el 30,5 %, aunque continúa con la reducción de su importancia iniciada en 2013, y que, además, son las divisas que más se combinan en el mercado con gran diferencia; si bien destaca la presencia de monedas de los países emergentes, cuyos intercambios con el dólar ya suponen una de cada cinco operaciones (si incluimos al renmimbi) y por lo que los mercados de esos países, fundamentalmente correspondientes al sudeste asiático, han sido los que más han crecido; que el renmimbi chino se ha situado en la quinta posición al alcanzar el 7 % de las transacciones globales, demostrando la cada vez mayor importancia de la economía china; que siguen siendo las operaciones *swaps* las que suponen la mayor parte del mercado, sobre todo en los plazos de hasta una semana; y la contrapartida institucional más representativa corresponde a las otras instituciones financieras de menor tamaño y a las operaciones transnacionales frente a las de carácter doméstico. ▷

La encuesta de 2022 también confirmó una mayor fragmentación del mercado derivada del mayor uso de operaciones bilaterales de ejecución electrónica, frente a encuestas anteriores, y, por tanto, menos visibles en los libros de órdenes. Asimismo, también puso de manifiesto la existencia de una deuda «oculta» en dólares de aproximadamente 65 billones, al canalizarse a través de *swaps* de divisas que no aparecen reflejados en los balances de las empresas y entidades financieras.

Respecto al futuro, los procesos de innovación financiera tan acusados que se siguen viendo, y que se van a intensificar en próximos años, el desarrollo de la inteligencia artificial, la evolución de las criptomonedas, los riesgos sobre la libertad de comercio a nivel mundial, el impacto de la guerra de Ucrania, a la que no se le ve el final y, mucho menos, sus efectos definitivos o los movimientos políticos desestabilizadores así como la a veces difícil relación entre China y EE. UU. convierten en especialmente atractivos los nuevos resultados que puedan obtenerse en las futuras encuestas sobre el mercado mundial.

Bibliografía

Alcalde Gutiérrez, E., Calvo Bernardino, A. y Paúl Gutiérrez, J. (2018). La evolución del mercado global de divisas y su situación tras la crisis financiera. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, (3103). <https://doi.org/10.32796/bice.2018.3103.6503>

Alcalde Gutiérrez, E., Calvo Bernardino, A. y Paúl Gutiérrez, J. (2020). El mercado mundial de divisas a la luz de la encuesta de 2019. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, (3122). <https://doi.org/10.32796/bice.2020.3122.6982>

Bank for International Settlements. (varios años). *Triennial Central Bank Survey*.

Bank for International Settlements. (2019). Easing trade tensions lift sentiment. *International Banking and Financial Market Developments. BIS Quarterly Review*. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912a.html

Bank for International Settlements. (2022). International Banking and Financial Market Developments. *BIS Quarterly Review*. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212.pdf

Borio, C., McCauley, R., & McGuire, P. (2022). Dollar debt in FX swaps and forwards: huge, missing and growing. In *BIS Quarterly Review*, (pp. 67-73). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212h.pdf

Caballero, J., Maurin, A., Wooldridge, P., & Xia, D. (2022). The internationalisation of EME currency trading. In *BIS Quarterly Review*, (pp.49-66). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212g.pdf

Calvo Bernardino, A. y Gutiérrez, J. P. (2008). El mercado de divisas en España. *Cuadernos de Información Económica*, (206), 103-118.

Casilda Béjar, R. (2020). Los bancos en evolución. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, (3119). <https://doi.org/10.32796/bice.2020.3119.6961>

Drehmann, M., & Suskho, V. (2022). The global foreign exchange market in a higher-volatility environment In *BIS Quarterly Review*, (pp.33-48). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212f.pdf

Glowka, M., & Nilsson, T. (2022). FX settlement risk: an unsettled issue. In *BIS Quarterly Review*, (pp. 75-81). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212i.pdf

McGuire, P., Schrimpf, A., & Tarashev, N. (2022). OTC foreign exchange and interest rate derivatives markets through the prism of the Triennial Survey. In *BIS Quarterly Review*, (pp.15-18). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212d.pdf

Schrimpf, A., & Sushko, V. (2019). Sizing up global foreign exchange markets. *International Banking and Financial Market Developments*. In *BIS Quarterly Review* (pp. 21-38). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912f.pdf