

Aumento de la actividad con divisas: explicación a través de la encuesta trienal de 2004²

La encuesta trienal de 2004 muestra un aumento de la actividad tradicional con divisas, que podría haber estado motivada por las estrategias de carry trade (basadas en la especulación) y las de momentum (que consisten en seguir la dinámica de los precios de los activos para identificar oportunidades de batir las expectativas de revalorización del mercado) por parte de inversionistas institucionales y agentes apalancados, movidos en gran medida por una búsqueda global de rentabilidad.

Clasificación JEL: F31, C42.

La Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre el Mercado de Divisas y Derivados realizada en 2004 señala un repunte de la actividad en los mercados tradicionales de divisas³. En abril de 2004, el volumen de negociación medio ascendió a 1,9 billones de dólares, lo que supone un aumento del 57% a tipos de cambio actuales y del 36% a tipos de cambio constantes⁴. Dicho aumento contrarresta con creces el descenso de actividad que se produjo entre 1998 y 2001⁵.

El volumen de negociación creció entre los distintos instrumentos y tipos de contraparte. La actividad de entidades bancarias con clientes financieros aumentó considerablemente, con lo que se incrementó su porcentaje en el volumen total desde el 28% al 33%⁶, al igual que ocurrió con la actividad

² Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las del BPI o las de *Arizona State University*. Nos gustaría agradecer las labores de investigación con las que han contribuido Paola Gallardo, Andrew Jameson, Michela Scatigna, Jhuvesh Sobrun y Karsten von Kleist.

³ La encuesta se realizó en abril de 2004 entre 52 bancos centrales y autoridades monetarias. En ella se recogen datos sobre el volumen de negociación en los mercados tradicionales de divisas (contado, a plazo y *swaps* de divisas) así como la actividad extrabursátil con derivados sobre divisas y sobre tipos de interés.

⁴ La considerable depreciación del dólar entre 2001 y principios de 2004 explica la gran diferencia entre el volumen de negociación a tipos de interés constantes y actuales.

⁵ La mayoría de los mercados había anticipado un aumento de la actividad (véase el 74º Informe Anual del BPI de 2004).

⁶ La encuesta trienal recoge estadísticas de las entidades declarantes al BPI, no de grupos bancarios.

interbancaria entre 2001 y 2004, aunque su contribución al total pasó del 59% en 2001 al 53% en 2004, muy por debajo del 64% alcanzado a mediados de la década de los 90. Por su parte, la actividad de los bancos con sus clientes no financieros aumentó ligeramente hasta el 14%⁷.

Algunos de los factores que en el pasado influyeron en las oscilaciones del volumen de negociación continúan siendo relevantes en la actualidad, si bien han entrado en juego nuevos factores que resultan más determinantes a la hora de explicar el reciente aumento de la actividad. Entre 1998 y 2001, el mercado cambiario experimentó un profundo descenso de sus niveles de actividad, a la que sin duda contribuyeron la introducción del euro, la consolidación del sector bancario, la expansión de la negociación electrónica, las fusiones corporativas y los acontecimientos de 1998, caracterizados por una mayor aversión al riesgo y un descenso generalizado de liquidez. Algunas de estas tendencias persisten en la actualidad, como son la consolidación de la banca y el desarrollo de la intermediación electrónica, si bien ahora se consideran menos relevantes que en 2001⁸.

El aumento de la actividad entre 2001 y 2004 es probable que se debiera a una serie de factores relacionados. En primer lugar, la presencia de tendencias bien diferenciadas y de una mayor volatilidad en los mercados cambiarios favorecieron las inversiones en aquellas divisas que mostraron una tendencia alcista persistente. También hay que destacar un aumento de las operaciones de cobertura, lo que favoreció aún más la contratación de divisas. En segundo lugar, los diferenciales entre tipos de interés fomentaron inversiones en divisas de alto rendimiento, financiadas mediante posiciones cortas en otras monedas con menor remuneración, sobre todo cuando las monedas adquiridas, como el dólar de Australia, tendieron a apreciarse frente a las monedas de compra, como el dólar de Estados Unidos. Estas estrategias repercutieron a su vez en el precio de las divisas y fomentaron secuencias u oscilaciones cambiarias prolongadas. Asimismo, en un contexto de búsqueda generalizada de rentabilidades, los llamados "*real money managers*"⁹, así como los inversionistas apalancados, se mostraron cada vez más interesados en las divisas como alternativa a la renta fija y variable. Este artículo monográfico analiza minuciosamente la influencia de dichos factores.

⁷ Aunque el volumen total y las partes contratantes han cambiado sustancialmente, la composición de divisas y la distribución geográfica han permanecido estables.

⁸ Por ejemplo, la cuota de mercado que representa la negociación electrónica parece estable desde la encuesta de 2001.

⁹ El término "*real money managers*" hace referencia a inversionistas que aportan capital propio, como pueden ser los fondos de pensiones, compañías de seguro y tesorerías corporativas. Los inversionistas apalancados, como los fondos de cobertura (*hedge funds*) invierten con dinero en su mayoría prestado.