

El mercado de divisas en España

Antonio Calvo Bernardino
Jesús Paúl Gutiérrez*

1. Perspectiva general del mercado de divisas español

Desde 1989, año en el que se realizó la segunda encuesta sobre la situación del mercado mundial de divisas, coordinada por el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), el Banco de España viene participando cada tres años en la misma, suministrando una base importante de información del volumen, composición y participantes en el mercado español de divisas¹.

Desde una perspectiva general, podemos comprobar en el gráfico 1 la evolución del volumen de transacciones realizadas en el mercado de divisas español². En él se observa que, hasta 1998, precisamente en la última encuesta antes de la introducción del euro, el mercado español creció en sus cifras, de forma más acusada hasta 1995, para a partir de la moneda única disminuir sus tasas de crecimiento, con una caída incluso en los volúmenes diarios intercambiados en 2001³, siguiendo la tónica del mercado mundial (gráfico 2), aunque la caída fue mucho mayor en el mercado español.

* Universidad CEU San Pablo

¹ Los resultados obtenidos por los diferentes bancos centrales en las encuestas efectuadas sobre sus mercados de divisas, así como los elaborados a nivel mundial por el BIS, presentan diversos problemas a la hora de ofrecerlos de forma agregada. Estos problemas derivan, entre otros, de la doble contabilización de algunas de las operaciones realizadas, la evolución de los tipos de cambio de las monedas, que dificultan las comparaciones intertemporales, etc. Para conocer estas limitaciones, y las formas de solución, pueden verse los informes trianuales del BIS que recogen los resultados de las encuestas efectuadas, y A. Calvo y J. Paúl, "El mercado mundial de divisas: evolución, volumen y composición", en prensa, así como el resto de bibliografía citada al final de este artículo.

Entre 1989 y 2007 el volumen de transacciones del mercado español de divisas experimentó un crecimiento acumulado ligeramente superior al 250%, muy por debajo del 445% que registró el conjunto del mercado mundial de divisas. Este comportamiento, lógicamente, ha hecho que el mercado de divisas español haya ido perdiendo relevancia mundial, puesto que de una cuota que superaba el 1% a mediados de la década de los años noventa, se ha reducido significativamente hasta situarse por debajo del 0,5% en la actualidad. Esta caída se puede explicar, en parte, sin duda, por la desaparición de las divisas integradas en el euro, que constituían, fundamentalmente el marco alemán, una parte significativa de las transacciones realizadas en nuestro país en los años ochenta y noventa, lo que afirma el carácter mayoritariamente local de nuestro mercado de divisas, de forma que los procesos mundiales de concentración bancaria, el desarrollo de las plataformas de negociación y, en general, la deslocalización de las operaciones, han jugado a favor de los grandes centros financieros (Londres, Nueva York, etc.) en detrimento de los de menor tamaño.

Por tipos de operaciones, son los *swaps* en divisas, frente a las operaciones al contado y a plazo, las que han marcado la evolución general del mercado español, como podemos comprobar en el gráfico 4, en el que se observa, en efecto, que la línea de los *swaps* es similar a la seguida por el total

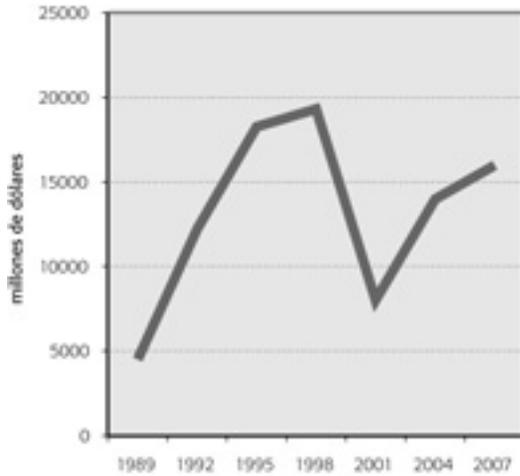
² Debemos tener en cuenta que las cifras recogidas en el mercado español se refieren exclusivamente a operaciones de compraventa de divisas, excluidas las transacciones que se realizan en divisas contra pesetas entre dos agentes no residentes en nuestro país, y las transacciones en divisas entre no residentes intermediadas por *brokers* españoles.

³ Las cifras de volúmenes de transacciones recogidas a lo largo del artículo se refieren siempre a medias diarias del mes de abril del año en que se realiza la encuesta.

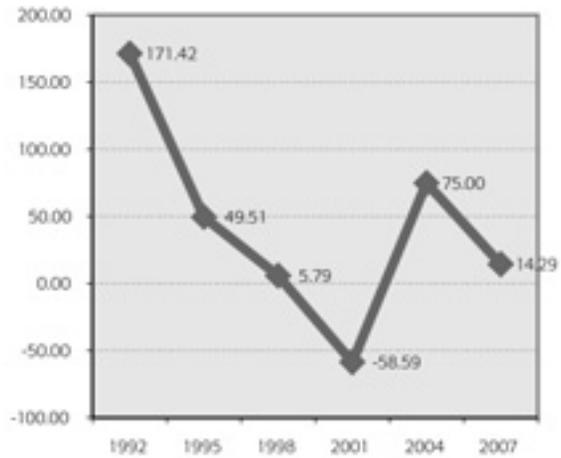
Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES EN EL MERCADO DE DIVISAS ESPAÑOL

a) Volumen (medias de cifras diarias)



b) Tasas de crecimiento

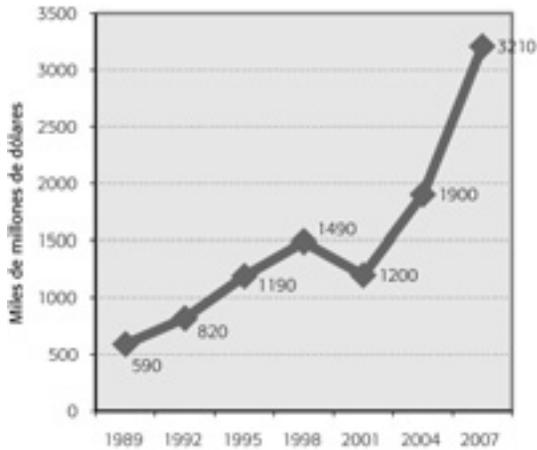


Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

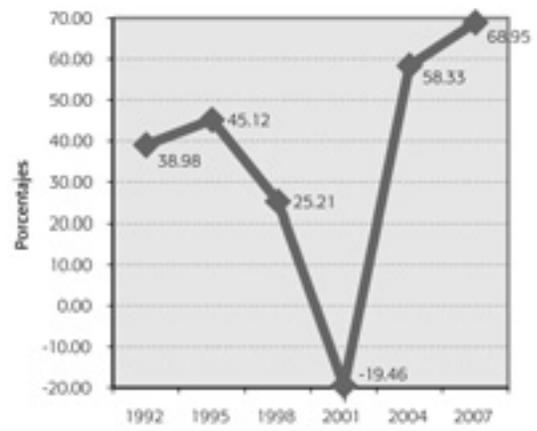
Gráfico 2

EVOLUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES EN EL MERCADO MUNDIAL DE DIVISAS

a) Volumen (medias de cifras diarias)



b) Tasas de crecimiento



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey)

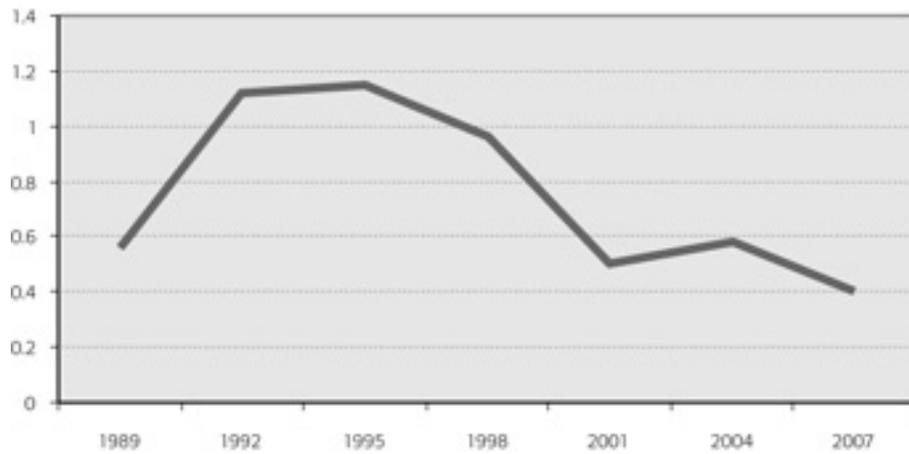
del mercado, mientras que la evolución de las operaciones al contado han mantenido una tónica de crecimiento-decrecimiento cada dos períodos. Por su parte, las operaciones a plazo, con cifras bastantes más modestas que las de las anteriores, han seguido una tendencia creciente. Es de destacar, por último, que el aumento experimentado en 2007 en

el volumen total de transacciones se ha debido al incremento registrado en las operaciones al contado y a plazo, mientras que las de los *swaps* se reducen.

Por otra parte, para analizar de forma adecuada la evolución del mercado de divisas español en las dos últimas

Gráfico 3

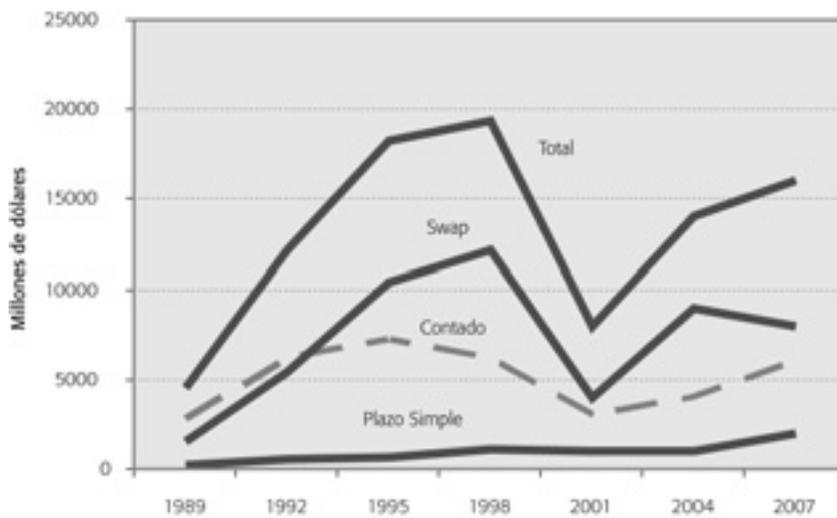
PARTICIPACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL DE DIVISAS EN EL MERCADO MUNDIAL (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

Gráfico 4

VOLUMEN DE TRANSACCIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL DE DIVISAS POR TIPOS DE OPERACIONES
(Medias de cifras diarias)



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

décadas debemos hacer referencia, aunque sea de modo breve, a la normativa española en materia de mercados de divisas, puesto que la progresiva liberalización de mo-

vimientos internacionales de capital ha constituido sin duda un condicionante importante de la situación de este mercado y su desarrollo.

Este amplio período de 20 años ha estado marcado desde un punto de vista normativo por dos fases: en primer lugar, por las exigencias derivadas del Real Decreto 2402/1980, sobre régimen jurídico de Control de Cambios, que constituye el primer desarrollo de la Ley 40/1979, que establece, en el ámbito de las operaciones exteriores, la obligatoria intermediación de una entidad delegada⁴ para la realización de la mayor parte de los cobros y pagos exteriores recibidos/realizados por los residentes en España; en segundo, al amparo de la misma Ley, luego modificada por la 19/2003, se aprobó el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre⁵, a partir del cual se produce un cambio radical respecto a la situación anterior⁶, estableciéndose la plena libertad de las transacciones con el exterior, así como de los cobros, pagos y transferencias derivados de las mismas, en consonancia con lo determinado por la normativa comunitaria, que en su Directiva sobre los movimientos de capitales (88/361), establecía que, tras un período transitorio, España debería declarar la plena liberalización de los movimientos de capital antes del 31 de diciembre de 1992⁷, aunque se establecen por nuestras autoridades ciertas cláusulas de salvaguarda, que permiten el establecimiento excepcional y transitorio de restricciones con el exterior cuando se pueda ver afectado gravemente el interés nacional o en aplicación de medidas adoptadas por organismos internacionales de los que España forme parte, se pudiesen producir graves tensiones en los mercados de cambios que pongan en peligro la dirección de la política monetaria y financiera⁸, estableciéndose también mecanismos de información y comunicación para permitir conocer, a efectos estadísticos, las operaciones realizadas con el exterior.

Aunque la nueva normativa, actualmente vigente, retira la obligación establecida por el Real Decreto 2402/1980, de que los cobros y pagos exteriores se intermedien por una entidad delegada, lo cual puede suponer que determinadas transacciones se realicen al margen de ellas, y que, por tanto, los datos que ofrecen en las encuestas sobre el mercado de divisas no recojan todas las transacciones exteriores, la realidad es que, sobre todo en nuestro país, el papel preponderante que los intermediarios financieros tienen en el sistema de pagos (y, por tanto,

también en el de las divisas) y la práctica habitual de los residentes de utilizar en mayor medida los intermediarios financieros residentes para estas operaciones, hace que la información ofrecida por éstos en las encuestas alcance un nivel de significación muy elevado⁹.

Por otra parte, fuera del ámbito normativo, otro factor que, de forma decisiva, como ya hemos señalado, altera a lo largo del período la evolución de este mercado de divisas lo constituye, sin duda, la creación del euro con la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria (UEME). La aparición de la moneda europea y la pérdida de la soberanía en materia monetaria y cambiaria a favor del Eurosistema, hace que en un mercado eminentemente local, como es el español, en el que una parte importante además de su comercio exterior se realiza con otros países integrados en la UEME, desaparezca la necesidad de transacciones en divisas y, por tanto, de intercambios de la moneda española con las de los socios comerciales, lo que agudiza la pérdida de importancia de nuestro mercado de divisas en el contexto internacional.

En los apartados siguientes vamos a analizar de forma separada la situación del mercado de divisas español antes de nuestra entrada en la UEME y su evolución posterior, puesto que, como acabamos de señalar, este momento marca en gran medida el cambio de la situación de nuestro mercado de divisas. En cada apartado seguiremos un análisis similar, estudiando las entidades participantes, las operaciones realizadas, las contrapartidas en las mismas, las divisas intercambiadas, etc., destacando con mayor intensidad la negociación del dólar y del euro en nuestro mercado tras la UEME. Finalizamos el trabajo destacando las principales conclusiones obtenidas a lo largo del mismo.

2. El mercado de divisas español antes de la UEME

2.1. Entidades participantes

La década de los años noventa, tanto a escala mundial como española, se caracterizó por un aumento significativo

⁴ Las entidades delegadas eran bancos, cajas de ahorros y otras entidades financieras que eran autorizadas por el Banco de España para la realización de operaciones en divisas.

⁵ Este Real Decreto deroga el anterior de 10 de octubre de 1980, y es desarrollado por la Orden del Ministerio de Economía de 27 de diciembre de 1991 y, básicamente, por diversas disposiciones de 1992 y 1993.

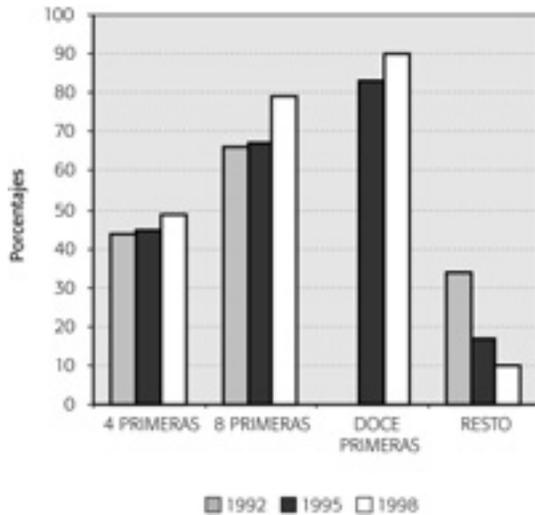
⁶ Véase para una perspectiva global de la evolución de la normativa española en el mercado de divisas, A. Calvo, J.A. Parejo, L. Rodríguez Sáiz y A. Cuervo, *Manual de Sistema Financiero Español*, en sus sucesivas ediciones.

⁷ La liberalización se produjo en nuestro país el 1 de febrero de 1992, adelantándonos once meses a las exigencias de la UE.

⁸ El Gobierno español tuvo que hacer uso de estos mecanismos a raíz de las tormentas monetarias que se produjeron en el segundo semestre de 1992, y que llevaron a la devaluación de la peseta en tres ocasiones en el plazo de menos de un año.

⁹ Vid. J. L. Alzola y C. Pérez (1992), "El mercado de divisas en España, en 1992", *Boletín Económico del Banco de España*, octubre, pp. 41-42.

Gráfico 5

CUOTA DE MERCADO DE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES EN LA ENCUESTA DEL MERCADO DE DIVISAS ESPAÑOL


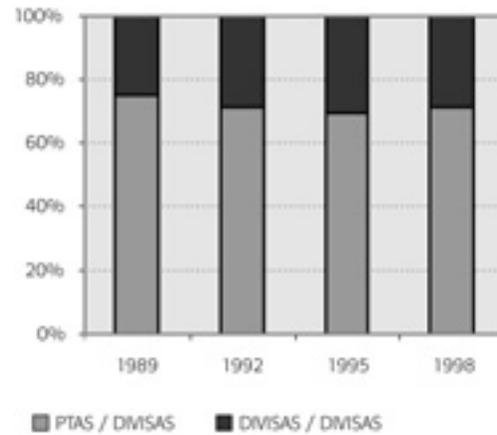
Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

en los procesos de concentración bancaria en los países, por fusión entre entidades, lo que supuso, desde la perspectiva del mercado de divisas y de la encuesta periódicamente efectuada, que el número de instituciones financieras informantes se redujera de forma significativa en todo el período. En efecto, de las 54 entidades participantes en la misma en 1992, se pasó a 34 en 1995 y a 26 en 1998, con un aumento, por el contrario, del grado de concentración del mercado, pues, como podemos comprobar en el gráfico 5, prácticamente las cuatro primeras entidades informantes suponen, en todo el período, entre el 45% y el 50% del mercado español. Si a esas cuatro les añadimos las cuatro siguientes, entonces se observa, de forma más clara el aumento en la concentración del mercado, que pasó desde el 66% en 1992 a casi el 80% en 1998.

Como tendremos ocasión de comprobar más adelante, el mercado español es básicamente un mercado interbancario, en el que las transacciones de divisas efectuadas se realizan en un porcentaje significativo a través de los *brokers* operantes que, en el período previo a la instauración de la UEME, absorbían, aproximadamente entre un 35-40% de las operaciones realizadas, para un número de *brokers* en descenso en el período, desde los quince existentes en 1989 a los once en 1998.

Por otro lado, el predominio de la peseta en el mercado español de divisas se pone de manifiesto en el gráfico

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES PESETAS FRENTE A DIVISAS Y DIVISAS FRENTE A DIVISAS EN EL MERCADO DE DIVISAS ESPAÑOL


Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

fíco 6, en el que podemos comprobar como más del 70% de las transacciones efectuadas tenían como divisa utilizada la peseta¹⁰.

Por su parte, el gráfico 7 recoge la distribución del mercado español de divisas por contrapartidas, pudiéndose observar su evolución desde 1989 hasta 1998. Como podemos comprobar, los mayores porcentajes de las operaciones se realizaban entre las entidades del sistema bancario, ya sean nacionales o una de ellas residente en otro centro financiero. En efecto, aunque con una mínima caída en el último año considerado a favor de las operaciones con otros intermediarios financieros y clientes no financieros¹¹, las transacciones de pesetas frente a otras divisas alcanzaron un porcentaje siempre por encima del 80%, con más del 90% entre 1989 y 1995, mientras que las correspondientes a otras divisas entre sí, la participación del sector bancario fue aún mayor, del 90% en 1998, pero más del 95% para los períodos anteriores.

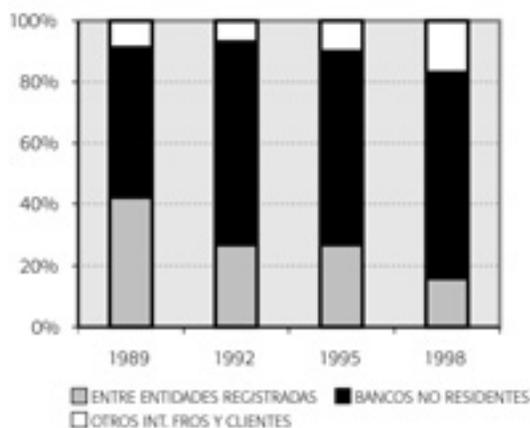
¹⁰ Se trata, por tanto, de un mercado poco diversificado, pues se encuentra muy concentrado en la divisa española, aunque, a partir de 1992, alcanzan una mínima mayor relevancia las operaciones de divisas frente a otras divisas, pero nunca llegando al 30% de la negociación.

¹¹ Si comparamos las cifras españolas con el mercado mundial, podemos destacar que la participación de los otros intermediarios financieros y clientes no financieros en el mercado de divisas español es muy reducida, puesto que en España no llegan a alcanzar en 1998 un 20% del total de las operaciones, mientras que en el mercado mundial el porcentaje se sitúa alrededor del 37%.

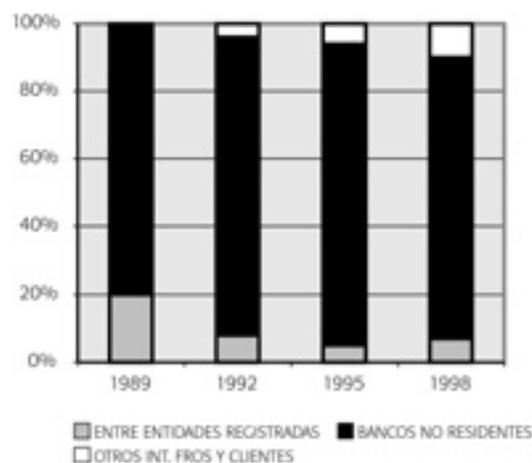
Gráfico 7

EVOLUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES DE PESETAS FRENTE A DIVISAS Y DE DIVISAS FRENTE A DIVISAS POR CONTRAPARTIDAS EN EL MERCADO ESPAÑOL

a) Pesetas frente a divisas



b) Divisas frente a divisas



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

No obstante, dentro de ese predominio del sistema bancario en todo tipo de transacciones de divisas en el mercado español, se puede apreciar, como rasgo significativo que, en las realizadas entre la peseta y otras divisas (gráfico 7.a)), las operaciones entre entidades registradas residentes en el mercado español tenían un mayor peso, aunque en disminución en el período (más del 40% en 1992, y algo menos del 20% en 1998), frente a las que intervenían dos divisas distintas, en las que la participación de dos bancos residentes era muy limitada (gráfico 7.b)); En cualquier caso, tanto con la presencia de la peseta como en los intercambios de otras divisas entre sí, el predominio de las operaciones realizadas con bancos residentes en otros centros financieros es significativo y creciente por lo general en el tiempo, lo que pone de manifiesto que, en ese período, se daba un proceso, todavía insuficiente, de diversificación de divisas en la cartera de las entidades españolas, que tenían que recurrir a bancos no residentes por no haber suficiente negociación de divisas frente a divisas en España¹².

Por último, la escasa participación de las operaciones con "otros intermediarios financieros y clientes no financieros" en el mercado español, que refleja el gráfico 7, contrasta con la razón de ser original de un mercado de divisas, en el que los clientes son los destinatarios últimos

de las mismas para la realización de sus operaciones. Sin embargo, la mayor presencia de las transacciones de entidades bancarias entre sí, hace que este mercado se constituya, realmente, en un mercado interbancario, en el que las entidades realizan, en mayor medida, operaciones como resultado de sus estrategias de inversión y financiación en divisas o por actuar como creadores de mercado, y no tanto para atender las peticiones de sus clientes. Además, como hemos visto anteriormente, las mayores cifras del mercado corresponden a operaciones de *swaps*, que son operaciones de cobertura más habituales para las entidades bancarias, a diferencia de la actuación habitual de los clientes no financieros, que lo hacen con mayor intensidad en los mercados al contado y a plazo, utilizando éste para cubrir su riesgo de cambio.

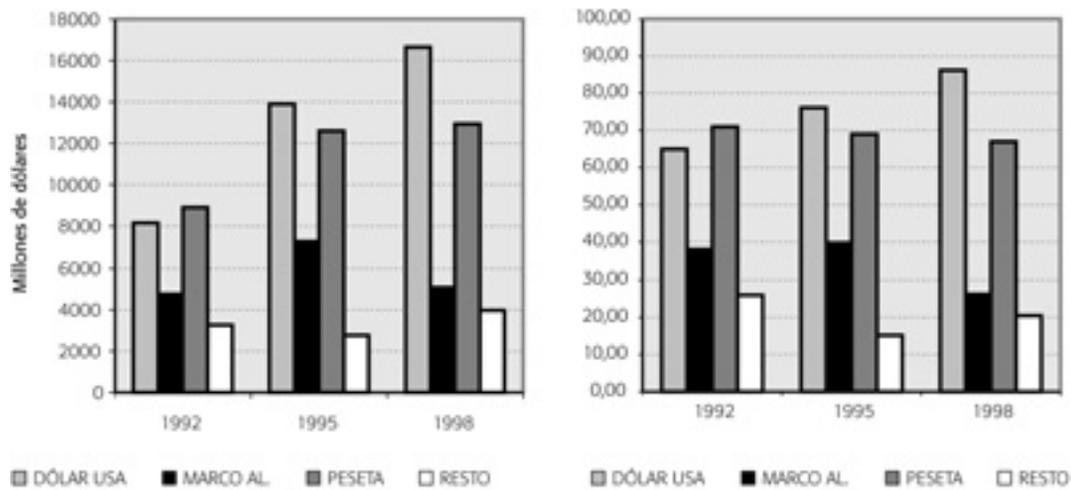
2.2. Divisas intercambiadas

Como sucedía a nivel mundial, en el mercado español la divisa que era objeto de un mayor volumen de intercambios en el período era el dólar USA, que aparecía en 1992 en cerca del 65% de las transacciones efectuadas (8,1 millardos de dólares diarios), pero creciendo en todo el período, hasta superar el 85% en 1998 (16,7 millardos de dólares) (gráfico 8). Este importante crecimiento supuso que en 1995 desbancara a la peseta en el mercado español como la divisa que era objeto de un mayor nú-

¹² Vid. Banco de España, "El mercado de divisas en España, en 1998", Boletín Económico, octubre, 1998, p. 73.

Gráfico 8

DIVISAS INTERCAMBIADAS EN EL MERCADO ESPAÑOL
(Medias de cifras diarias y porcentajes)¹⁴



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

mero de transacciones, puesto que mientras que la divisa española redujo, aunque lentamente su importancia en los años noventa, la moneda norteamericana creció espectacularmente. Bastante alejada de las anteriores, aunque con cifras relevantes, se encontraba el marco alemán, que disminuyó su participación desde el 27% en 1992 hasta algo más del 20% en 1998 (5,1 millardos de dólares)¹³, siendo la importancia del resto de las divisas en el mercado español bastante más reducida, destacando en todo caso, pero muy alejadas de las anteriores, la libra esterlina (546 millones de dólares en 1998), el yen japonés (394 millones), el franco francés (240 millones) y el franco suizo (232 millones).

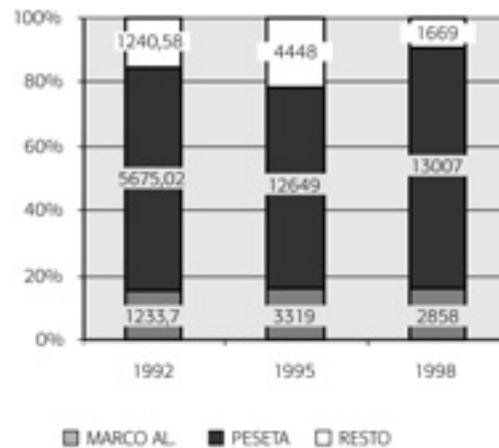
Por su parte, la divisa norteamericana cruzó sus operaciones en todo el período fundamentalmente con pesetas, pues, como podemos comprobar en el gráfico 9, los intercambios dólar/peseta se utilizaron entre el 60% y el 75% de las operaciones efectuadas en el mercado español, mientras que las operaciones del dólar con el marco no superaron el 17%, produciéndose para los porcentajes restantes (entre el 10% y el 22%) el cruce del dólar con otras divisas.

¹³ Sin duda, la mayor estabilidad del marco alemán frente a la moneda española en los últimos años previos al euro, redujeron las necesidades de cobertura en el mercado respecto a la divisa alemana, reduciéndose su importancia relativa en el mercado español.

¹⁴ La suma de los porcentajes alcanza el 200%, ya que en cada operación intervienen dos monedas.

Gráfico 9

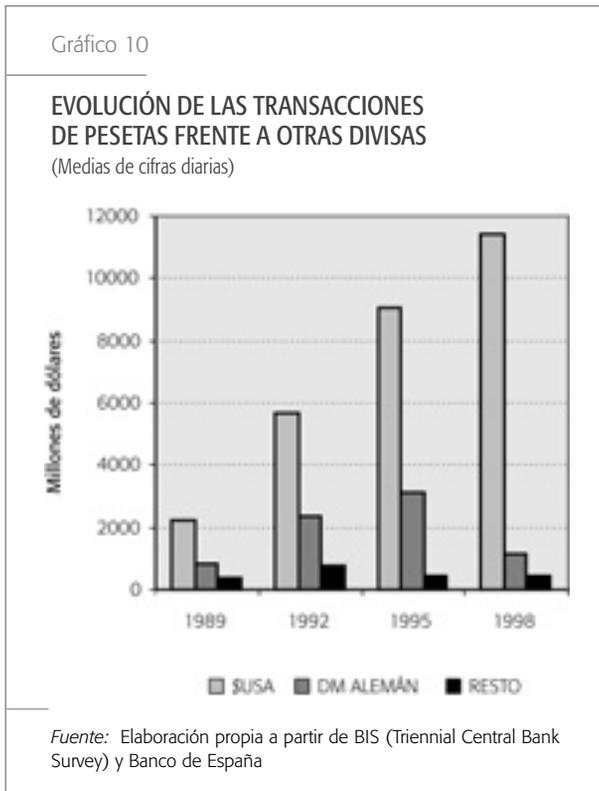
TRANSACCIONES DEL DÓLAR FRENTE A OTRAS DIVISAS EN EL MERCADO ESPAÑOL



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

2.3. La peseta en el mercado de divisas español

Como hemos indicado, prácticamente en el 70% de las transacciones efectuadas en los años noventa en el mercado español de divisas se encontraba involucrada la peseta, lo que da idea de que nuestro mercado era un

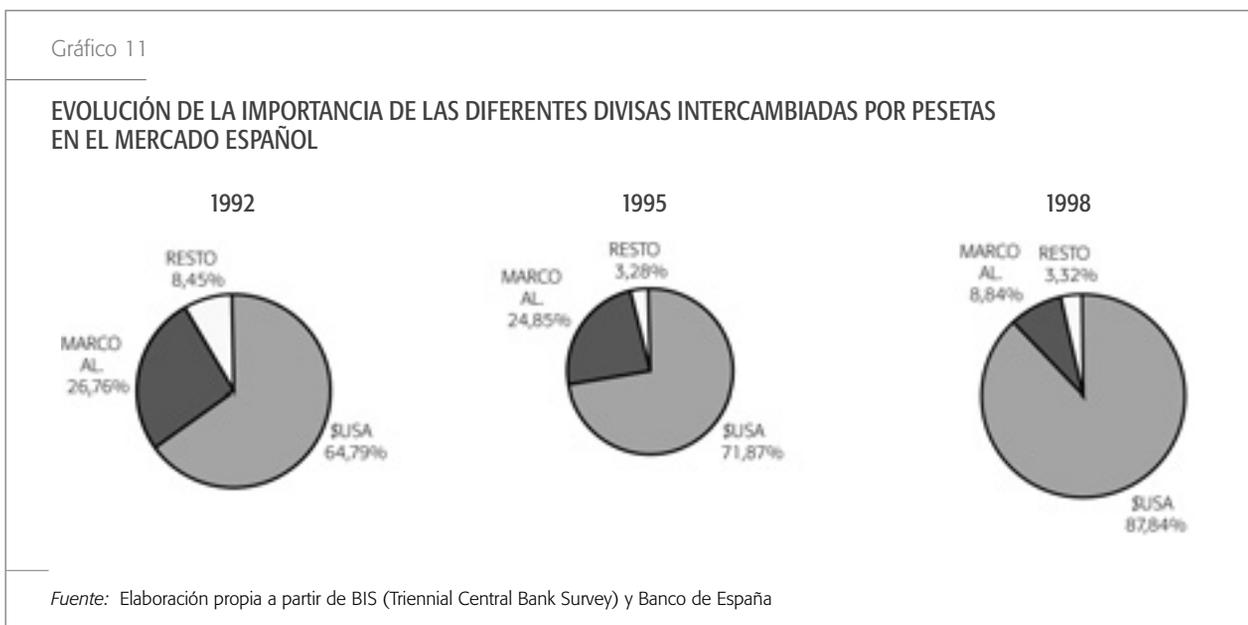


centro financiero de carácter eminentemente local, en el que la presencia de intercambios de divisas distintas a la nacional tiene un peso reducido, y que además precisa, como también hemos observado, la participación de bancos procedentes de otros centros financieros.

Como podemos comprobar en el gráfico 10, la mayor parte de las transacciones de la peseta se producían frente al dólar USA, con un aumento continuado también del

marco alemán hasta 1995, para descender la negociación peseta / marco de forma significativa en 1998. Este aumento continuado de la importancia del dólar en las transacciones con pesetas se puede observar también en el gráfico 11, en el que se compara la evolución entre 1992 y 1998. En el primero de los años, el dólar USA concentraba el 65% de las transacciones con la peseta, mientras que el marco alemán suponía el 26,8%, pero, mientras que en las encuestas siguientes el dólar aumentó su participación, al 72% en 1995 y al 88% en 1998, el marco alemán la redujo, levemente en 1995, al 25%, y de forma drástica en 1998, al 9%. Por su parte, la participación del resto de las divisas en las transacciones frente a la peseta en el mercado español fue muy poco significativa, lo que demuestra de nuevo la elevada concentración de nuestro mercado en el dólar y marco alemán a lo largo de toda la década de los años noventa.

En resumen, pues, como notas significativas de la situación del mercado español de divisas durante la década de los años noventa, y hasta la entrada del euro, podríamos destacar: en primer lugar, su reducida dimensión en comparación con el mercado mundial, pues en su nivel más relevante (1995) no alcanzaba el 1,2%; en segundo lugar, su elevada concentración en un número reducido de entidades participantes, pues en 1998, el 30% de las entidades absorbía el 80% del mercado; en tercero, la relevancia de la peseta en el mercado, pues aparecía en más del 70% de las transacciones; en cuarto, la elevada concentración en un número muy reducido de divisas negociadas. De hecho, en 1998, casi el 90% de las transacciones en pesetas se realizaba frente a dólares, correspondiendo prácticamente el resto al marco alemán, el cual tenía una mayor cuota en encuestas anteriores; por último, se trata



de un mercado básicamente interbancario, pues la participación de entidades bancarias, ya sean residentes o pertenecientes a otros centros financieros, superaba en todas las encuestas el 90%, siendo la participación de otros clientes reducida, menor en cualquier caso que en el mercado mundial, lo cual supone que el mercado español se utiliza básicamente por las entidades bancarias para sus estrategias de inversión y financiación en divisas.

3. El mercado de divisas español en la UEME

3.1. La divisa europea en el mercado mundial

La creación de la moneda única supuso un cambio sustancial en los mercados de divisas, transformando una parte importante de los intercambios que, hasta su aparición, estaban muy localizados en el dólar USA y en el marco alemán¹⁵, y que, a partir de entonces, se han vinculado en mayor medida hacia la divisa norteamericana y el euro.

En efecto, como podemos comprobar en el gráfico 12, tomando como referencia los resultados obtenidos en la última encuesta efectuada por el BIS en 2007, el dólar tiene una participación en el conjunto de las transacciones mundiales de divisas de más del 86%, seguida por el euro,

con el 37%. Más alejadas, en tercer y cuarto lugar, se encuentran el yen japonés y la libra esterlina, con alrededor del 15-16%, muy por encima de las siguientes monedas.

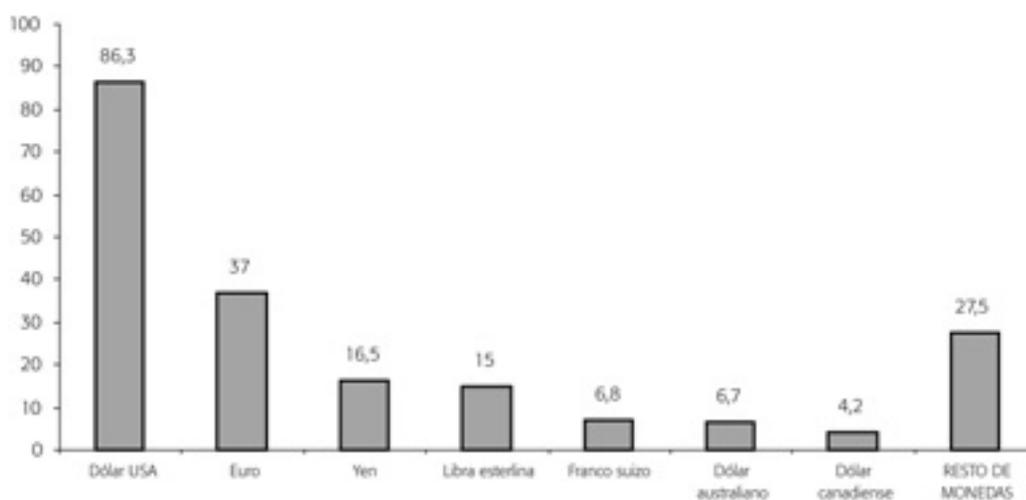
Ese predominio del dólar y del euro se ha hecho sentir desde el momento de la creación de la moneda única y de forma creciente, puesto que, como recoge el gráfico 13, más de las dos terceras partes de las transacciones en las que aparece el euro se realizan con el dólar USA, alcanzando un volumen total de negociación en 2007 de 840 millardos de dólares diarios, casi 350 más que en 2004, mientras que las transacciones con otras divisas, como el yen, la libra o el franco suizo, se sitúan entre los 50 y los 70 millardos de dólares de negociación, aunque creciendo sus cifras absolutas a lo largo del siglo XXI, pero no su importancia relativa.

Si comparamos por tipos de operaciones, las correspondientes al conjunto del mercado mundial y las que se desarrollan con el euro (éstas recogidas en el gráfico 14), a pesar del predominio en ambas de los *swaps*, las realizadas al contado en el mercado mundial del euro tienen una importancia relativa superior a las que alcanzan estas operaciones para el conjunto del mercado.

En efecto, por ejemplo, en 2007, las operaciones al contado del euro suponían el 37% del total del mercado mundial de esta divisa (algo más de 400 millardos de dólares diarios), mientras que para el conjunto global de las divisas alcanzan un porcentaje inferior (32%), por un 51%

Gráfico 12

PARTICIPACIÓN DE CADA MONEDA EN EL MERCADO MUNDIAL DE DIVISAS (%) (2007)

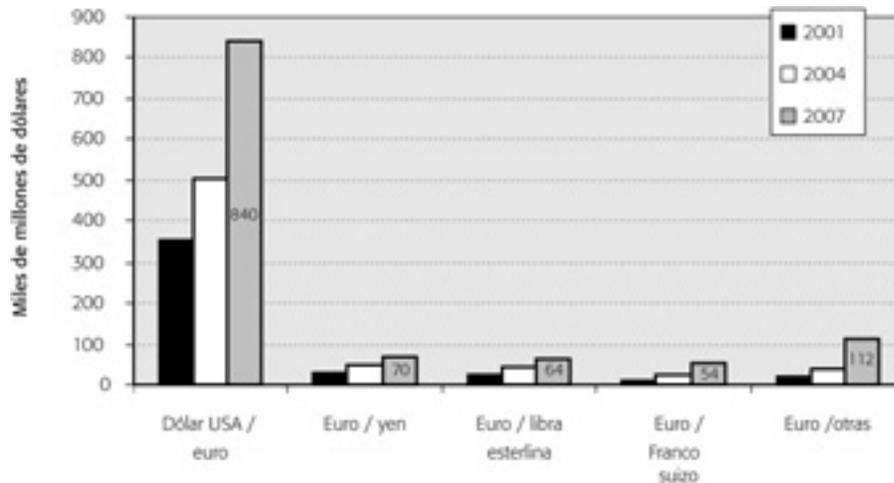


Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey)

¹⁵ Véase, para un mayor detalle, A.Calvo y J.Pául, "El mercado mundial de divisas:...", op. Cit..

Gráfico 13

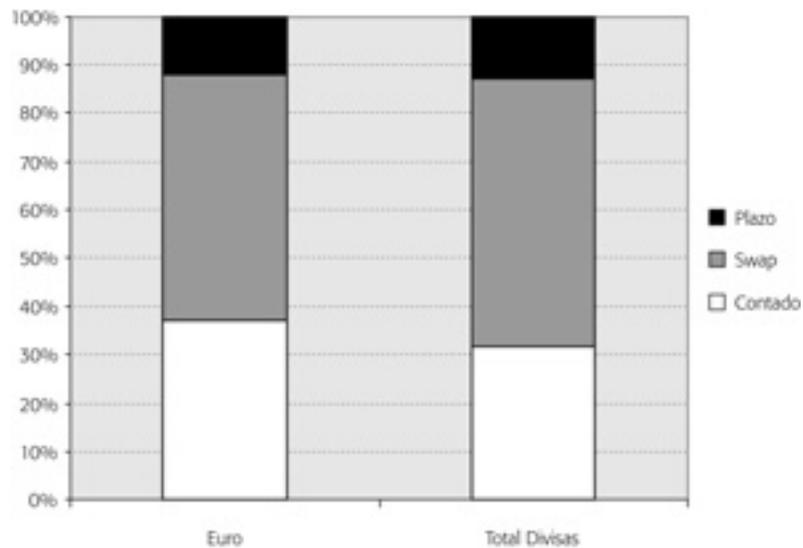
EVOLUCIÓN DE LOS INTERCAMBIOS DEL EURO CON OTRAS DIVISAS EN EL MERCADO MUNDIAL
(Medias de cifras diarias)



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey)

Gráfico 14

DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES EN EUROS Y DEL TOTAL DE DIVISAS EN EL MERCADO MUNDIAL DE DIVISAS POR TIPOS DE OPERACIONES (%)

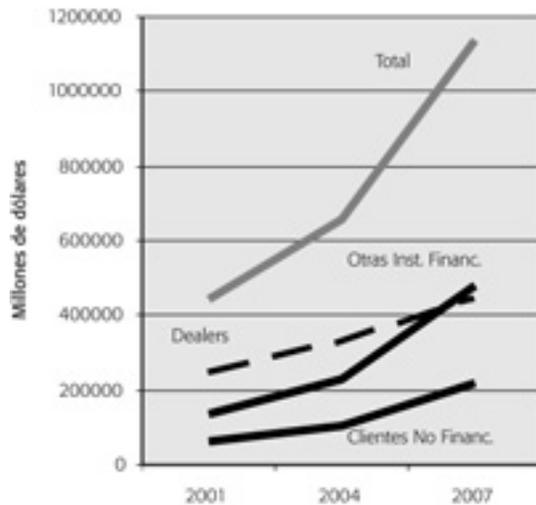


Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey)

Gráfico 15

EVOLUCIÓN EN LA UTILIZACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE DIVISAS EN EL MERCADO MUNDIAL POR CONTRAPARTIDAS

(Medias de cifras diarias)



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey)

(alrededor de 590 mil millones) de los *swaps* con euros (55% para el global de las divisas).

En línea con la evolución del mercado mundial de divisas, en la negociación del euro también se ha producido, como podemos comprobar en el gráfico 15, un crecimiento mayor de las transacciones realizadas por las entidades informantes en las encuestas (*dealers*) con otras instituciones financieras (fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones, y, en general, otras entidades bancarias no participantes en las mismas). Dentro de la tónica general de crecimiento del mercado mundial del euro, que lo ha llevado a aumentar sus cifras entre 2001 y 2007, en más de 2,5 veces, las transacciones en las que la contrapartida es "otra institución financiera" han llegado a superar en el último año a las realizadas por los *dealers* entre sí. Resulta destacable igualmente el aumento de las cifras de las transacciones cuya contrapartida es un cliente no financiero, que, partiendo en 2001 de unos volúmenes relativamente reducidos, se han situado en 2007 en más de 200 mil millones de dólares USA diarios.

3.2. Divisas intercambiadas en el mercado español

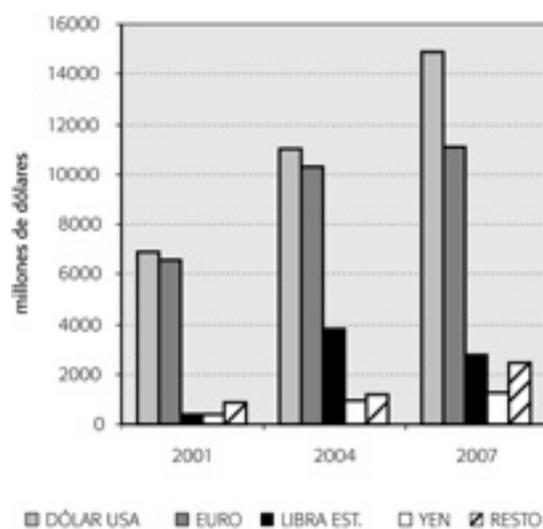
En el mercado español de divisas, la moneda que es objeto de un mayor volumen de transacciones durante el

siglo XXI es el dólar USA, cuya importancia además es creciente en los últimos años. En efecto, como podemos comprobar en el gráfico 16, el dólar alcanzó una cifra de transacciones en 2007 de 15 millardos de dólares diarios, seguido del euro, con algo más de 11 millardos, y muy alejadas las divisas británica y japonesa, que no superan, conjuntamente, los 4 millardos. Además, en cuanto a la evolución de la importancia de cada divisa, se observa que el dólar ha seguido un crecimiento importante en el período, multiplicando sus cifras por más de 2, mientras que el euro, si bien creció de forma significativa en 2004 respecto a los datos de la encuesta anterior, de 6,5 millardos de dólares diarios a más de 10 millardos, consiguió un crecimiento en 2007 sólo del 8,1%, muy alejado del 36% del dólar. Resulta destacable, por último, la evolución en nuestro mercado de las transacciones de libras esterlinas, con un importante aumento en 2004 respecto a las cifras de la encuesta anterior (de hecho, éstas se multiplican por más de diez), para reducirse en 2007 más de un 26%.

Por otro lado, en cuanto a las contrapartidas de las transacciones de divisas en el mercado español, la negociación entre los *dealers*, y fundamentalmente los externos, como se pone de manifiesto en el gráfico 17 a), es la más relevante, con un crecimiento espectacular en las operaciones en 2007, pues hasta entonces aparecían en torno al 40% de las transacciones realizadas, mientras que

Gráfico 16

TRANSACCIONES DE DIVISAS EN EL MERCADO ESPAÑOL (Medias de cifras diarias)



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

en el último año casi suponen el 80% del mercado. También resulta muy destacable del contenido del gráfico, en primer lugar, la caída en importancia, sobre todo en 2004, de las transacciones realizadas con "otras instituciones financieras", pues en 2001 suponían más del 40% del mercado español, para situarse en 2004, en poco más del 5%, y casi el 10% en 2007. Por otro lado, la pérdida de importancia relativa en 2004 de esas instituciones es absorbida prácticamente en su totalidad por los "clientes no financieros", que ceden prácticamente todo ese aumento en 2007, para situarse alrededor del 10% a favor de los *dealers* de otros centros financieros.

Todo lo anterior tiene como resultado que, frente a los datos que se observan para el mercado mundial de divisas, en el que las operaciones locales suponen aproximadamente el 40% del total, en el mercado español, como se recoge en el gráfico 17 b), estas operaciones han ido perdiendo importancia hasta alcanzar alrededor del 10%, desde más de un 25% en 1995.

Este resultado subraya pues que el mercado español de divisas es un mercado en el que las entidades locales (*dealers* internos) realizan una parte importante de sus operaciones con otras entidades informantes en la encuesta pertenecientes a otros centros financieros, lo que pone de manifiesto la escasa dimensión del mercado es-

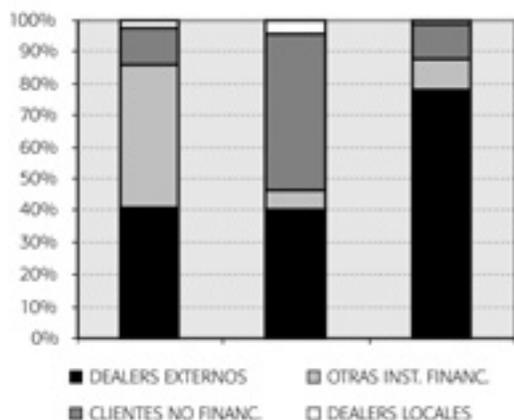
pañol de divisas, y su limitada capacidad para ofrecer contrapartidas suficientes a los participantes en el mismo, debiendo acudir las instituciones financieras a otros mercados para conseguir las divisas necesarias para la realización de las transacciones correspondientes.

Finalmente, por tipos de operaciones, en el gráfico 18, podemos comparar la distribución de las mismas en los tres años de encuestas realizadas en el siglo XXI, entre las efectuadas al contado, a plazo y *swaps*. Como sucede en el mercado mundial, son las últimas las que alcanzan las cifras más significativas, aunque con una caída muy importante en 2007. En efecto, mientras que en 2004 suponían un 67,4% del total de las transacciones efectuadas en el mercado español, creciendo desde el 54,7% de la encuesta anterior, en 2007 se sitúan por debajo del 50%, repartiéndose su caída las operaciones al contado, que ganan casi once puntos respecto al período anterior, y las de a plazo, que recuperan los siete, para situarse ambas en unas cuotas superiores a las de 2001. Por tanto, en la evolución por tipos de operaciones, se vuelve a mostrar, como sucede con las contrapartidas analizadas anteriormente, que en el mercado español, desde la creación del euro, no se atisba una tendencia clara, pues aunque en todo el período hay un predominio de las operaciones *swaps*, por debajo no obstante del ejercido a nivel mundial (55,6% en 2007), éstas tienen un comportamiento irregular, con un

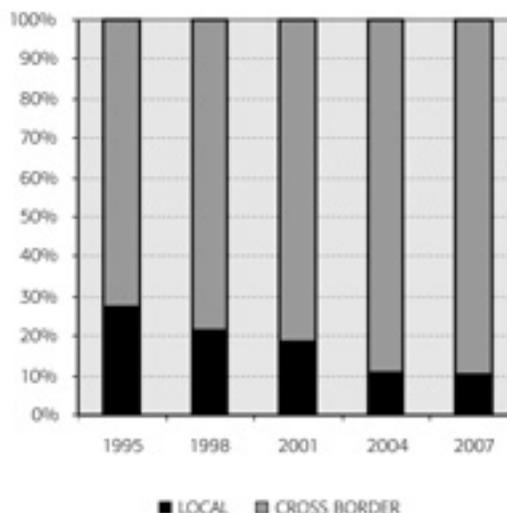
Gráfico 17

TRANSACCIONES DE DIVISAS EN EL MERCADO ESPAÑOL POR CONTRAPARTIDAS Y POR LOCALIZACIÓN DE LAS MISMAS

a) Por contrapartidas



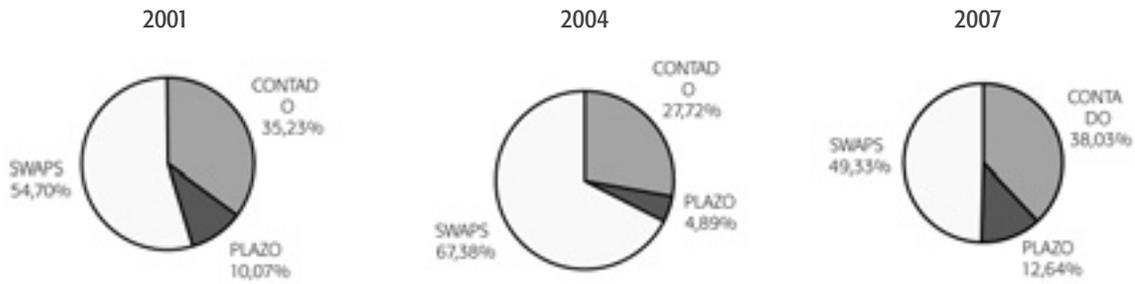
b) Por localización de las contrapartidas



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

Gráfico 18

DISTRIBUCIÓN POR MODALIDADES DE LAS TRANSACCIONES REALIZADAS EN EL MERCADO ESPAÑOL DE DIVISAS

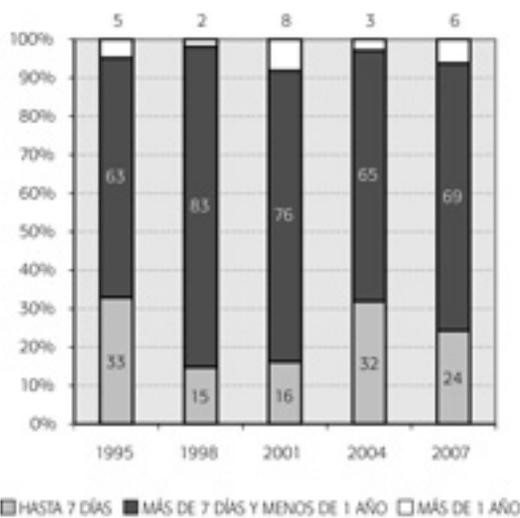


Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

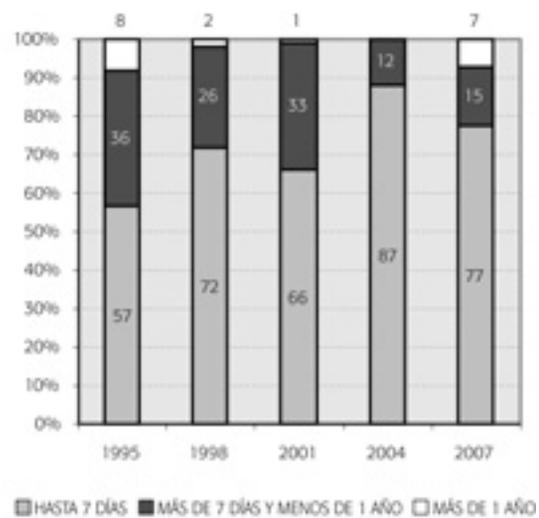
Gráfico 19

EVOLUCIÓN DEL PLAZO DE LAS OPERACIONES A PLAZO Y SWAPS EN EL MERCADO DE DIVISAS ESPAÑOL

a) Operaciones a plazo



b) Operaciones swaps



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (Triennial Central Bank Survey) y Banco de España

aumento significativo en 2004 y una caída, incluso con una cuota por debajo del primer año, también espectacular

lar en 2007, lo que es reflejo de la escasa madurez y la falta de consolidación del mercado español¹⁶.

¹⁶ Las mayores cifras de los *swaps* responden, en general, a su intensa utilización por parte de inversores y bancos no residentes para financiar o colocar temporalmente las posiciones, primero en pesetas, y luego en euros, en el mercado de divisas, o para financiar o cubrir el riesgo de cambio de sus posiciones en títulos de renta fija y variable denominados en nuestra divisa. Vid., para un mayor detalle en este sentido, Banco de España, "El mercado de divisas en España, en 1995", Boletín Económico, octubre, 1995, p.59.

Por plazos de las operaciones, en el gráfico 19 recogemos la evolución de los plazos de las mismas para las realizadas en el mercado a plazo (panel izquierdo) y las efectuadas en *swaps* (panel derecho). Comparando ambos paneles, podemos observar que en el mercado a plazo español destacan, con gran diferencia, las operaciones a plazo de más de siete días y menos de un año, que suponen en

2007 el 69% del total, mientras que los plazos de las operaciones *swaps* están centrados en las operaciones más a corto plazo (hasta siete días), con un 77% en 2007. En ambos, la importancia de las operaciones a plazo superior a un año es muy poco significativa (entre el 6-7% del total en ambos). Además, si observamos la evolución, vemos que tanto para las de plazo como las de *swaps*, aunque con porcentajes variables de unas encuestas a otras, mantienen el predominio de los plazos consignados para cada una en 2007, es decir, más de siete días para las operaciones a plazo, y menos de siete para los *swaps*.

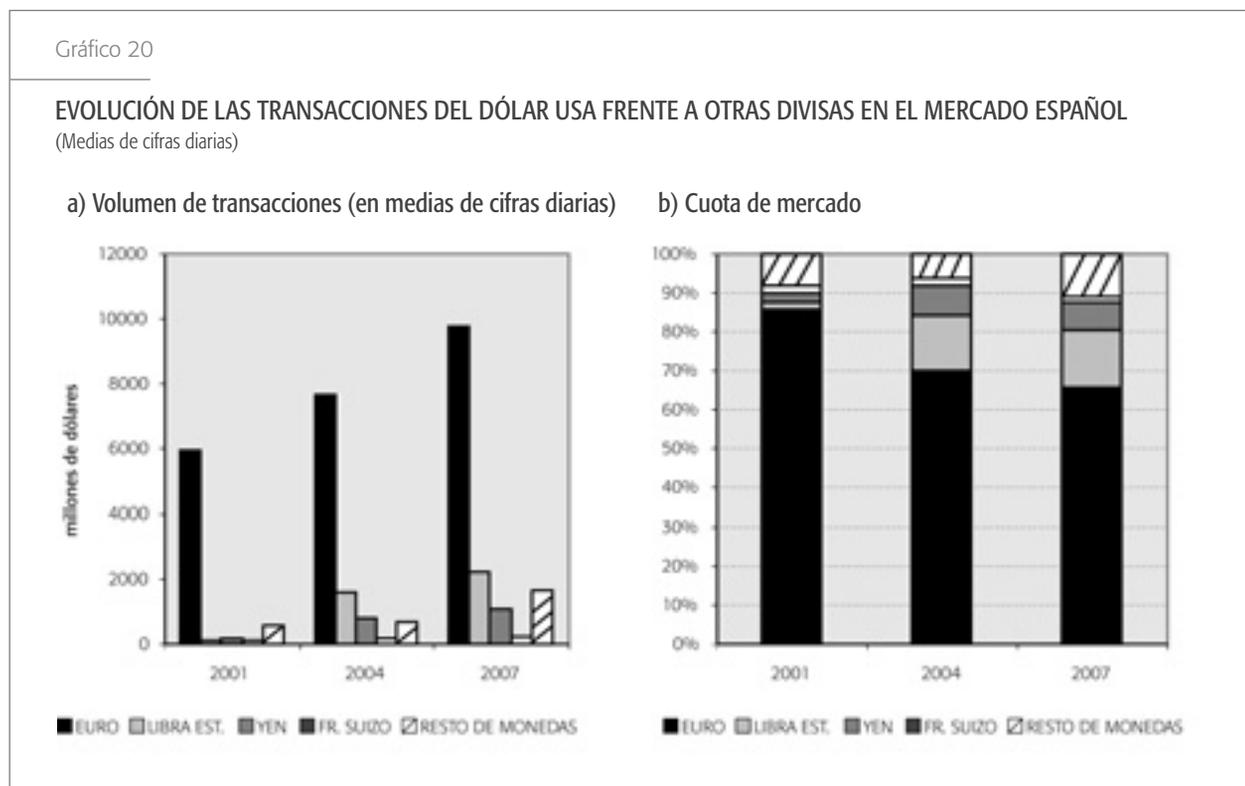
3.3. El mercado del dólar y del euro en España

Tanto a nivel mundial como nacional hemos podido comprobar que el dólar USA y el euro son las monedas que son objeto de un mayor volumen de transacciones en la actualidad.

Esta importancia se pone claramente de manifiesto en el gráfico 20, en el que aparece la evolución, durante el

siglo XXI, de las transacciones del dólar frente a otras divisas en el mercado español (panel izquierdo), así como la importancia relativa de cada una de ellas (panel derecho). En efecto, con un aumento continuado en las cifras absolutas, podemos comprobar que las transacciones del dólar USA con el euro alcanzaron en 2007 en el mercado español casi los diez millardos de dólares diarios, muy por encima de las transacciones del dólar con otras divisas, siendo destacable, en todo caso, las efectuadas con la libra esterlina, pero que sólo superan los dos millardos de dólares¹⁷.

De forma más significativa, estos resultados se observan en el panel derecho para determinar el nivel de importancia de las transacciones del dólar con otras divisas. De su contenido podemos destacar, por un lado, que las transacciones entre el dólar USA y el euro han venido perdiendo cuota de mercado en estos años, pues de suponer más del 85% de las transacciones en el mercado español en 2001, han pasado al 70% en 2004 y alrededor del 65% en 2007. Por otro, esa pérdida de cuota de mercado, ha sido absorbida en mayor medida por las transacciones



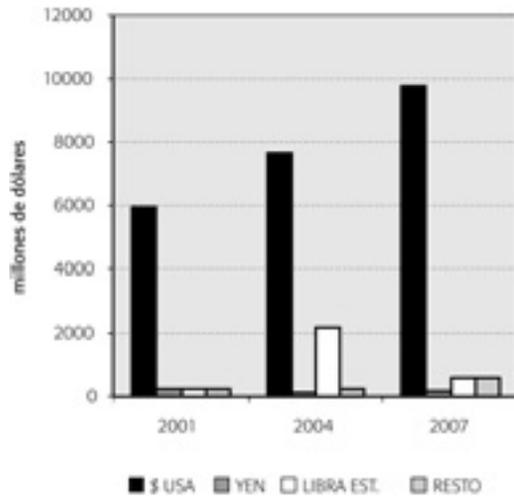
¹⁷ En esta evolución hay que tener en cuenta, como ya dijimos anteriormente, que al medirse el volumen de transacciones en dólares USA, la evolución del tipo de cambio de esta divisa frente a las restantes condiciona los resultados finales y, por tanto, la comparativa efectuada. En este sentido, dentro de la tónica general de depreciación del dólar en los últimos años, en general, a lo largo del siglo XXI, la mayor pérdida la ha tenido con el euro, por lo que un mismo número de transacciones del euro con las demás divisas que en otros períodos se traducirá en un incremento de las transacciones en dólares en el mismo porcentaje que se haya producido de pérdida de valor del dólar frente a la moneda europea.

Gráfico 21

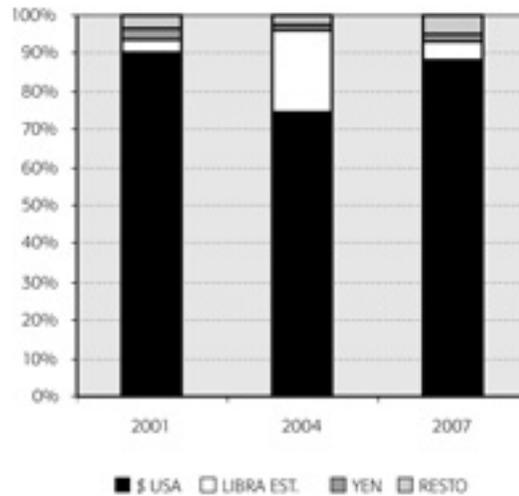
EVOLUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES DEL EURO FRENTE A OTRAS DIVISAS EN EL MERCADO ESPAÑOL

(Medias de cifras diarias)

a) Volumen de transacciones (en medias de cifras diarias)



b) Cuota de mercado



del dólar frente a la libra, pues de un porcentaje insignificante en 2001, ha superado el 10% en las dos encuestas siguientes. Por último, también el yen ha mejorado sus intercambios con el dólar en el mercado español respecto a 2001, pero muy por debajo del 10% de cuota.

Por lo que se refiere al euro, segunda moneda más negociada en el mercado de divisas español, también tiene al dólar USA, como sucedía con ésta, como la divisa más intercambiada, con cerca del 90% del total de las transacciones de euros frente a otras divisas (gráfico 21), aunque con una pérdida de cuota en 2004, recuperada en gran parte en 2007, como consecuencia del crecimiento espectacular ya mencionado de la negociación euro / libra en ese año.

Si comparamos la situación del dólar y del euro en el mercado español en los últimos años, podemos destacar, en primer lugar, que la negociación del euro se centra básicamente en la divisa norteamericana, mientras que el dólar tiene más diversificada su negociación con otras divisas; en segundo término, que para ambas divisas la segunda moneda que aparece en más transacciones es la libra esterlina, que irrumpe con fuerza en el mercado español a partir de 2004; en tercero, que la negociación con yenes es muy poco significativa para el euro, alcanzando una mayor relevancia para el dólar, y que el resto de divisas suponen transacciones con el euro que no alcanzan el 5% del total, mientras que con el dólar ese porcentaje se

supera en los tres años de encuestas del siglo XXI, superando el 10% en 2007.

4. Conclusiones

A lo largo de este estudio respecto al mercado de divisas español en el período 1989-2007, con referencias a la situación mundial del euro, podemos destacar las siguientes conclusiones: en primer lugar, la normativa española en materia de control de cambios, siendo muy restrictiva tradicionalmente, conoció una mayor libertad desde principios de los años ochenta, y de forma más ostensible a partir de los noventa por la incorporación de las disposiciones comunitarias en este ámbito. Esto supone que la legislación española no ha supuesto un freno para el desarrollo de este mercado en todo este período de tiempo.

En segundo lugar, el mercado español es de tamaño reducido en el conjunto del mundial, pues supone algo menos del 0,5% de éste, con una clara disminución en los últimos años, derivada, en gran medida, de la creación del euro y, por tanto, de la desaparición de las monedas que en él se integran, que constituían una parte significativa de las transacciones con la moneda nacional dado nuestro mayor volumen de comercio con los países integrados en la UEME.

En tercer lugar, se trata de un mercado que presenta un elevado grado de concentración, desde diferentes perspectivas: por un lado, porque, en el período de la peseta, las ocho primeras entidades participantes en la encuesta alcanzaban una cuota de casi el 70% del mercado (casi el 80% en 1998), y que en 2007, las tres primeras, favorecido además por los procesos de concentración bancaria vividos en España, alcanzaban un porcentaje superior al 75%. Por otro, porque existe un predominio de operaciones entre la peseta (o el euro) con el dólar, o, en menor medida, de la peseta con el marco antes de la moneda única europea. De hecho, en la última encuesta efectuada, como reflejo de la situación general, las transacciones euro / dólar suponen prácticamente el 90% de las que se producen con el euro en el mercado español.

En cuarto lugar, la divisa más negociada en el mercado español es el dólar, seguido en importancia por el euro, que, no obstante, pierde algo de relevancia en 2007. Este predominio del dólar se produce durante todo el período de encuestas salvo en 1992, año en el que la peseta tuvo un volumen de transacciones mayor que la divisa americana.

Finalmente, alcanzan una gran relevancia las operaciones transfronterizas, que suponen el 70% en 1995 y casi el 90% en 2007, lo que pone de manifiesto la falta de

contrapartidas de divisas en nuestro país para atender las demandas en el mercado.

Bibliografía

- ALZOLA, J. L. (1989), "El mercado de divisas en España: volumen y composición", Boletín Económico, Banco de España, septiembre.
- ALZOLA, J. L. y PÉREZ, C. (1992), "El mercado de divisas en España en 1992", Boletín Económico, Banco de España, octubre.
- (1995), "El mercado de divisas en España en 1995", Boletín Económico, Banco de España, octubre.
- Banco de España (1998), "El mercado de divisas en España, en 1998", Boletín Económico, Banco de España, octubre.
- Bank of International Settlements, *Triennial Central Bank Survey*, Basilea, varios años.
- CALVO, A. y PAÚL, J. "El mercado mundial de divisas: evolución, volumen y composición", en prensa.
- GALATI, G. (2001), "Why has global FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey", BIS Quarterly Review, December.
- GALATI, G. y HEATH, A. (2007), "What drives growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey", BIS Quarterly Review, December.
- GALATI, G. y MELVIN, M. (2004), "Explaining the surge in FX turnover", BIS Quarterly Review, December.