



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

EL MERCADO ESPAÑOL DE DIVISAS EN EL CONTEXTO DEL MERCADO MUNDIAL

Resultados a la luz de la encuesta de 2019

Desde el año 1989, el Banco de España participa en la encuesta trianual sobre el mercado de divisas que coordina, a nivel mundial, el Banco Internacional de Pagos de Basilea. Esta participación del mercado nacional permite disponer de un detallado conocimiento sobre la evolución, volumen y composición de nuestro mercado. Precisamente, el objetivo de este artículo es analizar los principales resultados obtenidos por el mercado español en la reciente encuesta realizada en abril de 2019, comparando los mismos con los alcanzados en encuestas anteriores y los logrados a nivel mundial.

Palabras clave: mercado de divisas, intermediarios financieros, banco central, Banco Internacional de Pagos.

Clasificación JEL: F31, F36, G15.

1. Introducción

España es uno de los países que viene participando de forma ininterrumpida desde la segunda encuesta sobre el mercado de divisas que se realizó, coordinada por el Banco Internacional de Pagos de Basilea, en 1989. Salvo Canadá, Estados Unidos, Japón y Reino Unido, que vienen participando desde 1986, España, junto con otros dieciséis países, se

incorporó a la segunda encuesta trianual, de forma que disponemos, en estos momentos, de una evolución importante de las cifras más significativas de transacciones, participantes, divisas negociadas, etc., que se han realizado en el mercado español, desde ya hace más de treinta años.

En líneas generales, esta evolución ha estado influida por diversos acontecimientos ocurridos tanto a nivel mundial como específicamente en España, que han condicionado la situación de nuestros intercambios de divisas.

Algunos de ellos son globales, la mayoría; otros son propios de nuestro país. Teniendo en cuenta esto, podemos destacar, entre otros ▷

*Facultad de Derecho, Universidad CEU San Pablo.

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

Versión de abril de 2020.

DOI: <https://doi.org/10.32796/bice.2020.3126.7040>

acontecimientos¹: la creación del euro, con la desaparición continuada de divisas que se han ido integrando en la moneda única, desde las once que lo hicieron en 1999 hasta las actuales diecinueve; 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 periodos de crisis generalizada, con efectos sobre el PIB mundial y español, como la bancaria y financiera, que se inicia en 2007, con un impacto extraordinario, en el caso de España, sobre nuestra evolución económica y sobre el sector financiero; o la incertidumbre política, con los continuos anuncios de imposición de gravámenes para ciertos movimientos en los mercados de capitales.

En cualquier caso, el mercado español, en el conjunto mundial, como veremos, ha tenido siempre una importancia relativa muy limitada, quedándose muy afectado, de todos los acontecimientos anteriormente reseñados, a principios de este siglo, por la desaparición de muchas monedas europeas, cuando se creó el euro, pues una parte importante de las operaciones, amén de las realizadas con el dólar estadounidense, se llevaban a cabo con el marco alemán y el franco francés².

A pesar de todo ello, el mercado de divisas es uno de los mercados financieros más importantes a nivel mundial y en el contexto español. Baste subrayar como representativo que, a nivel global, el volumen anual de intercambios

supera en más de siete veces el PIB mundial, y que su tasa media de crecimiento supera en los periodos trianuales el de ese PIB. En el caso español, el volumen de intercambios de divisas anualmente supone casi ocho veces el valor del PIB nacional³, equivaliendo los intercambios diarios a más del 3% del mismo.

Hay que tener en cuenta además que, a pesar de tratarse de una encuesta, esta presenta una gran fiabilidad general, y para España, pues el porcentaje de cobertura de este mercado español por las cuatro entidades nacionales participantes se sitúa en el 96%, lo cual determina una gran concentración de las operaciones, por encima incluso de la tasa mundial (91,5%). Por otra parte, en las cifras brutas ofrecidas por cada una de las entidades participantes hay que realizar un ajuste de las mismas para evitar la doble contabilización de operaciones. En efecto, dado que las entidades participantes ofrecen su propia información de los intercambios, la misma aparece duplicada en la recogida por el Banco de España⁴. Otro aspecto a tener en cuenta es que las cifras de la encuesta se ofrecen en dólares estadounidenses, por lo que el conjunto de los intercambios se debe transformar, al tipo de cambio vigente, a la moneda norteamericana. Esta transformación condiciona, sin duda, la comparación entre años y entre mercados, ya sean de operaciones concretas o de las cifras globales, pues el resultado final va a depender en cierta medida de la evolución del tipo de cambio del dólar, frente al euro en nuestro caso⁵. ▷

¹ Véase para un mayor detalle, Alcalde-Gutiérrez, Calvo-Bernardino y Paúl-Gutiérrez (2020).

² Para un estudio más detallado del mercado español en esa época puede verse Calvo y Paúl (2008). El periodo previo a la creación de la Unión Monetaria Europea se caracterizó por el hecho de que el dólar USA aparecía en el 85% de las transacciones efectuadas en 1998 (de forma creciente, además, pues en 1992 lo hacía en cerca del 65%), con un 20% para el marco alemán (27% en 1992), siendo los principales intercambios entre el dólar USA y la peseta (88% en 1998), quedando la operativa con el marco alemán de la moneda española en el 27% en esa última fecha.

³ De acuerdo con los datos del PIB español a finales de 2018 y las cifras del mercado de divisas español de la última encuesta.

⁴ A nivel mundial habría que proceder a un nuevo ajuste, pues la información ofrecida por cada banco central al Banco Internacional de Pagos supone otra doble contabilización, una por cada banco central informante.

⁵ Así, una depreciación de la moneda americana sobre la divisa europea llevaría a que la cifra total en dólares fuese más elevada, ocurriendo lo contrario en el caso de una apreciación del euro. De esta manera, cualquier variación del tipo de cambio supondría una modificación

En los siguientes apartados del artículo se analiza la evolución del mercado español de divisas, con especial hincapié en los últimos resultados de la encuesta trianual, haciendo referencia a las transacciones realizadas en nuestro mercado, las divisas intercambiadas, los instrumentos utilizados, distinguiendo entre tipos de operaciones, así como a sus contrapartidas institucionales⁶; la distribución en el tiempo de las operaciones a plazo; o el carácter geográfico de la operación⁷. De igual forma, se hace, en ciertos casos, una comparativa con los aspectos más significativos y diferenciales respecto al mercado mundial.

artificial en el valor de las transacciones medidas en dólares como consecuencia de la evolución del tipo de cambio del dólar y no del aumento o disminución real del mercado.

⁶ En concreto, en el caso de nuestro país, básicamente son los *dealers* informantes o entidades bancarias de mayor tamaño, que son instituciones financieras muy activas en los mercados de divisas, que participan como *interdealers* y/o tienen una actividad muy elevada con grandes clientes (Gobiernos, empresas u otras instituciones financieras).

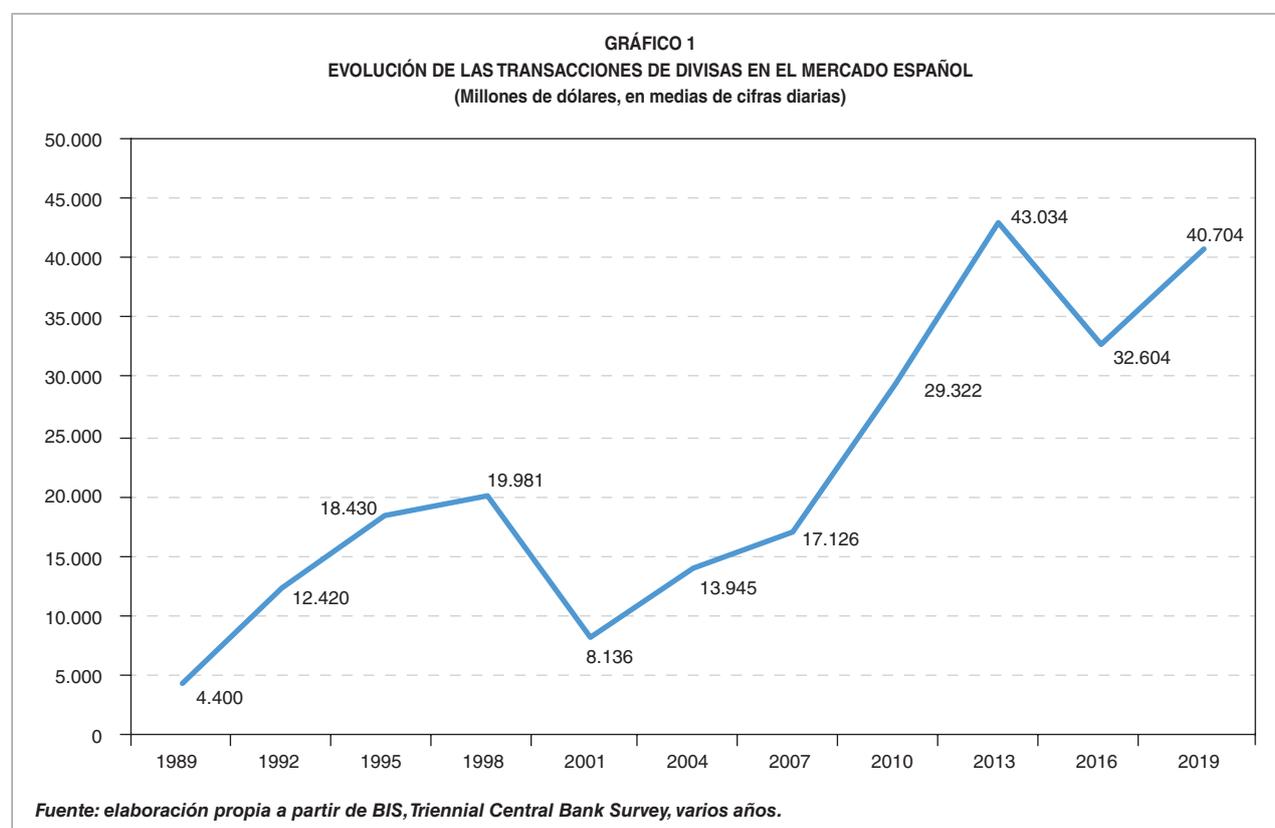
⁷ Ya sean operaciones locales o *cross-border*.

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

2. Tamaño del mercado español de divisas

Si hacemos un análisis de la evolución general de nuestro mercado, en el Gráfico 1 recogemos ese proceso desde la incorporación de España a la realización de esta encuesta.

Como podemos comprobar, esa evolución ha sido, en tendencia, creciente a lo largo del periodo considerado, pues en los años transcurridos la cifra inicial se ha multiplicado por nueve, si bien destacan dos periodos en los que se frena ese crecimiento. Por una parte, en la encuesta del año 2001, resultado de la desaparición de las monedas europeas más ▷



importantes (a excepción de la libra esterlina y el franco suizo), con la creación del euro, y la eliminación, por tanto, de cualquier transacción entre las integradas en la moneda única, que también hizo que se resintiera el mercado global en su conjunto⁸; y, por otra, en la encuesta de 2016, con el impacto de la crisis económica y financiera, también se dejaba sentir en el mercado mundial, pero con un notable impacto en el mercado español⁹.

Por su parte, si nos referimos al nivel de crecimiento de las cifras de este mercado, y prescindiendo del producido en el mercado español en 1992 respecto al de 1989, donde el número de entidades participantes era pequeño, nuestro mercado, en los años de mayor crecimiento,

lo ha hecho superando el 70% (encuestas de 2004 y 2010), e incluso, en algunos años cerca del 50% (1995 y 2013); sin embargo, en las crisis, como en 2001, por la desaparición de algunas monedas europeas, y en 2016, por el contexto económico-financiero español y mundial, los descensos han sido notables, muy superiores a las del mercado global (59% frente al 19% en el primero de los años y 24% frente a casi el 5,5% en el segundo).

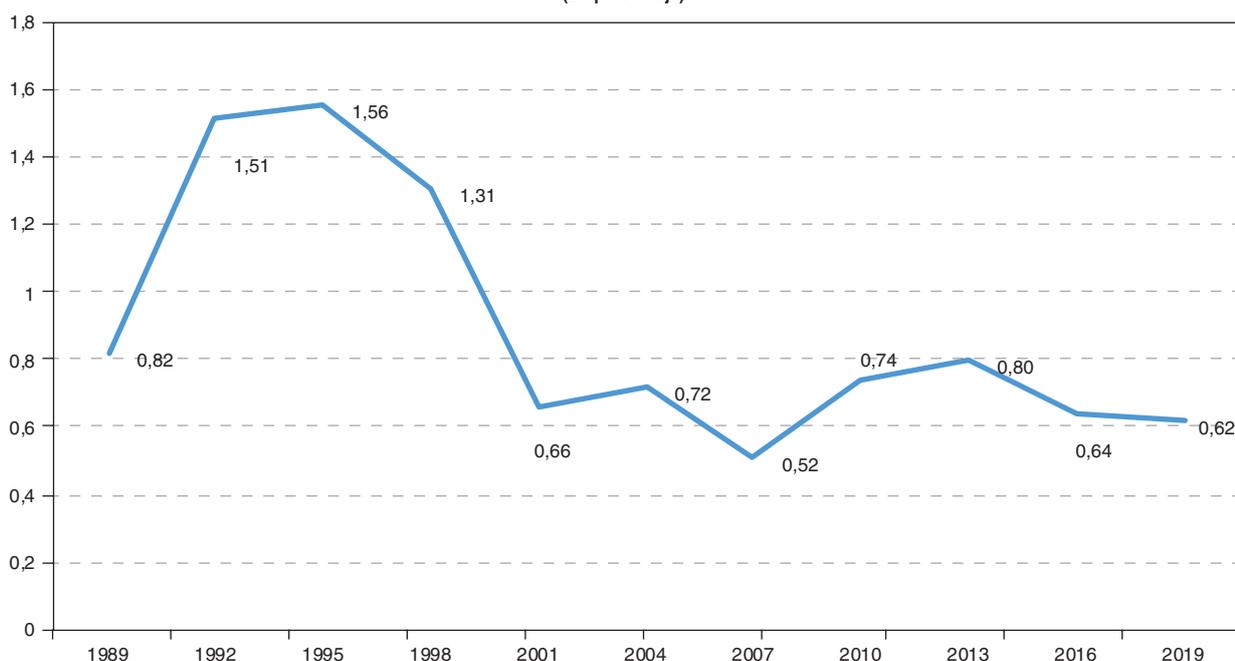
Como resultado de esas cifras, si hacemos una comparativa con el mercado mundial, podemos elaborar el Gráfico 2, en el que se recoge efectivamente la evolución de la cuota de participación de nuestro mercado en el conjunto.

Como podemos comprobar, esa cuota ha caído en el siglo XXI en relación a las cifras que alcanzó a finales del siglo anterior, que llegó incluso a representar más del 1,5% del ▷

⁸ Mientras que en esta encuesta el mercado español cayó casi un 60% respecto a la anterior, en el mercado mundial la caída fue más atenuada (19%).

⁹ En efecto, el mercado español cayó en esa encuesta algo más de un 24%, mientras que el mundial lo hizo en casi un 5,5%.

GRÁFICO 2
CUOTA DE PARTICIPACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL EN EL MERCADO GLOBAL
(En porcentaje)



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

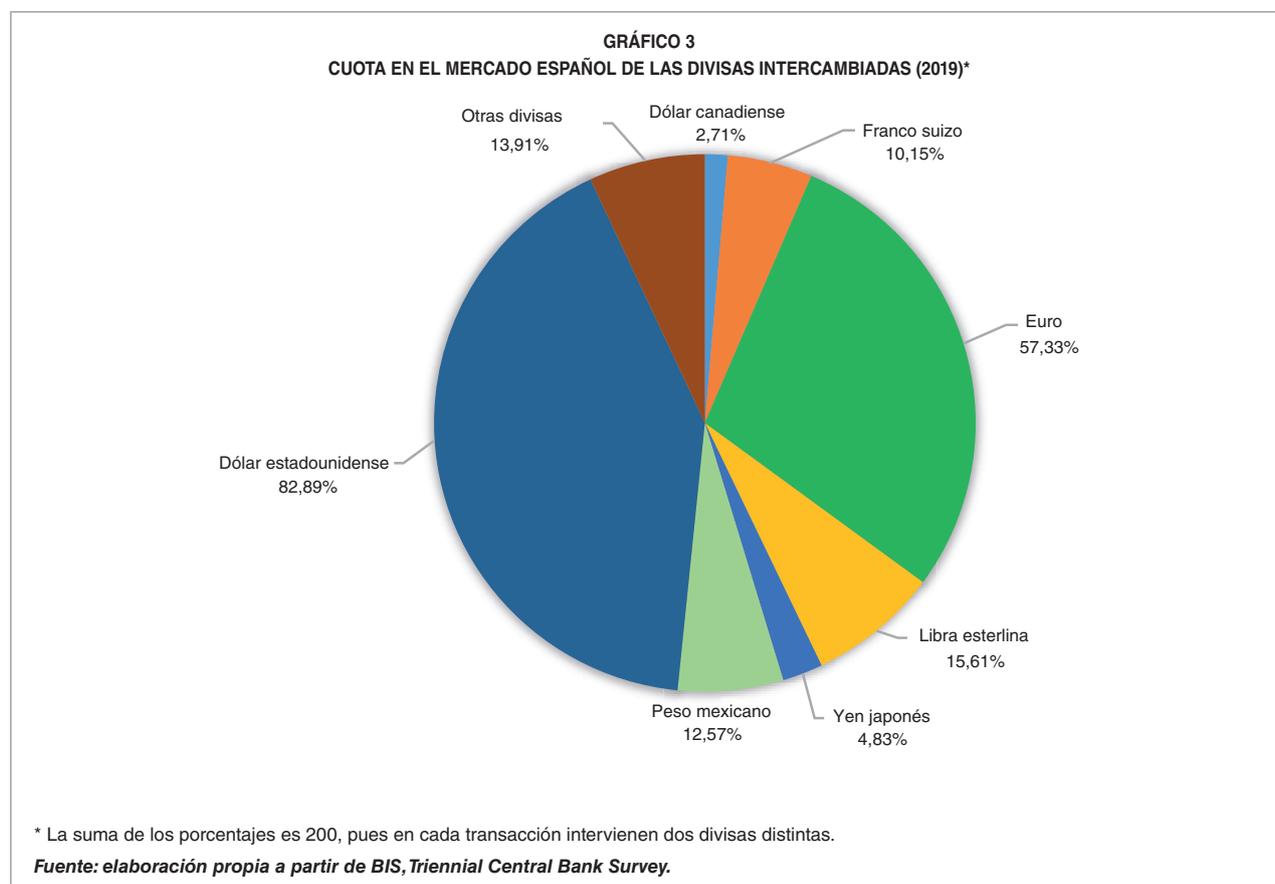
total del mercado durante dos encuestas consecutivas (1992 y 1995). Sin embargo, desde 2001, ya con la moneda única, nuestro mercado se ha situado, de forma más o menos estable, en algo más del 0,6% del mercado mundial, habiendo alcanzado, como máximo, en la encuesta de 2013, una cuota del 0,8%, similar a la del inicio de nuestra participación en estas encuestas trianuales.

3. Composición del mercado

En cuanto a las divisas que son objeto de intercambios en el mercado español, podemos comprobar en el Gráfico 3 que es el dólar USA (82,89%), en primer lugar, y el euro (57,33%), en segundo, las monedas que aparecen en el

mayor número de transacciones¹⁰. En tercer lugar se encuentra la libra esterlina, y es significativa y diferencial la presencia de la negociación del peso mexicano, que alcanza en España una cuota en nuestro mercado de divisas del 3,75% en 2019, muy por encima de su cuota media en el mercado global, lo que refleja la predilección de nuestro mercado para algunas de las divisas de los países con los que mantenemos unas profundas relaciones que van más allá de lo comercial. Después aparece la negociación del franco suizo; y en todas esas monedas, salvo en la libra esterlina, la cuota que suponen en nuestro mercado supera la que se alcanza en el mundial. ▷

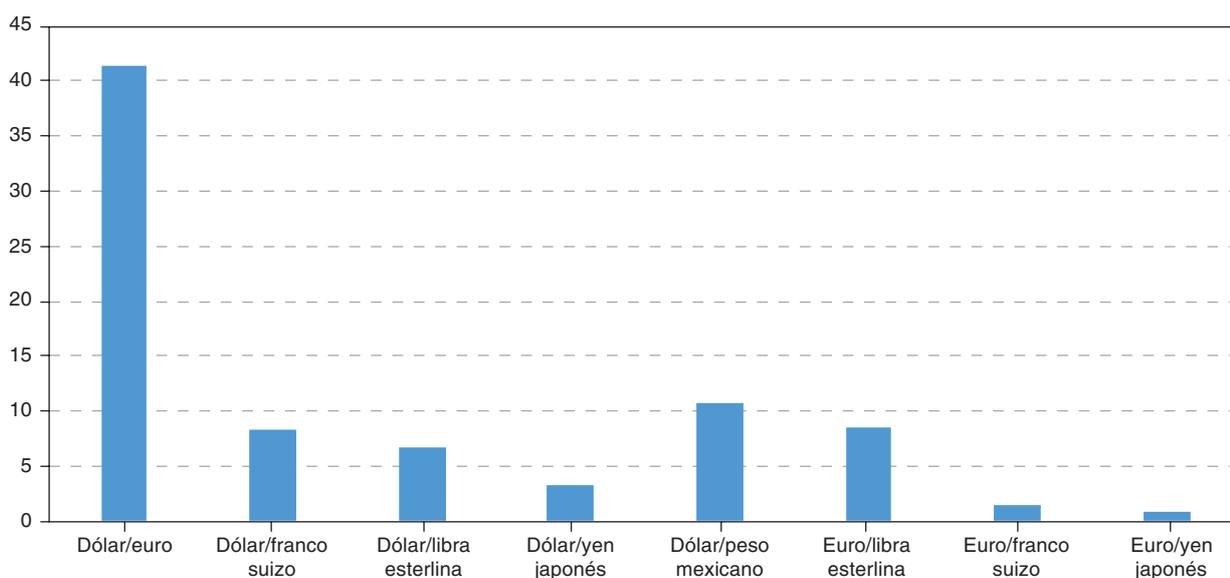
¹⁰ Como ya dijimos anteriormente, como en una transacción en este mercado aparecen dos divisas, la suma de las participaciones individuales, en términos porcentuales, es de 200, de manera que la representación gráfica realizada supone la mitad de cada una de las monedas participantes.



Si comparamos, con mayor detalle, la importancia relativa de cada divisa en el mercado mundial con respecto al español, observamos que el nacional tiene, como cabría esperar, una mayor concentración en los intercambios con las monedas europeas, siendo la presencia de las divisas de otras zonas geográficas, comparativamente, más reducida. Así, por ejemplo, entre las destacadas en el Gráfico 3, la cuota de mercado en el español es mayor, respecto a esa cuota en el mundial, para el franco suizo (en algo más del doble), para el propio euro (32,3% frente al 57,3% en el mercado español), para la libra esterlina (12,8% frente al 15,6%) y, sobre todo, el peso mexicano (1,7% frente al 12,57%); mientras que para el dólar canadiense, el yen japonés, el dólar estadounidense y el conjunto de las demás divisas no consideradas la cuota en el mercado mundial es mayor que en el español.

Dado ese predominio del dólar USA y del euro en el conjunto de los intercambios en el mercado español, en el Gráfico 4 recogemos las transacciones de ambas divisas con las más representativas de nuestro mercado. Como se comprueba fácilmente, los intercambios entre el dólar y el euro suponen en el mercado español más del 41,5% del mismo, quedando todas las demás transacciones de divisas en un lugar muy secundario, pues salvo la operativa entre el dólar y el peso mexicano, la cual es muy representativa en nuestro mercado, como hemos señalado, con un 10,8% de las transacciones, ningún otro intercambio supera esa barrera, quedando cerca, en todo caso, las operaciones entre el euro y la libra esterlina, o el dólar y el franco suizo, que se encuentran alrededor del 8,5% (con los intercambios entre el dólar USA y la libra, suponiendo el 6,8% del total). ▷

GRÁFICO 4
CUOTA DE MERCADO DE PARES DE DIVISAS INTERCAMBIADAS EN EL MERCADO ESPAÑOL EN 2019
(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia a partir de BIS, Triennial Central Bank Survey.

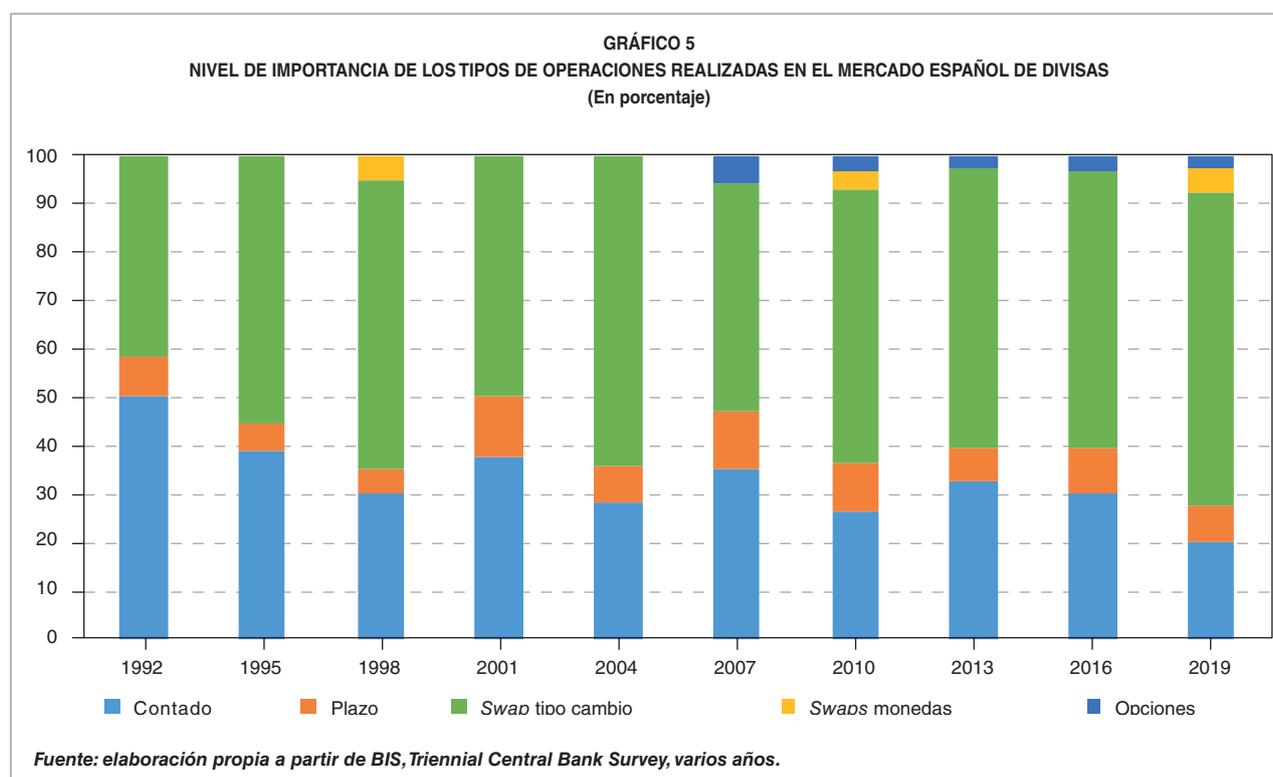
4. Tipos de operaciones y de agentes participantes

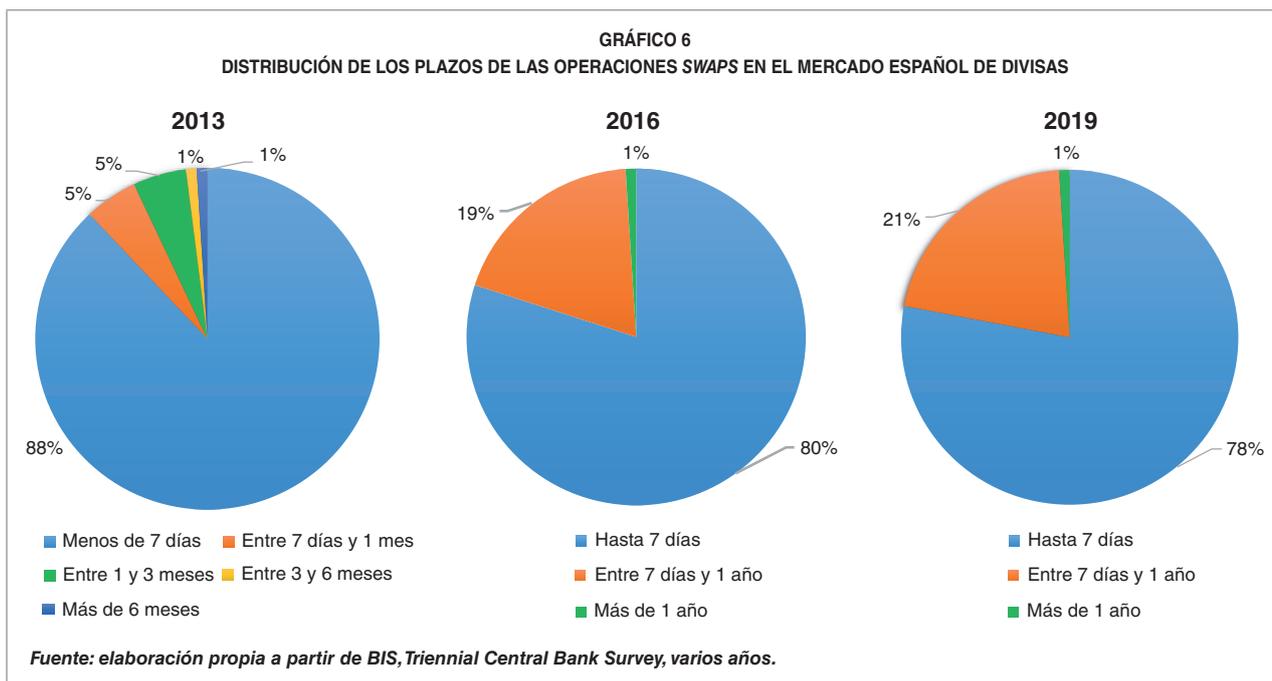
Si tenemos en cuenta ahora los tipos de operaciones realizadas con divisas en el mercado español, resulta significativo en el Gráfico 5 el predominio de los *swaps* de tipos de cambio a lo largo de todo el periodo frente a cualquier otro tipo de operaciones, quedando en segundo término las de contado, con reducida importancia respecto al resto. Y esto es así prácticamente a lo largo de toda la encuesta, pero no en todas ellas, pues en 1992 las de contado ocuparon el primer lugar, lo que pone de manifiesto la menor sofisticación de estos instrumentos en los primeros años. Por su parte, las de plazo han mantenido una participación bastante estable, aunque reducida, en el conjunto del periodo considerado.

Dado que son las operaciones combinadas las más importantes, en el Gráfico 6 podemos

ver que las más realizadas, en los tres últimos años de encuestas, son las que se corresponden a dimensiones temporales más reducidas, es decir, a plazos inferiores a siete días, de forma que la combinación habitual es de una operación al contado combinada con una a plazo, y no de dos plazos, que son las dos alternativas que permiten las transacciones *swaps*.

El Gráfico 7 resulta muy significativo de algunas de las diferencias entre el mercado español y el mercado mundial de divisas, al recogerse una comparativa, según el tipo de operaciones, de los agentes participantes en las mismas. Mientras que en el mercado español prácticamente en todas las operaciones predominan los *dealers* (o grandes instituciones financieras) en la contrapartida de las operaciones, por encima de las demás instituciones financieras (de menor tamaño, con un gran equilibrio si nos referimos al mercado a plazo, que alcanza, por otra parte, ▷



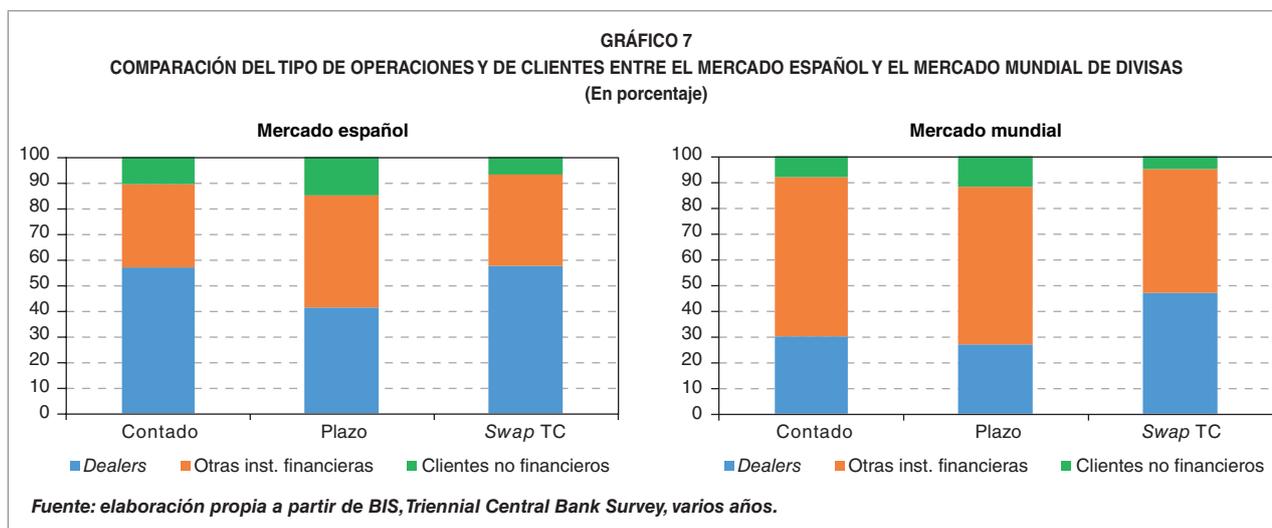


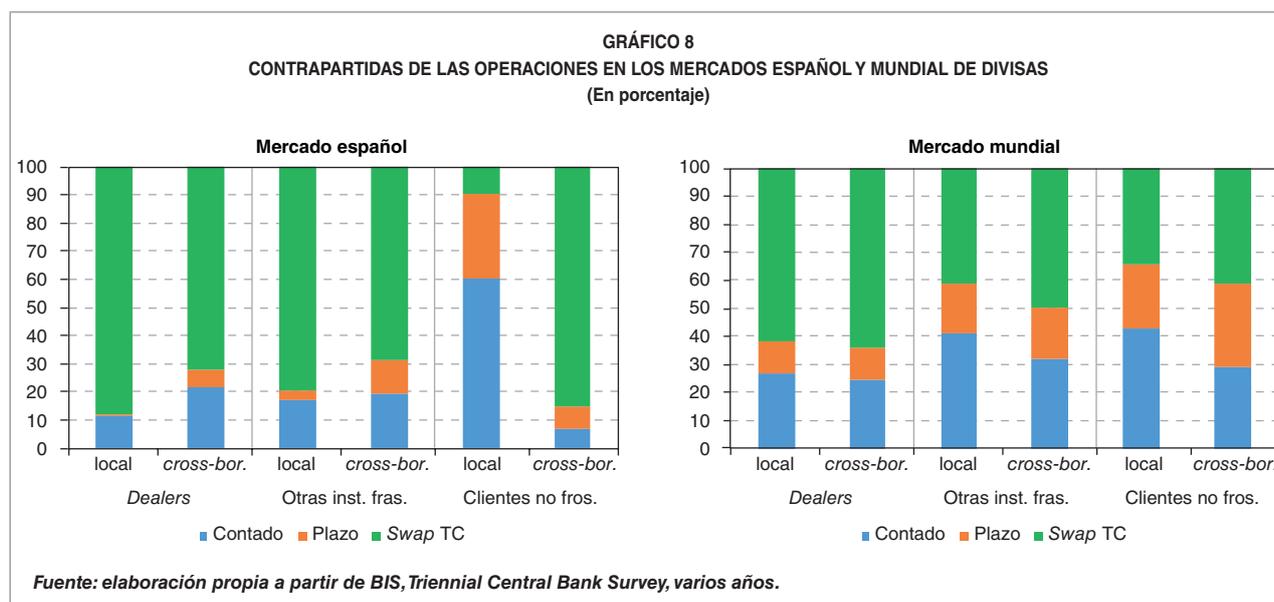
como hemos visto, cifras modestas) en el mercado mundial la referencia en las contrapartidas son otras instituciones financieras, consiguiéndose un cierto equilibrio entre ellas y los *dealers* ahora para las operaciones *swaps*, lo que pone de manifiesto el mayor empleo de plataformas tecnológicas más desarrolladas en media en el mercado mundial, frente a una operativa más tradicional, con la

presencia de *dealers* de mayor tamaño, en el mercado español¹¹.

Finalmente, en el Gráfico 8 recogemos las contrapartidas de las transacciones efectuadas, permitiendo una comparativa además entre las diferentes modalidades y el carácter doméstico o internacional de las operaciones. ▷

¹¹ De hecho, como hemos indicado, cuatro entidades copan el 96% de nuestro mercado.





En España existe un predominio en las operaciones intermediadas por instituciones financieras, ya sean de mayor o menor tamaño, de las operaciones *swap*, con escasa relevancia de las de plazo, y algo mayor de las de contado, y ello tanto en operaciones domésticas como transnacionales. Sin embargo, cuando la operativa es con clientes no financieros, se presentan grandes diferencias, básicamente en el mercado local, en el que los *swaps* tienen una importancia muy limitada, en beneficio sobre todo de las operaciones de contado, pero también de las de plazo; en cambio, cuando la operación es transfronteriza, el predominio en los clientes no financieros de las operaciones *swap* es incluso superior prácticamente a las intermediadas por instituciones financieras del tipo que sean.

Comparando con el mercado mundial, cuyos datos aparecen reflejados en la parte inferior del Gráfico 8, observamos un mayor equilibrio entre las operaciones dentro de cada intermediador. Así, si bien es verdad que cuando este es un *dealer* informante, los *swaps* predominan (pero no con tanta relevancia

como en España), tanto en operaciones domésticas como en transfronterizas cuando las operaciones son intermediadas por otras instituciones financieras o por clientes no financieros, nos encontramos con que la relevancia de las de contado y plazo es mayor en detrimento de los *swaps*, llegando incluso a igualar o a superar a estas las de contado cuando las operaciones tienen carácter doméstico.

5. Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos analizado la evolución del mercado español de divisas, realizando comparaciones con el mercado mundial en sus aspectos más relevantes, haciendo hincapié con mayor extensión en los datos correspondientes a la última encuesta efectuada en 2019 y coordinada por el Banco Internacional de Pagos de Basilea.

De los resultados alcanzados, lo más significativo que podemos señalar es que el mercado español supone aproximadamente en las dos últimas encuestas el 0,6% del mercado ▷

mundial, con un volumen de transacciones de 40.700 millones de dólares diarios, siendo, como en el global, el dólar USA (el 83%) y el euro (57,3%) las monedas más intercambiadas (41,5% del total en operaciones entre ambas).

Por otro lado, el mercado español tiene comparativamente un carácter más local, negociándose en mayor medida, aparte del euro, el franco suizo y la libra esterlina. Resulta igualmente muy destacable en España, a diferencia del mercado mundial, la presencia más significativa del peso mexicano cuyos intercambios con el dólar estadounidense, tras la combinación dólar/euro, son los más importantes en nuestro mercado.

También en nuestro país hay un predominio de las grandes instituciones financieras en la contrapartida de las operaciones, frente a las de menor tamaño en el mercado mundial, y una menor utilización comparativa de las nuevas plataformas de negociación.

En comparativa con encuestas anteriores, el volumen de operaciones, en el mercado español ha aumentado casi un 25 % respecto a las cifras de 2016; con un dólar USA que aparece en más del 82 % de las transacciones, seguido del euro, con el 57,3%; que, además, son las divisas que más se combinan en el mercado, pues ambas suponen el 41,5% del conjunto de las mismas. En esos intercambios, solo las transacciones entre el dólar y el peso mexicano suponen más del 10 % de las operaciones (10,83% en concreto), acercándose a ese límite los intercambios del euro con la libra (8,5%) y del dólar USA con el franco suizo (8,41%), con muy limitada importancia relativa de otras divisas, sobre todo de zonas geográficas más alejadas de nuestro territorio.

Por tipos de operaciones, frente a una mayor importancia en la primera encuesta en la

que participa España de las operaciones al contado, a partir de entonces son las combinadas o *swaps* las que alcanzan una mayor significación, hasta el punto de que en la encuesta realizada en abril de 2019 llegan a suponer más del 63% del total, seguidas de las del contado, con algo menos del 20%. Y, como pasa en el mercado mundial, las operaciones *swaps* se concentran en el plazo más corto, de una semana, con un 88% de las mismas, como sucede en el mercado mundial (si bien en este su importancia es algo menor en el plazo más reducido, pues supone el 65% del total). Finalmente, en el mercado español hay un claro predominio de las operaciones transnacionales (*cross border*, que suponen casi la totalidad del mismo), frente a las de carácter doméstico.

Respecto al futuro, como en el mercado mundial, los procesos de innovación financiera tan acusados que se siguen viviendo, y que se van a intensificar en próximos años, el desarrollo de las *fintech* y de las *bigtech*, la evolución de las criptomonedas, los riesgos sobre la libertad de comercio a nivel mundial, el impacto de determinadas pandemias sobre la evolución económica general, el Brexit o los movimientos políticos desestabilizadores a nivel mundial y a nivel español, que algunos de ellos también han ocurrido, junto a otros, con diferente intensidad en otros periodos de encuestas, convierten en especialmente atractivos los nuevos resultados que puedan obtenerse en las futuras encuestas sobre el mercado mundial y español de divisas.

Bibliografía

Alcalde-Gutiérrez, E.E., Calvo-Bernardino, A., y Paúl-Gutiérrez, J. (2014). La evolución del ▷

mercado global de divisas y su situación en el contexto de la crisis financiera, *Boletín Económico de Información Comercial Española* (3049), 3-14.

Alcalde-Gutiérrez, E.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), 19-32.

Alcalde-Gutiérrez, E.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), 49-65.

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

Bank for International Settlements (2019). International Banking and Financial Market Developments, *BIS Quarterly Review*, diciembre, Basilea.

Calvo-Bernardino, A., y Paúl-Gutiérrez, J. (2008). El mercado de divisas en España, *Cuadernos de Información Económica* (206), 103-108.

