



Corrección de los desequilibrios macroeconómicos españoles

Bancos desconocidos

En preparación

- La evolución del comercio exterior por características de la empresa

Las opiniones expresadas en el BICE son de exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan, necesariamente, los puntos de vista de Información Comercial Española

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD

NÚMERO 3069

Directora

Ana de Vicente Lancho

Secretario de Redacción

Juan José Otamendi García-Jalón

Jefa de Redacción

Pilar Buzarra Villalobos

Redacción: Carmen Fernández de la Mora y M^a Ángeles Luque Mesa. **Consejo de Redacción:** Antonio M^a Ávila, José M^a Fernández, Luis Fuentes, Rafael Fuentes, José C. García de Quevedo, Francesc Granell, Silvia Iranzo, Alicia Montalvo, Vicente Montes Gan, María Naranjo, Ödön Pálla, Fco. Javier Parra, Eva Povedano, Remedios Romeo, Francisco Javier Sansa, Cristina Serrano. **Logo y diseño general:** Manuel A. Junco. **Portada:** Eduardo Lorenzo. **Edición y Redacción:** Paseo de la Castellana, 162, planta 12. Teléfono: 91 349 31 90. www.revistasICE.com
Distribución y suscripciones: 91 603 79 97/93, distribucionpublicaciones@mineco.es

Índices de impacto en IN-RECS

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley.

La Editorial, a los efectos previstos en el art. 32.1 párrafo 2 del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquier fragmento de esta obra sea utilizado para la realización de resúmenes de prensa. La suscripción a esta publicación tampoco ampara la realización de estos resúmenes. Dicha actividad requiere una licencia específica. Dirijase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra, o si quiere utilizarla para elaborar resúmenes de prensa (www.conlicencia.com <<http://www.conlicencia.com>>; 91 702 19 70 / 93 272 04 47).

Coordinador de la edición: S.G. Evaluación de Instrumentos de Política Comercial. Secretaría de Estado de Comercio

Editor: Secretaría General Técnica

Maquetación: DAYTON, SA

Impresión: Centro de Impresión Digital y Diseño de la Secretaría de Estado de Comercio

Papel exterior: ecológico estucado brillo

Papel interior: 80 g ecológico FSC/TCF

ECPMINECO: 1.ª ed./ 4001115

EUAEVF: 7€ + IVA

D.L.: M-30-1958

NIPO: 720-15-003-8

eNIPO: 720-15-004-3

ISSN: 0214-8307

eISSN: 2340-8804

Catálogo general de publicaciones oficiales

<http://publicacionesoficiales.boe.es>



S U M A R I O

		En portada
Subdirección General de Análisis Macroeconómico y Coordinación Internacional	3	La corrección de los desequilibrios macroeconómicos de la economía española en el marco de la Unión Europea
Subdirección General de Instituciones Financieras Multilaterales	17	Los bancos desconocidos
		Colaboraciones
José Miguel Andreu	27	Crecimiento incontrolado del empleo en el periodo 1996-2007. Evaluación y consecuencias
Mercedes Alda García Ana García Taboada e Isabel Marco Sanjuán	35	Aparición y crecimiento de los ETF en España. Una interesante inversión alternativa poco conocida en tiempos de crisis
Máximo Santos Miranda	49	La crisis de la banca europea. El caso particular del sistema bancario de Montenegro

LA CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL MARCO DE LA UNIÓN EUROPEA

La prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos constituye una de las piedras angulares del nuevo marco de gobernanza económica del euro. El cuadro de indicadores o *scoreboard* es una herramienta sencilla y práctica para identificar desequilibrios, cuya validez depende crucialmente de la lectura económica que se haga de los indicadores. Supone un importante hito dentro del nuevo procedimiento de supervisión de desequilibrios macroeconómicos aunque deberá afrontar importantes desafíos a medio y largo plazo. Dentro de este nuevo marco institucional, España ha logrado corregir en los últimos años la mayor parte de los desequilibrios acumulados en la última fase expansiva. Tanto los indicadores flujo como la variación de los indicadores fondo progresan en la dirección correcta, aunque algunos de los abultados saldos acumulados durante el anterior periodo de expansión requerirán más tiempo para corregirse.

Palabras clave: gobernanza económica, supervisión de desequilibrios macroeconómicos, *scoreboard*, indicador, umbral.

Clasificación JEL: D50, E30, E61.

1. Introducción

A finales de 2011 entró en vigor una reforma en profundidad del gobierno económico de la UE, conocida como el *Six Pack*. Además de reforzar la supervisión fiscal, la regulación aprobada introdujo un nuevo procedimiento de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos (Macroeconomic Imbalances Procedure, en adelante MIP). Con este paso se reconocía que los Estados miembros habían acumulado desde la creación del euro importantes divergencias en sus patrones de crecimiento que dificultaban el buen funcionamiento de la Unión Monetaria.

La regulación comunitaria define un desequilibrio como cualquier tendencia macroeconómica que afecte o pueda afectar adversamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la Unión Monetaria o del conjunto de la Unión Europea. Estos desequilibrios pueden ser: internos, tales como el endeudamiento público y privado, el desempleo o el aumento excesivo del precio de determinados activos, como la vivienda; o externos, que incluyen la evolución de la cuenta corriente, de la posición de inversión internacional, de la competitividad-precio y de la competitividad-no precio, medida mediante cuotas de exportación.

Inspirándose en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el nuevo procedimiento consta de una parte preventiva, de identificación y reducción de los desequilibrios macroeconómicos excesivos, y de otra correctiva, en la que se recoge la posibilidad de ▷

*. Ministerio de Economía y Competitividad. Este artículo ha sido elaborado por Eduardo Aguilar García, Jorge Dajani González, Carolina Mateos Bustamante, Álvaro Pastor Escribano y Francisco Javier Sansa Torres, Técnicos Comerciales y Economistas del Estado.

Versión de noviembre de 2015.

imponer sanciones en caso de incumplimiento a países de la zona euro.

La parte preventiva se inicia con un mecanismo de alerta temprana destinado a identificar qué Estados miembros presentan indicios de desequilibrios. Este mecanismo se apoya en un cuadro de indicadores, el llamado *scoreboard*, con umbrales indicativos para once variables que la Comisión Europea fijó, como regla general, en los cuartiles superiores y/o inferiores de las distribuciones de los valores de cada indicador. Este mecanismo es un primer filtro para identificar qué países podrían tener desequilibrios excesivos y cuáles podrían ser sus causas. Aquellos países con un número significativo de indicadores excediendo los umbrales son sometidos a un análisis en profundidad que valora, en detalle, la gravedad de los desequilibrios mediante el uso complementario de otras variables y determina las vías para resolverlos. Aunque el estudio es competencia de la Comisión Europea, corresponde al Consejo ECOFIN concluir si el desequilibrio es excesivo y, en tal caso, iniciar la parte correctiva, que obliga al país a presentar un plan de acción cuya insuficiencia o incumplimiento pueden acarrear sanciones.

Hasta la fecha no se ha activado el Procedimiento de Desequilibrios Excesivos para ningún país, a pesar de que en febrero de 2015 la Comisión consideró que cinco países (Francia, Italia, Portugal, Bulgaria y Croacia) tenían desequilibrios excesivos. En esa misma fecha, la Comisión puso de manifiesto que España, Irlanda y Eslovenia tienen desequilibrios no excesivos pero que requieren una supervisión específica y medidas firmes de política económica. En este artículo se analiza la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de la economía española, utilizando como guía el cuadro europeo de indicadores de alerta temprana y los últimos datos disponibles en noviembre de 2015.

2. Desequilibrios externos

2.1. Cuenta corriente y posición de inversión internacional

Estos dos indicadores, los principales para evaluar la situación exterior de una economía, deben

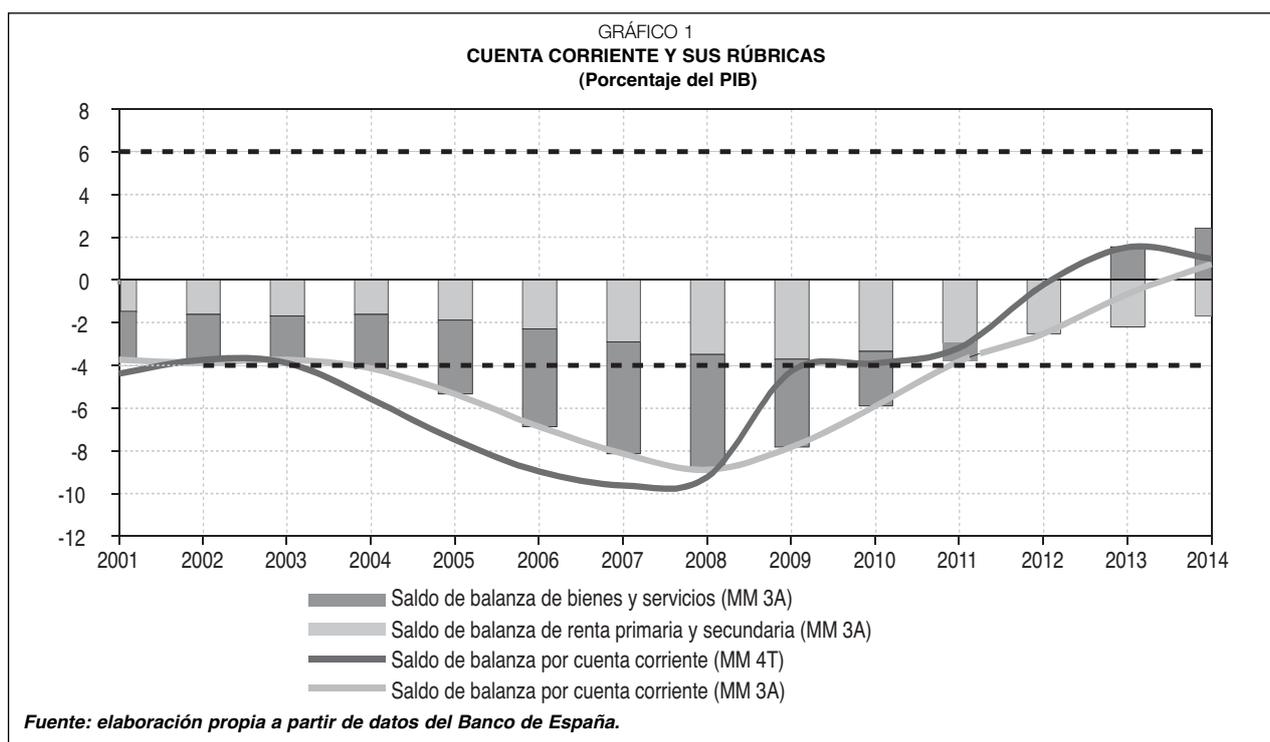
analizarse de forma conjunta para una correcta interpretación de los potenciales desequilibrios externos. Así, mientras que el saldo por cuenta corriente es el principal determinante de la capacidad o necesidad de financiación de una economía¹ y provee importante información sobre las transacciones económicas de un país con el resto del mundo en un determinado año, la posición de inversión internacional neta² puede considerarse como la variable *stock* asociada a la evolución acumulada de esta capacidad o necesidad de financiación, permitiendo un análisis detallado sobre la posición financiera de una economía. Al analizar conjuntamente ambos conceptos se puede realizar un análisis *stock-flujo* que permita una evaluación más completa de las vulnerabilidades externas de un país. En esta evaluación ha de tenerse en cuenta que no todos los desequilibrios por cuenta corriente son necesariamente excesivos. Por ejemplo, un déficit por cuenta corriente podría ser deseable si responde a cambios estructurales de la economía, como sería el caso de una economía en proceso de desarrollo en la que la entrada de capital exterior permita explotar eficientemente oportunidades de inversión. Por el contrario, un déficit por cuenta corriente puede ser síntoma de desequilibrio excesivo si pone en riesgo la sostenibilidad de la deuda exterior³.

El indicador de cuenta corriente utilizado en el MIP se calcula como una media móvil de los últimos tres años, lo cual dificulta el uso de esta variable para detectar la generación de desequilibrios externos en una fase inicial pero a cambio permite evitar falsas alarmas ante saldos anuales puntualmente anormales. La Comisión estableció dos umbrales indicativos situados en el 6 y -4 por 100 del PIB. Este doble umbral refleja el riesgo que conlleva para la estabilidad macroeconómica de una unión monetaria la atonía de la inversión en algunos de sus Estados miembros, ▷

¹ La capacidad o necesidad de financiación se obtiene mediante la suma del saldo de la cuenta corriente y del saldo de la cuenta de capital.

² La posición de inversión internacional neta es la diferencia entre los activos y los pasivos financieros de un país frente al exterior.

³ La deuda exterior es la parte exigible de los pasivos frente al exterior de la posición neta de inversión internacional.

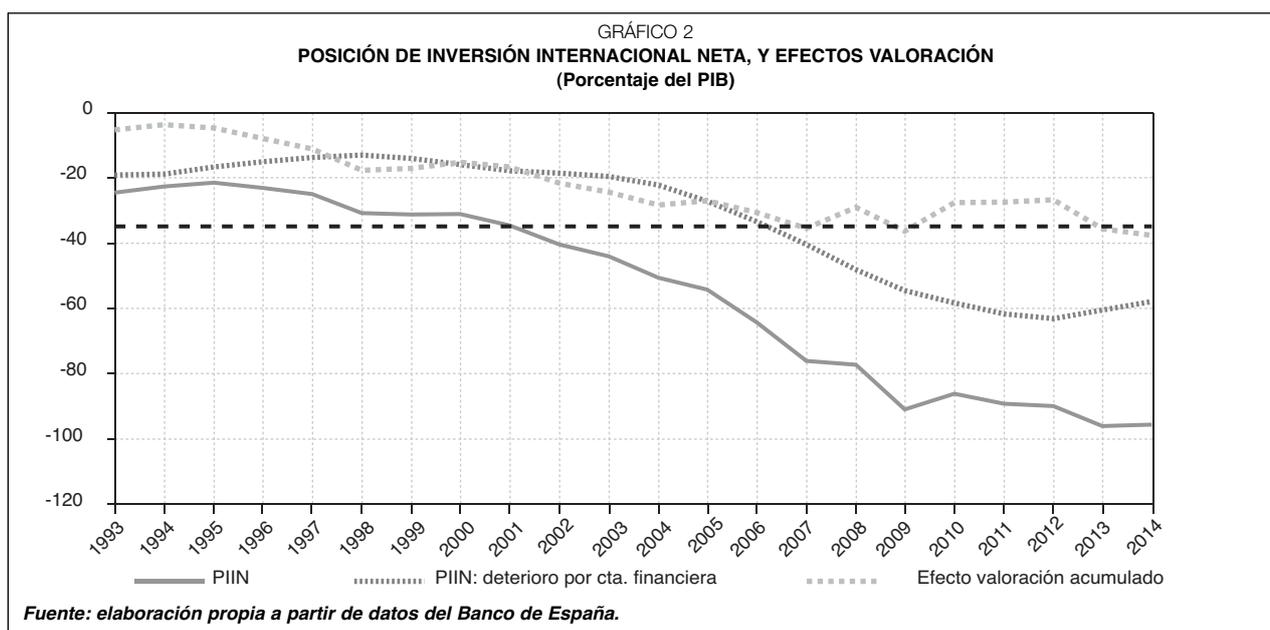


pero también la asimetría, en cuanto a potenciales riesgos se refiere, entre una situación de excesivo ahorro nacional o insuficiente inversión y una situación alternativa de falta de ahorro o de excesiva inversión. No obstante, se consideraría más apropiado analizar la capacidad o necesidad de financiación para estudiar la vertiente flujo de los desequilibrios exteriores, pues de esta forma se incorporaría al análisis sobre los riesgos potenciales de los déficits exteriores el impacto de la cuenta de capital. Pese a que su saldo es en general pequeño en porcentaje del PIB, la información que aporta es ciertamente relevante en el marco de la Unión Europea. De hecho, las transferencias de capital mediante fondos europeos estructurales han jugado un importante papel en el proceso de convergencia de muchas economías europeas, España incluida, permitiendo financiar en parte los déficits por cuenta corriente generados durante el proceso de convergencia o *catching-up*.

El indicador de la Posición Neta de Inversión Internacional (en adelante PIIN) refleja la diferencia entre activos y pasivos financieros del país frente al exterior y su umbral se fija en el -35 por 100 del PIB. Dicho nivel resulta sin embargo criticable. Primero, porque queda muy marcado por los datos disponibles hasta 2007, pero sobre todo

porque la evidencia empírica sobre cuál es el nivel de activos financieros netos que pone en riesgo la sostenibilidad externa de una economía es escasa y en cierto modo engañosa. En efecto, la vulnerabilidad exterior no solo depende del nivel sino ante todo de la composición de las distintas clases de activos y pasivos financieros que conforman la PIIN tanto en términos de vencimiento como de riesgo. Por ello, el estudio debería enriquecerse con un indicador de deuda externa bruta⁴. Como se aprecia en el Gráfico 1, en España el indicador de cuenta corriente del MIP ha registrado una gran corrección desde 2009 hasta cerrar 2014 en el 0,7 por 100 del PIB (primera vez desde la entrada en el euro que el país registra un valor positivo de este indicador), fruto de una moderación del déficit de bienes y servicios, que se torna en un superávit creciente a partir de 2012, así como de una disminución del déficit de la balanza de la renta primaria y secundaria desde 2009. Si el análisis se completa con el estudio del saldo anual de la balanza por cuenta corriente, se observa una estabilización del superávit, que en ▷

⁴ La deuda externa bruta considera solo los pasivos financieros brutos de los residentes en España con el exterior en forma de efectivo y depósitos, títulos de deuda y préstamos.



el segundo trimestre de 2015 se situó en el 1,4 por 100 del PIB.

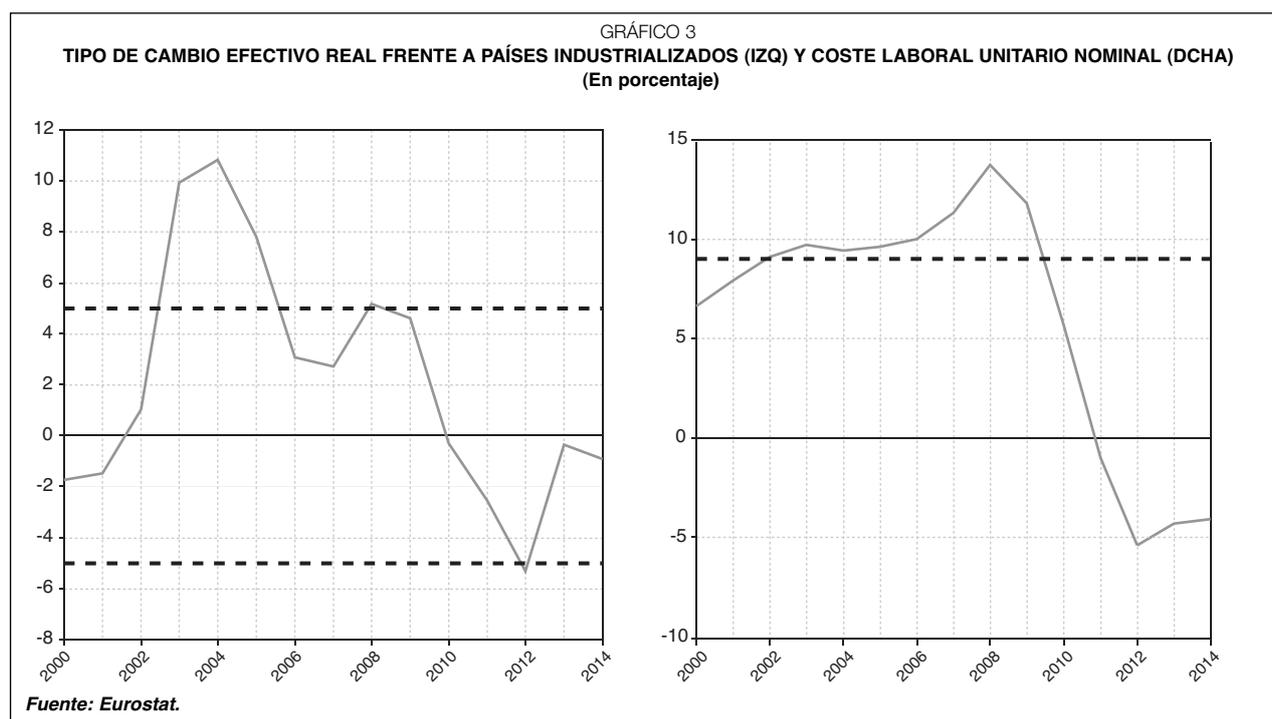
Por su parte, la Posición de Inversión Internacional Neta superó en el año 2000 el umbral que el MIP establece para determinar este desequilibrio como excesivo (-35 por 100 del PIB), y en el segundo trimestre de 2015 se situó en el -92,6 por 100 del PIB. Sin embargo, para una correcta interpretación de este desequilibrio, hay que tener en cuenta que la variación de la PIIN viene determinada no sólo por los flujos de la cuenta financiera de la balanza de pagos sino que también influyen los efectos valoración. Estos obedecen fundamentalmente a variaciones en los tipos de cambio y a las dinámicas de precios de activos y pasivos externos. Tal y como se observa en el Gráfico 2, los efectos valoración han tendido a deteriorar la PIIN española en el acumulado de los últimos 20 años debido a la apreciación del euro y a la mejor evolución relativa de los mercados financieros españoles. Aunque entre 2008 y 2012, a causa de la crisis financiera, los efectos valoración ayudaron a estabilizar el deterioro de la PIIN, a partir de 2013 la mejor evolución de la bolsa española y la revalorización de los títulos de deuda, por el descenso de los tipos de interés, han hecho que los efectos valoración recuperen la tendencia de los años pre-crisis. No obstante, lejos de agravar la vulnerabilidad

exterior, el aumento del saldo deudor de la PIIN por los efectos valoración refleja los fundamentos de la economía española y, por tanto, la capacidad para hacer frente a los pagos al exterior. Esta paradoja resalta la necesidad de evaluar con detalle las distintas partidas de la PIIN para su correcta interpretación.

Además, como veíamos, el análisis ha de completarse con el estudio de la deuda externa bruta, que en 2014 ascendió al 166,2 por 100 del PIB. Aunque esa elevada cuantía hará necesario que la economía registre superávits corrientes durante los próximos años, los pasivos presentan un sesgo creciente hacia el largo plazo desde 2012 y el coste de financiación ha caído significativamente desde esa fecha, lo que permite matizar las conclusiones que se podrían obtener de una lectura inicial de la PIIN.

2.2. Indicadores de competitividad

La acumulación de déficits por cuenta corriente y el deterioro de la PIIN son, en gran parte, consecuencia de la pérdida de competitividad de una economía. En este sentido, detectar estos deterioros de competitividad se antoja fundamental para ▷



anticipar las fluctuaciones en la balanza de bienes y servicios (principal componente por regla general de la cuenta corriente). Pese a que no existe una definición única sobre cómo medir la competitividad, existe cierto consenso en distinguir entre competitividad-precio y competitividad-no precio.

El *scoreboard* del MIP recoge dos indicadores para evaluar los principales determinantes de la competitividad precio de un país, con distintos umbrales para los Estados miembros de la zona euro y los Estados miembros de la Unión Europea pero no de la zona euro. El indicador de costes laborales unitarios (que se calcula como la tasa de variación a tres años de los costes laborales unitarios nominales) refleja los cambios en la competitividad que se derivan de la estructura de costes de una economía. Así, un aumento de los costes laborales unitarios (en adelante CLU) implica que los costes laborales han crecido más que la productividad del factor trabajo. Un crecimiento de los CLU de un país persistentemente mayor que el de sus socios supone, a largo plazo, una amenaza para la competitividad de costes de una economía si el coste del capital no se ajusta en compensación. Dicho indicador adquiere especial relevancia en una unión

monetaria puesto que, ante divergencias de competitividad entre Estados miembros, el riesgo de *shocks* asimétricos se acrecienta dificultando el funcionamiento del área monetaria, como indica la evolución del indicador en el caso de España. Como muestra el Gráfico 3 (derecha), durante la primera década de los años 2000, España registró una notable pérdida de competitividad-precio frente al resto de Estados miembros del euro, lo que contribuyó al deterioro de la cuenta corriente y de la PIIN. A raíz de la crisis, España inició un periodo de corrección enlazando varios años con caídas del indicador (los costes laborales unitarios nominales presentaban en 2014 un descenso del 3,9 por 100 respecto a 2011) que ha facilitado el ajuste del déficit por cuenta corriente.

Además de la evaluación de la competitividad precio a través los costes relativos de producción, el indicador de tipo de cambio efectivo real (TCER) del MIP (que se calcula como la tasa de variación a tres años del tipo de cambio anual medio frente a 42 países industrializados deflactado por el IPC) puede interpretarse como la presión que los precios internacionales de los principales socios comerciales de un país ejercen sobre los productores ▷

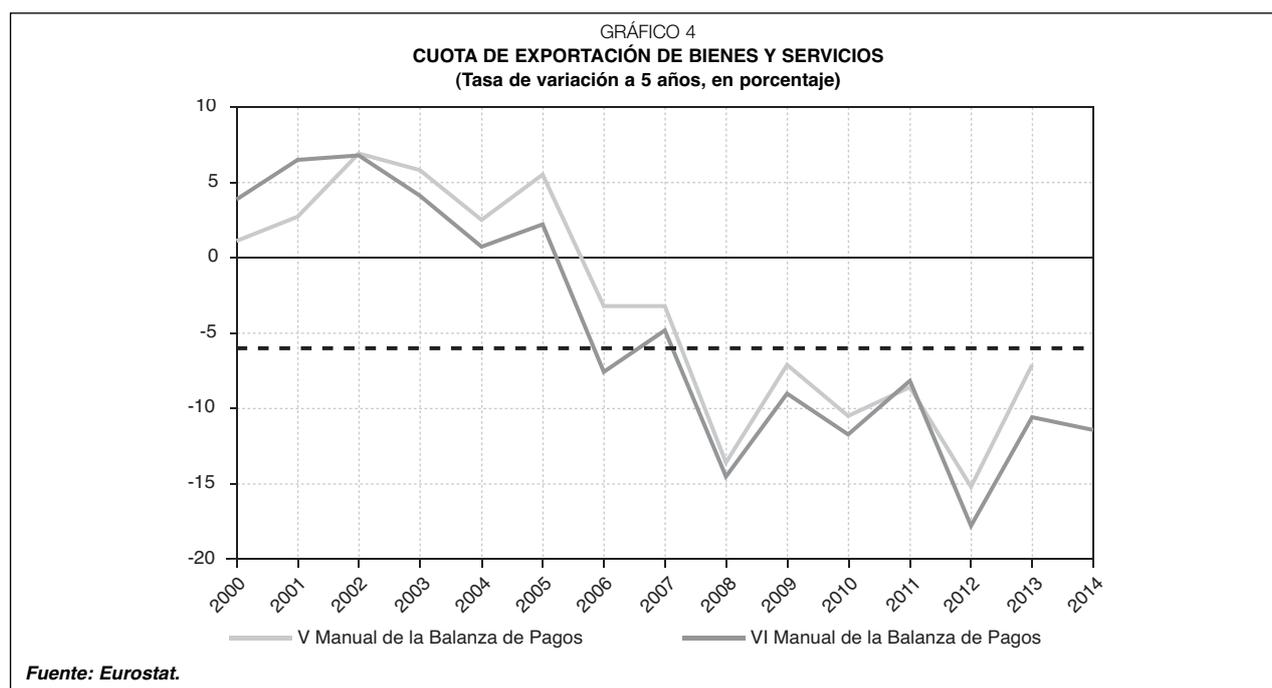
nacionales. En este caso, la Comisión acertadamente incluyó un umbral superior y uno inferior puesto que, si bien es cierto que una apreciación excesiva del TCER puede generar importantes pérdidas de competitividad al indicar que los precios han crecido por encima de lo que lo ha hecho la productividad nacional sin que se produjera a cambio una compensación del tipo de cambio nominal, no lo es menos que una depreciación excesiva pueda señalar problemas relacionados con la atonía de la demanda nacional, así como riesgos deflacionistas de la economía. Finalmente, el seguimiento del indicador TCER es igualmente oportuno respecto al objetivo de alerta temprana de potenciales desequilibrios puesto que la evolución del TCER es un buen predictor de futuras crisis económicas. El Gráfico 3 (izquierda) muestra cómo desde 2009 el TCER en España ha ayudado a mejorar la competitividad de los productos nacionales (el tipo de cambio efectivo real se ha depreciado un 9,5 por 100 desde entonces). Hasta finales de 2012, la mejora de la competitividad se debió fundamentalmente al componente del tipo de cambio nominal, pues el índice de precios relativos apenas mejoró. Sin embargo, en 2013 y comienzos de 2014 el tipo de cambio efectivo nominal se apreció sensiblemente, mientras que el IPC ejerció de contrapeso. Desde mediados de 2014, la menor inflación y sobre todo la depreciación del euro han permitido continuar recuperando competitividad exterior.

Más complicado resulta la medición del concepto de competitividad-no precio, puesto que se basa fundamentalmente en intangibles. Por ello, una de las maneras más utilizadas es la de recurrir a un indicador *ex post* de la competencia entre productos de distintos países como es la cuota de exportación. El indicador cuota de exportación (que se calcula como la tasa de variación a 5 años del peso del valor de las exportaciones de bienes y servicios de una economía en el comercio mundial de bienes y servicios) captura los cambios estructurales de competitividad cuyo origen se encuentra en factores que no se pueden explicar por la simple evolución de la competitividad precio tales como políticas de imagen y marca, la diferenciación

y calidad de los productos exportados así como otros elementos que generan valor añadido más allá de la simple estructura de costes y precios. Por consiguiente, la lectura conjunta del indicador de cuota de exportación junto con la dinámica de los indicadores de competitividad-precio ofrece una visión muy completa del desempeño de las exportaciones de una economía.

Conviene subrayar dos limitaciones que con el tiempo han ido afectando gravemente la interpretación de este indicador. La primera reside en que la variable utilizada recoge datos nominales, por lo que no elimina el comportamiento de los precios relativos de las exportaciones y enmascara el componente estructural. La elección de datos en valor responde a una cuestión puramente técnica. A día de hoy los deflatores para el comercio de servicios son aún poco fiables, poniendo de relieve la necesidad de un esfuerzo para mejorar estas estadísticas a nivel global pues el comercio de servicios va adquiriendo con el tiempo mayor importancia.

La segunda limitación está relacionada con el umbral fijado en el *scoreboard*. Como en el caso de la mayoría de indicadores, la Comisión usó un criterio estadístico estableciendo el umbral en el cuartil inferior de la distribución de valores. Sin embargo, la irrupción de nuevas economías emergentes, en particular China, en el comercio internacional a lo largo de los últimos años, ha provocado una reducción generalizada de las cuotas de exportación de los Estados miembros, pese a que algunos de ellos han registrado una buena evolución de sus exportaciones en los últimos años. España ilustra a la perfección esta tendencia. A pesar del buen comportamiento de sus exportaciones (que en términos reales han crecido anualmente un 4,3; 4,2 y 5,5 por 100 en 2013, 2014 y hasta el segundo trimestre de 2015 respectivamente), la cuota española en la exportación mundial de bienes y servicios descendió un 11,5 por 100 (del 2,17 al 1,92 por 100) entre 2009 y 2014, superando por mucho el umbral considerado como desequilibrio excesivo. Sin embargo, entre los grandes exportadores de la UE-15, sólo Alemania ▷



presenta una mejor evolución en este indicador entre 2000 y 2014.

A esta importante limitación del umbral se une, además, el cambio metodológico al Sexto Manual de la Balanza de Pagos, que ha conllevado una revisión significativa a la baja de las exportaciones y, con ella, de la cuota de la mayoría de países europeos a la espera de que la totalidad de países completen la transición a la nueva metodología.

Como resultado de todo esto, el umbral fijado hace unos años no sirve para discriminar entre los distintos países puesto que casi todos superan a día de hoy, y por un gran margen, el umbral del -6 por 100 fijado en el MIP. Una revisión de dicho umbral se antoja indispensable.

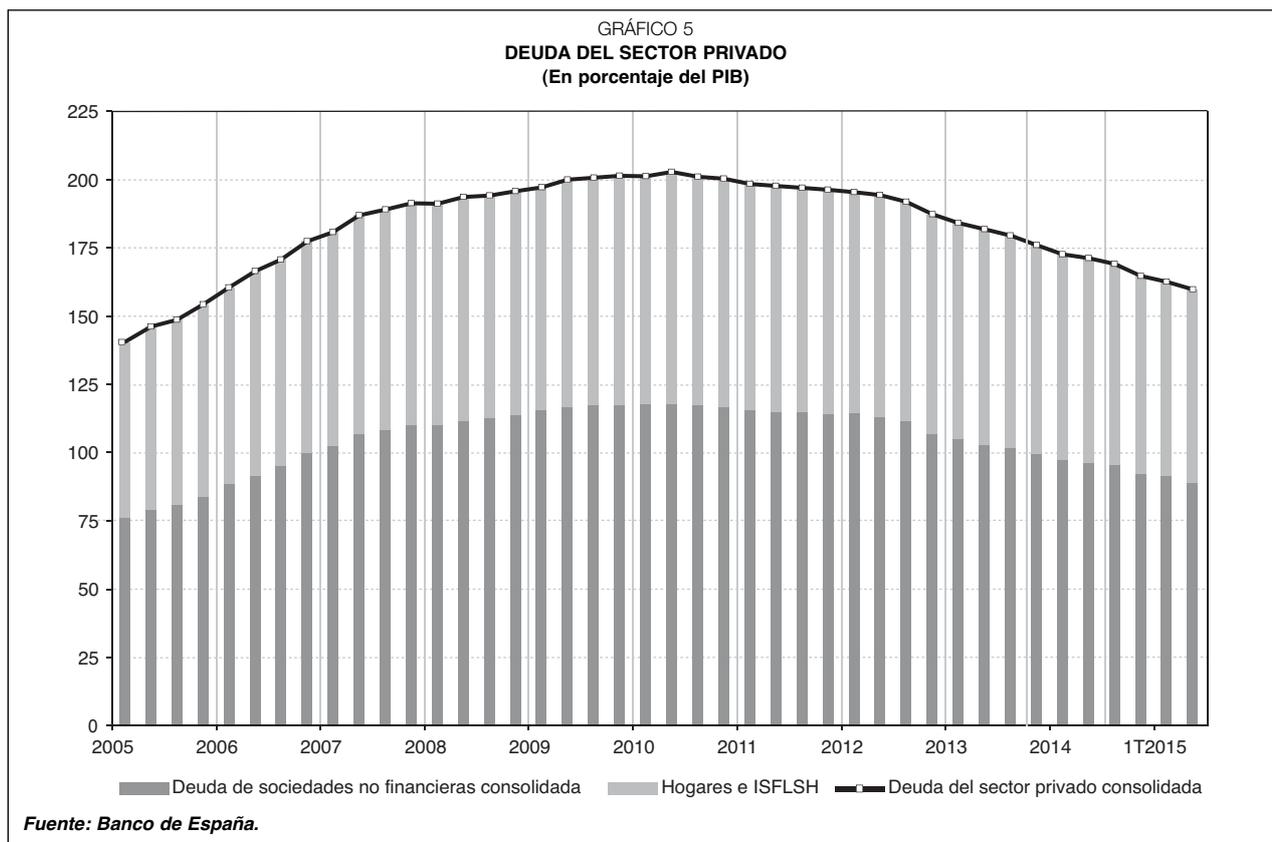
3. Desequilibrios internos

3.1. Deuda del sector privado y flujo de crédito

Si bien no existe evidencia empírica robusta sobre el nivel de deuda privada óptima de una economía, la reciente crisis financiera ha puesto de relieve que un nivel excesivo de deuda del sector

privado incrementa la vulnerabilidad de una economía e implica importantes riesgos para el crecimiento y la estabilidad financiera.

Con el objetivo de evaluar precisamente la vulnerabilidad del sector privado ante cambios del ciclo económico, el indicador del *scoreboard* recoge el *stock* de deuda privada consolidada del sector privado (compuesto por sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) en porcentaje del PIB y definido como la suma de préstamos y valores representativos de deuda. La utilización de datos de deuda privada en términos consolidados responde a la necesidad de distinguir entre dos tipos de préstamos intra-sector: los préstamos entre empresas de un mismo grupo y los préstamos entre compañías independientes del sector privado no financiero. Mientras que los préstamos intra-grupo son un mero reflejo de la estructura financiera y de las prácticas contables y/o fiscales de las corporaciones de cada país, la financiación entre sociedades no financieras independientes puede ser síntoma de posibles deficiencias en la intermediación financiera, generando fragilidades en el sector de las sociedades no financieras. A pesar de que en el contexto económico y financiero de los últimos años ▷

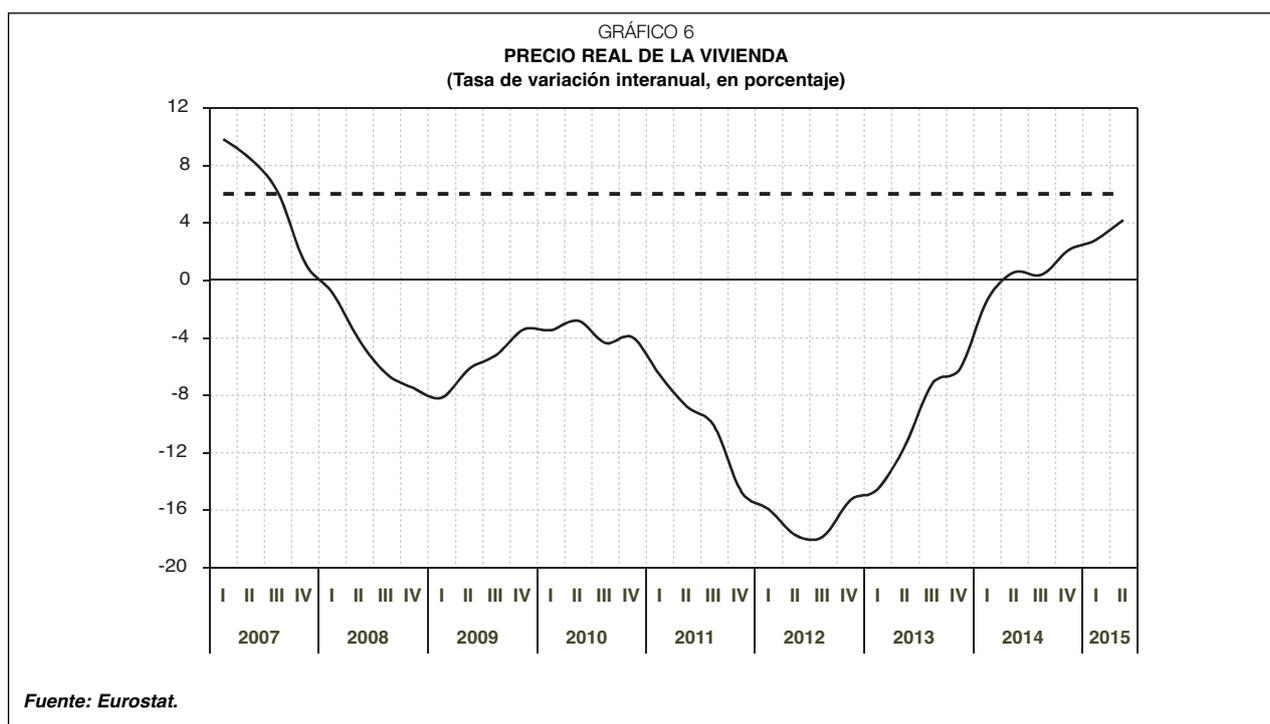


detectar estos problemas se ha convertido en uno de los ejes principales de actuación, a día de hoy no se dispone de estadísticas fiables para identificar las transacciones intra-grupo. Sin embargo, dado que diversos estudios sugieren que éstas constituyen la mayoría de los pasivos intra-sector, se opta por consolidar toda la deuda privada de las sociedades no financieras en poder de otras sociedades no financieras. Nótese, no obstante, que esta consolidación supone ignorar el efecto de los préstamos entre sociedades no financieras independientes.

Como se observa en el Gráfico 5, el fuerte crecimiento de la deuda privada en la década de los 2000 llevó al indicador a superar el umbral del MIP (133 por 100 del PIB) a mediados de 2004, y a convertirse en uno de los principales desequilibrios de la economía española. A partir de mediados de 2010 comienza un proceso de corrección acelerado. Así, aunque el nivel de deuda privada consolidada continúa constituyendo un desequilibrio, éste se ha reducido 43 puntos porcentuales entre el segundo trimestre de 2010 y el segundo trimestre

de 2015 hasta alcanzar el 159,5 por 100 del PIB en el segundo trimestre de 2015. En este proceso ha sido particularmente notable el desapalancamiento de las sociedades no financieras, que ha representado dos terceras partes del ajuste total.

El indicador del *scoreboard* de crédito al sector privado es el flujo de crédito neto consolidado en forma de valores de deuda y préstamos recibidos por sociedades no financieras y hogares. Al medirse en términos netos, dicho flujo refleja el valor de las nuevas operaciones realizadas en un periodo de tiempo menos el importe de las amortizaciones de créditos pasados satisfechas en ese mismo periodo. El flujo de crédito neto se situó en el -7,4 por 100 del PIB en 2014, muy por debajo del umbral del 14 por 100 del PIB que el MIP fija como desequilibrio macroeconómico. En el segundo trimestre de 2015, el indicador ha moderado su nivel hasta el -5,3 por 100 del PIB. Este indicador permite identificar expansiones excesivas de crédito, configurándose como una poderosa herramienta de predicción de burbujas de activos así como de futuras crisis financieras y bancarias. Por otra parte, ▷



se trata de una variable que puede retroalimentarse con los desequilibrios de la cuenta corriente. Más discutible es, no obstante, el umbral fijado en el 14 por 100 del PIB con base a criterios meramente estadísticos y con datos para el periodo entre 1995 y 2007. Al tratarse de un periodo en el que muchas economías experimentaron un crecimiento excesivo del crédito (fruto de la creación de la zona euro y de burbujas de activos inmobiliarios en muchas economías), la distribución de valores podría tener un sesgo al alza. Por otro lado, el indicador olvida los efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica de una caída persistente del flujo de crédito.

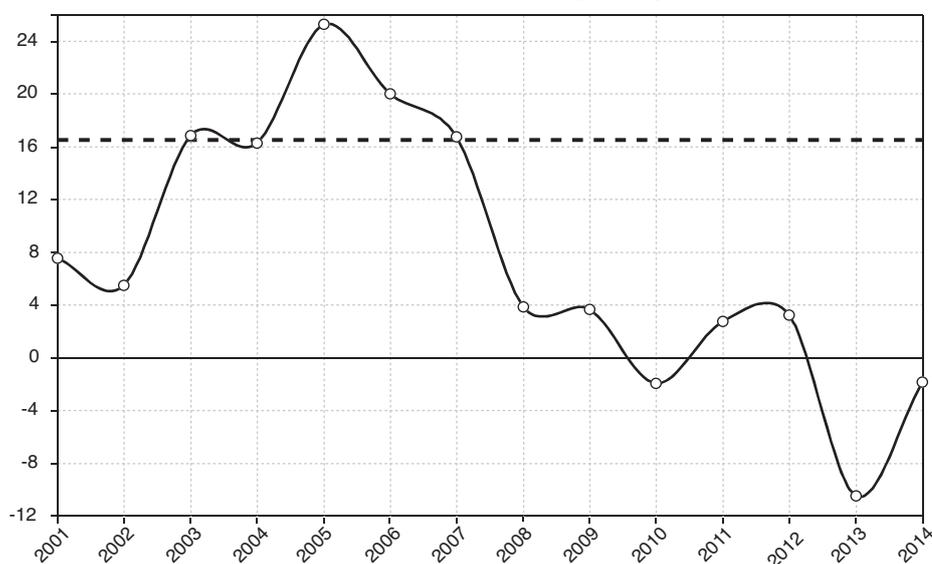
Para tener una visión más completa del estado del flujo de crédito en España, conviene complementar el indicador del crédito neto con un análisis del flujo bruto de nuevas operaciones. Así, se observa que el crédito nuevo de menos de un millón de euros a sociedades no financieras aumenta desde el cuarto trimestre de 2013 y el crédito nuevo a hogares crece desde el primer trimestre de 2014. Desde un punto de vista agregado, el crédito nuevo total al sector privado registra tasas interanuales de crecimiento entre enero y septiembre de 2015 superiores al 17 por 100.

3.2. Vivienda

El indicador del *scoreboard* asociado al mercado de la vivienda recoge la tasa de variación anual del índice de precios de la vivienda deflactado por el gasto en consumo final de los hogares e instituciones sin ánimo de lucro al servicio de los hogares. La Gran Recesión (especialmente virulenta en países donde la recesión coincidió con el final de burbujas de activos inmobiliarios) supone una muestra de que el seguimiento de la evolución de algunos activos reales resulta crucial. En efecto, las burbujas inmobiliarias y sus finales abruptos afectan a la economía real a través de una gran variedad de canales y pueden ser una fuente de inestabilidad macroeconómica. No obstante, conviene resaltar que una correcta interpretación de este indicador exige una lectura conjunta con otros indicadores de carácter financiero (como puede ser el flujo de crédito al sector privado) que permita identificar las burbujas de activos más peligrosas: aquellas impulsadas con una expansión excesiva del crédito, las denominadas *credit-driven bubbles*.

En el caso de España, el indicador habría ejercido correctamente su rol de alerta temprana ▷

GRÁFICO 7
PASIVOS DEL SECTOR FINANCIERO
(Tasa de variación anual, en porcentaje)



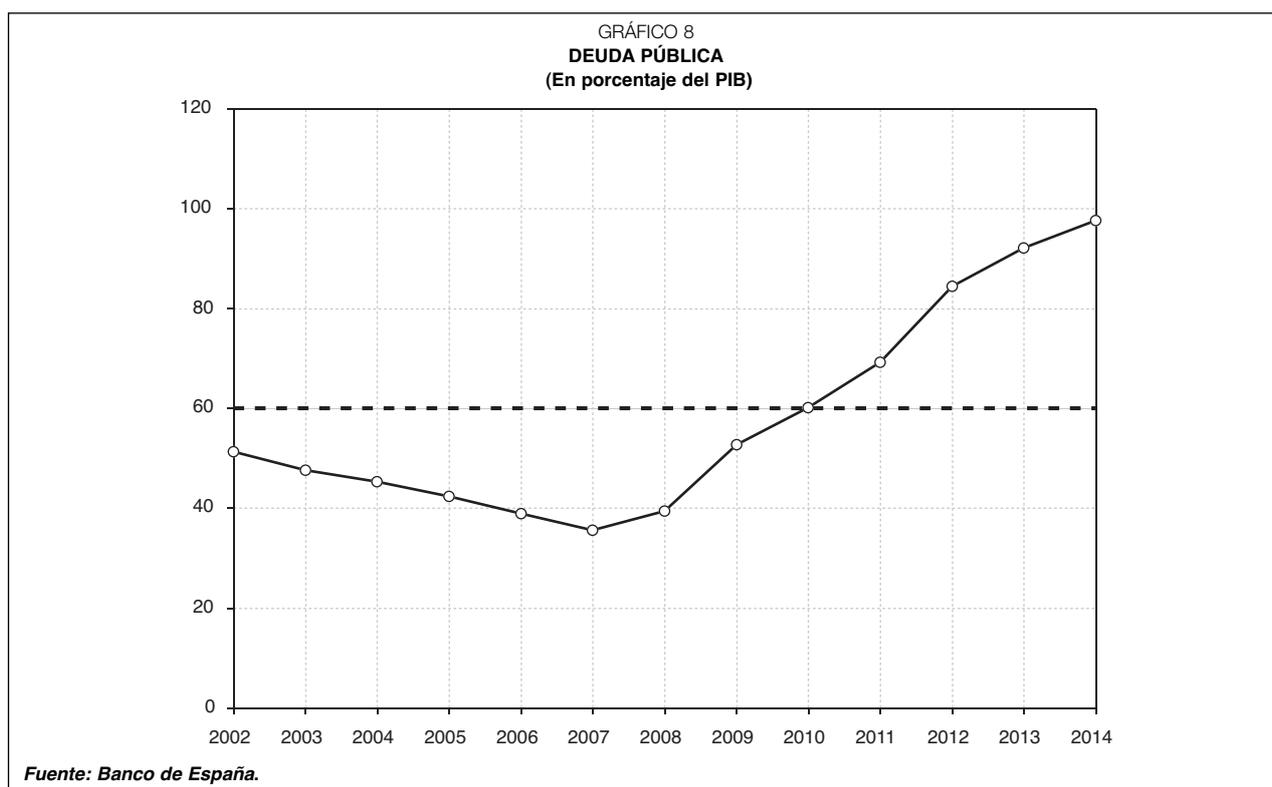
Fuente: Banco de España.

durante gran parte de la década de los 2000. Tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, el ajuste en el sector de la vivienda se ha visto reflejado en una fuerte corrección de precios, de forma que en 2013 el indicador se situó en el -11,6 por 100. Aunque 2014 ha visto lo que parece el fin de la corrección de precios en el mercado de la vivienda (con un aumento del precio real de la vivienda del 0,1 por 100), el indicador se sitúa todavía lejos del umbral del MIP, fijado en el 6 por 100 de crecimiento anual.

3.3. Sector financiero

En un primer momento, el panel de indicadores del MIP no incluía un indicador específico sobre el sector financiero pese a que recogía variables de carácter financiero a través de indicadores como el flujo de crédito o la deuda privada y pública. Sin embargo, en 2013 se introdujo un indicador para capturar mejor los vínculos entre la llamada economía real y el sector financiero, con el objetivo de detectar potenciales vulnerabilidades que pudieran agravar los desequilibrios macroeconómicos, como ha sido el caso en la todavía reciente crisis financiera. Con

este fin, por cuestiones técnicas se decidió seguir la tasa de crecimiento de los pasivos del sector financiero en lugar de la, quizás más apropiada, ratio de deuda sobre fondos propios o *equity* (que se utiliza complementariamente). La ratio de deuda sobre *equity* mide el apalancamiento del sector financiero que, cuando alcanza niveles elevados, puede poner en riesgo la solvencia del sector financiero de una economía. Pese a todo, se antoja muy complicado establecer un umbral para dicha ratio dada la heterogeneidad de los distintos sectores financieros. Además, esta ratio resulta muy volátil si cambian las cotizaciones de las acciones. Por consiguiente, y pese a no discriminar entre los diferentes tipos de pasivos, evaluar el crecimiento de todos los pasivos financieros supone una aproximación aceptable de la exposición de la economía a riesgos derivados de la expansión de los balances de las entidades financieras. Menos evidente resulta la justificación del umbral fijado en el 16,5 por 100 con base en criterios estadísticos debido a la heterogeneidad de los sistemas financieros de los Estados miembros. En efecto, en la distribución se incluyen valores de países del este de Europa, que durante la primera parte de la década de los 2000 asistieron al desarrollo y modernización de sus ▷



sistemas financieros, que sesgan al alza el valor del tercer cuartil (que corresponde al umbral del indicador), restando eficacia al uso de este indicador.

En España, en el segundo trimestre de 2015 los pasivos del sector financiero experimentaron una caída interanual del 1,1 por 100, lejos por tanto del umbral establecido para considerar este indicador como desequilibrio excesivo.

3.4. Deuda pública

La inclusión de un indicador específico que refleje el nivel de deuda pública de una economía tampoco está exenta de problemas.

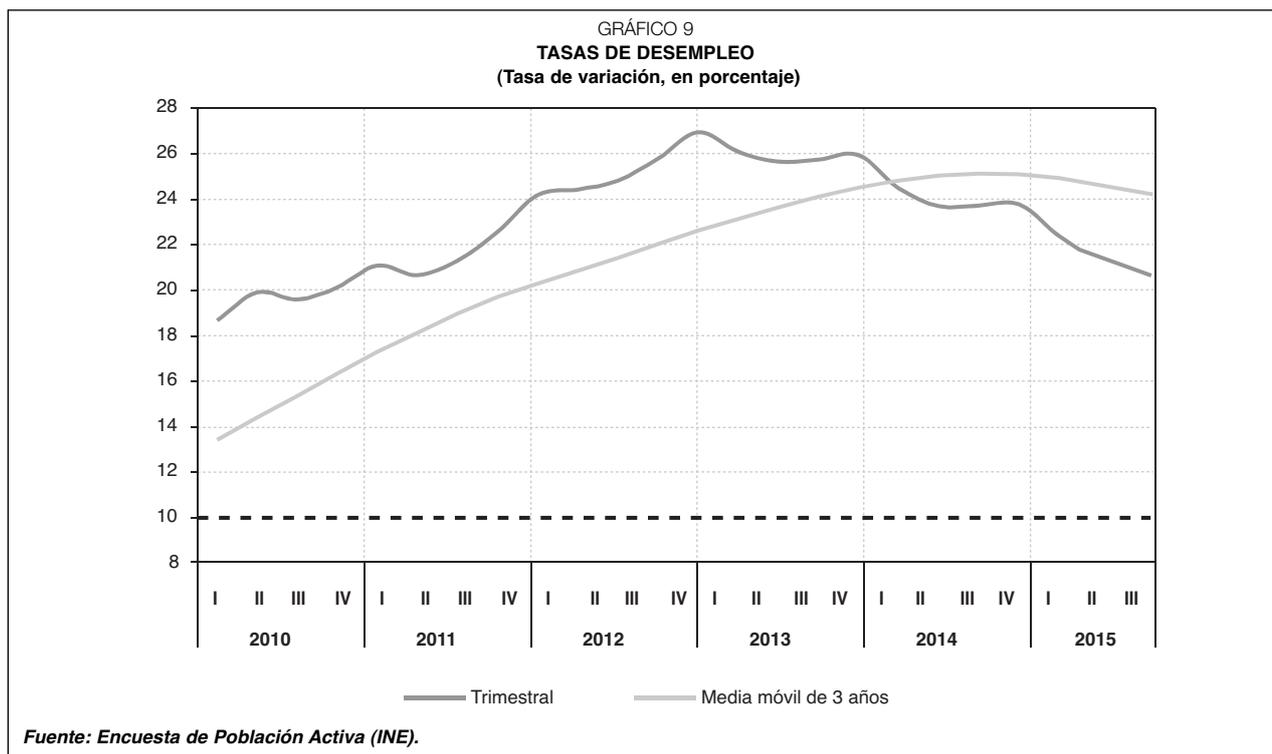
Primero, porque ya existe un procedimiento (Procedimiento de Déficit Excesivo, PDE) consagrado a la vertiente fiscal con su correspondiente mecanismo preventivo, correctivo y sancionador. Por consiguiente, los potenciales riesgos sobre la estabilidad macroeconómica que puedan derivarse de un nivel de deuda excesivo ya están recogidos en dicho procedimiento a través del mismo indicador que se utiliza en el MIP (deuda bruta pública de

acuerdo a la definición del protocolo de déficit excesivo). En segundo lugar, porque contrariamente al criterio estadístico utilizado para el resto de indicadores, en este caso el umbral se fija de acuerdo con los umbrales establecidos tanto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento como en el PDE. Finalmente, si bien los estudios más recientes sugieren que niveles excesivos de deuda pública tienen un impacto negativo en el crecimiento de una economía, resulta a día de hoy controvertido concluir que dicho umbral óptimo se encuentre en el nivel fijado (60 por 100 del PIB).

En el caso de España, la deuda pública continúa la senda de expansión iniciada en 2008, alcanzando el 99,3 por 100 del PIB al final de 2014 fruto tanto de la acumulación de déficits públicos como de los ajustes déficit-deuda de los últimos periodos (FLA, Fondo de proveedores, FROB, FADE, etcétera).

3.5. Mercado de trabajo

La elevada tasa de desempleo constituye, a día de hoy, el desequilibrio más relevante de la ▷



economía española, pero el uso del indicador del MIP del mercado de trabajo como mecanismo de vigilancia y alerta temprana resulta deficiente. En efecto, el indicador toma la media móvil de la tasa de desempleo de los últimos tres años (doce trimestres) por lo que resulta hasta cierto punto engañoso por cuanto refleja la tendencia pasada, pero no la evolución más reciente y mucho menos una visión a futuro. En la situación actual, este hecho conlleva que el cambio de tendencia en la evolución del desempleo observado en España, ya desde 2013, no se haya traducido en un cambio de tendencia en el indicador del MIP hasta el primer trimestre de 2015. Así, como se ve en el Gráfico 9, el máximo de la tasa de paro se alcanzó en el primer trimestre de 2013 (26,9 por 100 en términos trimestrales), momento a partir del cual la tasa de desempleo comenzó a caer hasta situarse en el 21,2 por 100 en el tercer trimestre de 2015.

Se trata, por lo tanto, de un indicador que muestra la magnitud del impacto de los desequilibrios macroeconómicos en variables socioeconómicas. Intenta reflejar la evolución del desempleo estructural y su impacto en el crecimiento potencial de la economía así como la repercusión que

el mercado de trabajo puede tener en otras variables sociales.

4. Conclusión

El cuadro de indicadores es una herramienta sencilla y práctica para identificar desequilibrios, cuya validez depende crucialmente de la lectura económica que se haga de los indicadores. La determinación de los umbrales juega un papel clave en dicha interpretación económica, por lo que la Comisión Europea adoptó un enfoque estadístico prudente, lo suficientemente laxo como para evitar un número excesivo de falsas alarmas pero, a la vez, lo suficientemente estricto como para identificar desequilibrios en los países. Sin embargo, los actuales umbrales no están exentos de problemas que merman su efectividad. El riesgo de obsolescencia, la incapacidad de discriminar entre países o la inconsistencia en algunos casos con la evidencia empírica son quizás los principales, pero no únicos, inconvenientes de los umbrales fijados por la Comisión en 2011. Esta situación obligará en ▷

un futuro no muy lejano a su revisión o actualización en profundidad.

Por otro lado, el diseño original de los indicadores del *scoreboard* adolece de algunas limitaciones que se pondrán de manifiesto en la siguiente fase de crecimiento. En particular, es cuestionable su foco en la evolución pasada de las variables macroeconómicas, agravado con el uso de medias móviles, cuando el objetivo último de todo el proceso es disponer de una herramienta fiable capaz de alertar lo antes posible sobre evoluciones económicas potencialmente peligrosas para el correcto funcionamiento de la zona euro. Además, las variables escogidas recogen en gran medida preocupaciones del corto y medio plazo, dejando de lado los desafíos de más largo alcance como son

el crecimiento potencial, el envejecimiento de la población y la sostenibilidad ambiental. Asimismo, es conveniente revisar los indicadores elegidos y los umbrales estimados a la luz de la revisión y mejora de las fuentes estadísticas como, por ejemplo, la adopción del Sexto Manual de Balanza de Pagos o el nuevo Sistema Europeo de Cuentas 2010.

Finalmente, se puede destacar que España ha corregido en los últimos años la mayor parte de los desequilibrios acumulados en la última fase expansiva. En particular, los indicadores flujo y la variación de los indicadores fondo progresan en la dirección correcta. Los abultados saldos acumulados durante el *boom* requerirán más tiempo para volver a situarse dentro de los umbrales. La profundización en la agenda de reformas estructurales permitirá acelerar este proceso.

NORMAS DE ESTILO DE PUBLICACIÓN

La persona o personas interesadas en presentar un artículo para su publicación en el *Boletín de Información Comercial Española* (BICE) deberán enviar el artículo en formato Microsoft Word a la dirección de correo electrónico **revistasice.sccc@comercio.mineco.es**

El documento debe cumplir las siguientes características:

1. Ser material original no publicado ni presentado en otro medio de difusión.
2. La extensión total del trabajo (incluyendo cuadros, gráficos, tablas, notas, etcétera) no debe ser inferior a 15 páginas ni superior a 20. La fuente será Times New Roman, tamaño 12 y espaciado doble. Estar paginado en la parte inferior derecha de cada página.
3. En la primera página se hará constar el título del artículo que deberá ser breve, claro, preciso e informativo y la fecha de conclusión del mismo. Nombre y dos apellidos del autor o autores, filiación institucional, dirección, teléfono y correo electrónico de cada uno de ellos, así como la forma en que desean que sus datos aparezcan.
4. En la segunda página del texto se incluirá:

€ El título.

€ Un resumen del trabajo con una extensión máxima de 10 líneas con la siguiente estructura: objetivo, método y principal resultado o conclusión.

€ De 2 a 6 palabras clave que no sean coincidentes con el título.

€ De 1 a 5 códigos de materias del Journal of Economic Literature (clasificación JEL) para lo cual pueden acceder a la siguiente dirección electrónica:

<https://www.aeaweb.org/jel/guide/jel.php>

5. En las siguientes páginas se incluirán el texto, la información gráfica y la bibliografía con la siguiente organización.

€ Se incluirá, por este orden, introducción, desarrollo, conclusiones y bibliografía y anexos si los hubiera. Los apartados y subapartados se numerarán en arábigos respondiendo a una sucesión continuada utilizando un punto para separar los niveles de división, según el siguiente modelo:

1. Título del apartado

1.1. Título del apartado

1.1.1. Título del apartado

2. Título del apartado

€ Las notas de pie de página irán integradas en el texto y su contenido debe estar al final de su misma página en tamaño 10 y espacio sencillo.

€ En un archivo Excel independiente se incluirá la representación gráfica (cuadros, gráficos, diagramas, figuras, etc.), que debe llevar título, estar numerada y referenciada en el texto. En la parte inferior se incluirá la fuente de información y/o notas aclaratorias.

€ Las citas de libros y artículos en el texto, se indicarán entre paréntesis con el apellido del autor y el año. Ej.: (Martínez, 1991).

€ Las referencias a siglas deben ir acompañadas, en la primera ocasión en que se citen, de su significado completo.

€ La bibliografía se ordenará alfabéticamente siguiendo las normas de la American Psychological Association (Harvard-APA): <http://cibem.org/paginas/img/apa6.pdf>

Libros

APELLIDOS, A.A. (año de publicación). *Título del libro* (edición) (volumen). Ciudad: Editorial.

Artículo en revista científica

APELLIDOS, A.A. (año de publicación). «Título del artículo». *Título de la revista*, volumen (número), números de páginas.

Documento en línea

APELLIDOS, A. A. u ORGANISMO (año, mes de publicación). *Título*, [en línea]. Ciudad: Editorial. Disponible en: <http://cenamb.rect.ucv.ve/siamaz/dicciona/canaima/canaima2.htm> [Recuperado: 2000, 3 de junio].

Los artículos publicados estarán disponibles en www.revistasICE.com



*Subdirección General de Instituciones Financieras Multilaterales**

LOS BANCOS DESCONOCIDOS

En este artículo se presentan los bancos de desarrollo internacionales de los que España no es miembro, indicando sus peculiaridades y las oportunidades para empresas españolas. Su método es sistematizar la variada información que sobre estos bancos aparece en Internet y presentar conjuntamente los mismos datos para cada uno de ellos, de modo que sea posible hacerse una idea de su importancia e interés. Su conclusión es que estos bancos son pequeños respecto a los más conocidos y que, de momento, no ofrecen oportunidades significativas para las empresas españolas, salvo quizás el Banco Islámico de Desarrollo.

Palabras clave: empresas españolas, bancos de desarrollo, instituciones financieras multilaterales.

Clasificación JEL: F33, G21, O19.

1. Introducción

Todo el mundo conoce al Banco Mundial (BM¹), valga la redundancia. Ahora se está hablando mucho del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y su Plan Juncker de 315.000 millones de euros. Con frecuencia aparecen en los periódicos opiniones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sobre la marcha de la economía en Latinoamérica.

Tienen menor presencia mediática otras instituciones financieras multilaterales a las que España pertenece, como el Banco Asiático de Desarrollo (BASD), el Banco Africano de Desarrollo (BAFD), el Banco Centroamericano de Integración Económica

(BCIE), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) o el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa (CEB). Pero las empresas españolas que buscan internacionalizarse conocen estas instituciones (aunque no siempre el detalle de sus ámbitos de actuación y su funcionamiento) y saben que en ellas existen oportunidades de licitación y de financiación.

Porque los bancos de desarrollo generalmente financian operaciones en aquellos países miembros que sean prestatarios. Por ejemplo, Estados Unidos es país miembro del BM, pero la institución no financia operaciones allí, porque no es país prestatario. Sí lo es, en cambio, Nigeria.

Además, algunos de estos bancos solo permiten presentarse a sus licitaciones a empresas de sus países miembros. Pero hay excepciones. Por ejemplo, el BCIE admite empresas de cualquier nación.

¿Pero qué ocurre con otros bancos de desarrollo internacionales de los que España no es miembro, como el Banco de Desarrollo del Caribe, el Banco Islámico de Desarrollo o el Banco Árabe de Desarrollo Económico para África? ¿En qué ▷

* Este artículo ha sido elaborado por Santiago Fernández Díez-Picazo. Consejero Técnico de Fondos Multilaterales.

Versión de octubre de 2015.

¹ Aunque pocos saben que en realidad no es un banco, sino dos: el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, y la Corporación Financiera Internacional; más un fondo de ayuda al desarrollo, la Asociación Internacional de Fomento; más un organismo de arbitraje, el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones; más, finalmente, una aseguradora, el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones.

países operan? ¿Tienen alguna peculiaridad que sea conveniente saber antes de consultarles? ¿Puede una empresa española presentarse a sus licitaciones o necesitaría un socio local? ¿Hay constancia de adjudicaciones a empresas españolas en estos bancos (como sí la hay en aquellos a los que España pertenece²: 1.534 millones de dólares solo en 2014)?

El presente artículo intentará responder a estas preguntas recogiendo, con ánimo de exhaustividad, los bancos de desarrollo internacionales a los que España no pertenece, que tienen al menos tres países miembros y que se encuentran operativos en octubre de 2015.

Se basará en la información públicamente disponible en las sedes electrónicas de los bancos (de las que se han extraído, a título meramente informativo, las imágenes que lo ilustran) y otras páginas, en los datos del sistema de Oportunidades de Negocio del ICEX y en la información suplementaria aportada por las Oficinas Económicas y Comerciales de España (Ofecomes) –cuya colaboración se agradece efusivamente– en los países donde estos bancos tienen sus sedes.

No contendrá información sobre el Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras ni sobre el Fondo Verde del Clima, instituciones a las que, por un lado, España pertenece, y que, por otro, se encuentran en período de constitución, y por tanto no están operativas. Tampoco sobre entidades que no sean propiamente bancos de desarrollo, como ACCION International, aunque tengan una actividad análoga, ni sobre el Nuevo Banco de Desarrollo BRICS, que aún no ha iniciado su actividad efectiva. Ni sobre el Banco de Desarrollo de África del Sur, pues su único país miembro es Sudáfrica.

Concretamente se referirá a las siguientes, por orden alfabético en español:

- Banco Africano de Importación y Exportación.

- Banco Árabe para el Desarrollo Económico de África.
- Banco de Desarrollo del África Occidental.
- Banco de Desarrollo del África Oriental.
- Banco de Desarrollo del Caribe.
- Banco de Desarrollo del Mar Negro.
- Banco Islámico de Desarrollo.
- Banco Nórdico de Inversión.
- Banco de la Zona de Comercio Preferencial.

2. Banco Africano de Importación y Exportación

Según su sede electrónica este banco, conocido como Afreximbank, se fundó en 1993 y tiene actualmente su sede en El Cairo, Egipto, debido a que este país es uno de los principales accionistas. Su capital autorizado es de 5.000 millones de dólares (M\$). Pretende ser el banco de financiación del comercio africano y estimular su sólida expansión y diversificación. Es una entidad muy dinámica, que ofrece todo tipo de operaciones: créditos, cobertura de riesgos, etcétera.

Sus 30 accionistas son: Angola, Benín, Botsuana, Burkina Faso, Cabo Verde, Costa de Marfil, Egipto, Etiopía, Gabón, Gambia, Ghana, Guinea-Conakry, Kenia, Malawi, Malí, Mauritania, Mauricio, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, Ruanda, Senegal, Sierra Leona, Sudán, Tanzania, Túnez, Uganda, Zambia y Zimbabue. Tres países más (Camerún, Liberia e Islas Seychelles) han suscrito acuerdos con el banco, pero todavía no son accionistas. Los 30 + 3 se consideran Estados participantes.

Su financiación está disponible para accionistas y no accionistas de Estados participantes en el banco, accionistas en Estados no participantes y (lo que sería el caso de una empresa española) no accionistas en Estados no participantes, pero solo para pagar las importaciones desde un Estado participante.

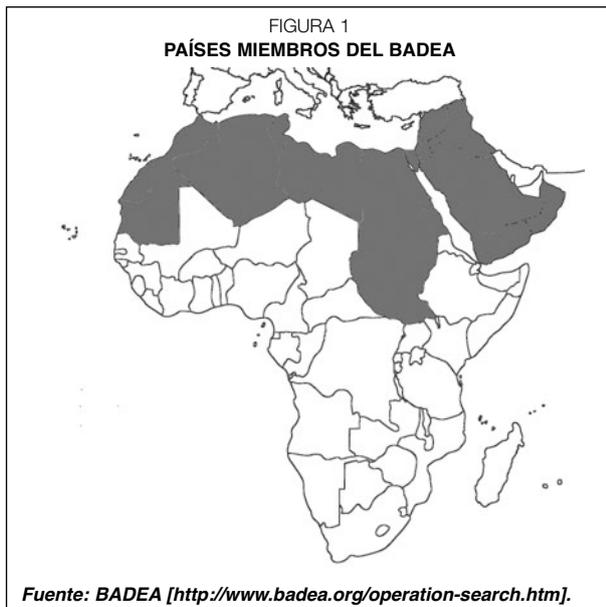
En 2014 el Afreximbank participó en financiación sindicada por un importe superior a 8.000 M\$, mientras que la financiación propia ascendió a ▷

² Para más detalles sobre estas adjudicaciones puede verse «Los contratos que obtienen las empresas españolas en las IFM» en el BICE nº 3064 (junio de 2015).

1.130 M\$. Participó también en la 41ª Conferencia Internacional sobre Forfait que se celebró en Barcelona en septiembre de 2014. No constan operaciones con empresas españolas.

3. Banco Árabe para el Desarrollo Económico de África

De acuerdo con su sede electrónica esta institución, abreviada como BADEA y fundada en 1973 por 18 países de la Liga Árabe, tiene su sede en Jartum, Sudán. Sus miembros son todos los países del norte de África, desde Mauritania hasta Egipto, y todos los de la Península Arábiga (Figura 1). Sin embargo realiza operaciones por toda África (Benín, Liberia, Costa de Marfil, Chad, etcétera).



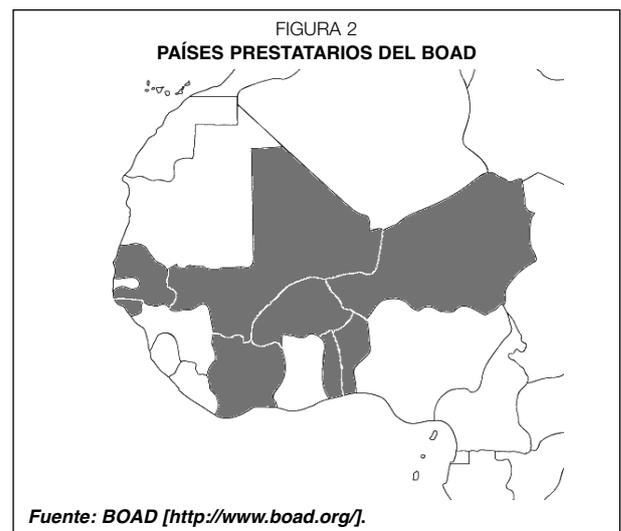
El banco puede prestar hasta el 60 por 100 de la financiación para grandes proyectos, siempre que el total prestado no supere los 20 M\$. Para los proyectos pequeños, de coste total menor que 15 M\$, puede prestar hasta el 90 por 100. En el mismo año puede conceder como máximo dos préstamos al mismo país, siempre que la suma sea inferior a 20 M\$. En 2014 prestó 200 M\$, de los cuales 8 fueron asistencias técnicas y 192 para créditos a proyectos.

Dispone de un apartado de ofertas de licitación (<http://www.badea.org/tender-advertisements.htm>). Las tres ofertas presentes en dicha página, en el momento de redactar este artículo, se referían a la rehabilitación y mejora del suministro de agua en tres ciudades de Zambia, a un proyecto de transmisión y distribución de energía eléctrica en Etiopía, y a una carretera en Angola. Como se ve, actividades típicas de los bancos de desarrollo.

Asimismo dispone de una página (<http://www.badea.org/vendors-consultant-reg.htm>) para que se registren los consultores interesados en trabajar con el banco. Aparentemente empresas de cualquier nacionalidad pueden presentar ofertas y pueden registrarse como consultores.

4. Banco de Desarrollo del África Occidental

Explica su sede electrónica que se fundó en 1973 para atender a las necesidades de las naciones francófonas y lusófonas del África occidental. De hecho su primera lengua de trabajo es el francés, aunque también emplea el inglés. Se abrevia como BOAD. Tiene su sede en Lomé, capital de Togo.



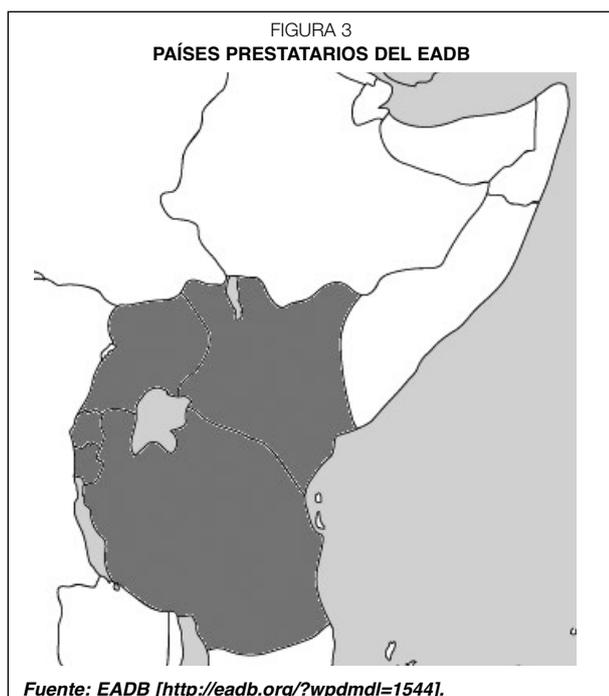
Son accionistas de serie A (y por tanto países de operaciones) Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea Bissau, Malí, Níger, Togo y ▷

Senegal. De serie B son Francia, Alemania, China, Bélgica, Marruecos e India. Además de países, también son accionistas bancos como el BEI, el BAFD o el Banco Central de los Estados de África Occidental.

Da sus cifras en francos de la Comunidad Financiera Africana, que abrevia FCFA, y cuya abreviatura internacional (tres letras mayúsculas) es XOF. La cotización media en el último año es de 584 XOF por cada USD, de modo que en 2014 el BOAD aprobó operaciones por 481 M\$. Financia carreteras, puertos, telecomunicaciones y estrategias regionales.

5. Banco de Desarrollo del África Oriental

Según su sede electrónica, se estableció en 1967, inicialmente entre Kenia, Tanzania y Uganda (las tres naciones que comparten el lago más grande de África, el Victoria, como muestra la Figura 3), a los que posteriormente se añadió Ruanda. Se espera que pronto se sume Burundi. Otros bancos de desarrollo, como el BAFD, son también accionistas. Tiene su sede en Kampala, la capital de Uganda. Se abrevia como EADB.



Su cometido principal, en su ya larga historia, ha sido proporcionar financiación a largo plazo a empresas privadas grandes y medianas de los países prestatarios. Actualmente se propone financiar infraestructuras que fomenten la integración regional.

En el momento de redactar este artículo, de los 29 proyectos que recoge en sus páginas, el mayor número (6) corresponde a educación. Cuatro son de agricultura y pesca, otros cuatro de turismo, y después vienen otros sectores como salud, ocio o industria agroalimentaria. Sin embargo el EADB considera que los sectores con mayor potencial de rendimiento crediticio son: manufacturas, industria agroalimentaria, turismo, construcción y minería.

En 2014 sus activos ascendían a 294 M\$, un 24 por 100 más que en 2013, y le proporcionaron unos ingresos netos de 9,82 M\$. Como se ve, es un banco relativamente pequeño, aunque destacado por su eficiencia. No proporciona explícitamente la cifra de créditos aprobados en 2014.

Considera la Ofecome de Kenia (que se ocupa además de otros países, entre ellos Uganda) que la actividad financiadora del EADB es muy escasa en número de proyectos y en cantidades aportadas. Por tanto no es una fuente de financiación que deban tener en cuenta las empresas españolas que intenten desarrollar proyectos en la región.

6. Banco de Desarrollo del Caribe

Según su sede electrónica, el CDB (así conocido por sus siglas en inglés) se fundó en 1969 y tiene su sede en Bridgetown, Barbados. Sus miembros prestatarios son: Anguila, Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Islas Vírgenes Británicas, Islas Caimán, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago, y, por último, las Islas Turcas y Caicos. Varios de ellos no son países soberanos, sino territorios de ultramar. ▷

Son también miembros, pero no prestatarios, Colombia, México, Venezuela, Canadá, China, Alemania, Italia y Reino Unido.

Su finalidad es ayudar a sus países miembros a optimizar el uso de sus recursos, desarrollar sus economías y expandir la producción y el comercio. Según su informe anual de 2014, en ese año aprobó 19 proyectos por un total de 243,8 M\$ (compárese por ejemplo con los 12.652 M\$ que prestó el BID ese año, casi cincuenta y dos veces más). Los cinco últimos proyectos aprobados que aparecen en su sede (uno de residuos en Granada, otro de agua en Santa Lucía, otro de formación profesional en las Bahamas, otro de refuerzo de los servicios de inmigración en Barbados y el último, también de formación profesional, en Surinam) dan una idea de sus actividades, típicas de un banco de desarrollo.

Deja claro, con una página específica, que el aprovisionamiento (*procurement*) de los bienes o servicios financiados por el CDB corresponde al beneficiario del dinero. Es decir, el CDB no licita, como sí hacen otros bancos. Solamente supervisa el proceso, y aboga por sistemas de licitación pública justos, eficientes y transparentes en sus países y territorios prestatarios. Tiene una página³ (<http://www.caribank.org/projects/procurement/procurement-notices>) con un listado de proyectos que se encuentran en licitación. En la parte inferior de dicho listado se encuentran solicitudes de expresiones de interés por parte de empresas de consultoría. Hay condiciones estrictas de elegibilidad de los consultores, pero en la mayoría de ejemplos consultados se admite que sean de países de la UE (como España) no miembros del CDB.

Las once ofertas presentes en dicha página en el momento en que se redacta este artículo (octubre de 2015), con fechas límite de presentación de ofertas actualizadas (del 30 de octubre de 2015 al 15 de noviembre de 2015) mueven a

³ Si bien, no es necesario que una empresa dada de alta en el Sistema de Oportunidades de Negocio (ON) del ICEX consulte además esta página, porque, en general, las oportunidades del CDB aparecen en ON.

pensar que se trata de una página bastante activa de la que las consultoras españolas podrían extraer oportunidades.

El CDB también dispone de una página (<http://www.caribank.org/projects/procurement/contract-awards>) donde se pueden ver, no solo las empresas que consiguieron adjudicaciones, sino todas las empresas que se presentaron a cada adjudicación (es muy excepcional que una IFM publique esta información) y los precios que ofertaron. Aunque en muchos casos no figura la nacionalidad de cada empresa, y hay que *googlear* su nombre para averiguarla. Las adjudicaciones que una a una se han extraído de dicha página han ido en todos los casos a empresas de los países miembros del CDB (Alemania, Trinidad y Tobago, Barbados, Santa Lucía, Reino Unido y Canadá).

La Ofecome de Venezuela, que se ocupa también de otros países, entre ellos Barbados, informa de que el CDB cofinanció en 2005 con el BM un proyecto de reforma del sector del agua en Santa Lucía (440.000 \$) que fue adjudicado a una empresa española del Grupo Banco Santander, Santander Investment Services, S.A.

7. Banco de Desarrollo del Mar Negro

El Black Sea Trade and Development Bank (BSTDB), cuya traducción literal al español sería Banco de Comercio y Desarrollo del Mar Negro, pero que en este artículo se opta por nombrar trasponiendo su versión francesa (Banque de développement de la mer Noire), ante la falta de una española, tiene, según su sede electrónica, once miembros, todos prestatarios: Albania, Armenia, Azerbaiyán, Bulgaria, Georgia, Grecia, Moldavia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania. Es el más reciente de las IFM a las que se refiere este artículo, pues se instituyó en 1997. Su sede se encuentra en la ciudad griega de Tesalónica.

En 2014 aprobó 29 nuevas operaciones por un total de 348,9 millones de euros (M€) —es uno de los dos bancos aquí comentados que emplea ▷

el euro para sus cifras, pese a que solamente uno de sus miembros, Grecia, lo tiene por moneda—, equivalentes a 462,7 M\$.

El BSTDB financia, a inversores de cualquier país, operaciones en sus países miembros, dando preferencia a las que, a la vez, promuevan el desarrollo y la cooperación regional. Marca específicamente las prioridades de telecomunicaciones, manufacturas, servicios financieros, transporte, servicios públicos, energía, servicios municipales, protección ambiental, turismo y agroindustria.

Ejemplos sueltos, no sistematizados, que da en su sede electrónica son: 20 M€ al grupo griego GEK TERNA para su programa de inversión en Grecia y la región del Mar Negro; 9,8 M€ a la rusa Kulon-Yugros para la construcción de un complejo de almacenes y oficinas; y 50 M€ al Ayuntamiento de Estambul para construir 21 kilómetros de metro.

El BSTDB no parece funcionar a base de licitaciones, como sí lo hacen otros bancos de desarrollo, sino que concede dinero a beneficiarios públicos y privados para los usos que ellos han decidido, sin supervisar el proceso. Por ello no aparece en ON y no dispone en su sede de una página de concursos (*bids, tenders, opportunities*) ni de proyectos aprobados. Lo que sí tiene es un formulario (<http://www.bstdb.org/products-and-services/online-business-proposal-form>) para que cualquier empresa que desee invertir en alguno de sus once países miembros le proponga un negocio. En este sentido el BSTDB solo podría ser interesante para empresas españolas si alguna estuviera estudiando una fuerte implantación en la región.

En <http://www.bstdb.org/countries> pueden verse, además, los créditos concedidos por países y sectores. La Ofecome de Grecia informa de que entre las empresas a las que el BSTDB ha concedido préstamos no hay ninguna española.

8. Banco Islámico de Desarrollo

De acuerdo con su sede electrónica, se instituyó en 1974 y reúne 56 miembros. Para serlo es

FIGURA 4
MIEMBROS DEL IDB



Fuente: IDB.

necesario pertenecer a la Organización Islámica de Cooperación y pagar la parte correspondiente del capital del banco. Tiene su sede en Yeda (Arabia Saudita). Se menciona abreviadamente a sí mismo como IDB. No debe confundirse con el Banco Interamericano de Desarrollo, que en español se abrevia con tres letras (BID), pero en inglés utiliza cuatro (IADB).

Si bien su lengua de trabajo es el inglés, y no el árabe, emplea el calendario musulmán, que además de tener el año más corto (354 o 355 días en vez de los 365 o 366 del calendario gregoriano) parte del año 622, fecha de la Hégira, la huida de Mahoma de La Meca a Medina. Por ello, su último informe anual lleva como año 1435H (2014).

Sus miembros, de mayor a menor número de acciones son Arabia Saudí, Libia, Irán, Nigeria, Emiratos Árabes Unidos, Qatar, Egipto, Kuwait, Turquía, Argelia, Pakistán, Indonesia, Malasia, Bangladés, Yemen, Marruecos, Sudán, Jordania, Senegal, Omán, Brunéi, Camerún, Burkina Faso, Gabón, Kazajstán, Azerbayán, Malí, Irak, Guinea-Conakry, Níger, Mauritania, Baréin, Kirguistán, Mozambique, Uganda, Benín, Territorios Palestinos, Túnez, Siria, Sierra Leona, Tayikistán, Uzbekistán, Comores, Afganistán, Chad, Líbano, Albania, Gambia, Maldivas, Surinam, Yibuti, Guinea Bissau, Somalia, Togo, Turkmenistán y Costa de Marfil. Aparte del Banco Mundial, es el único banco de desarrollo que tiene miembros en los cinco continentes (Figura 4). Reconoce como país a Palestina. ▷

Por volumen de aprobaciones es el mayor de estos bancos poco conocidos (por algo es, de ellos, el considerado más interesante por el ICEX⁴): 10.900 M\$ en 2014, que además aumentan respecto a los 9.700 M\$ del ejercicio anterior. Está, como hemos visto, al nivel de los 12.652 M\$ del BID, y también de los 11.722 M\$ de la CAF y los 10.233 M\$ del BASD.

El IDB presta a entidades públicas y privadas de sus países miembros para financiar proyectos agrícolas y de infraestructura, como carreteras, canales, presas, escuelas, hospitales, viviendas o desarrollo rural. De acuerdo con la ley islámica (*sharia*), estos créditos están exentos de interés. El banco solo cobra una tarifa por sus servicios.

En 2014 el 83 por 100 de sus préstamos fue a infraestructuras; el 8 por 100, a agricultura; el 4,5 por 100, a educación; el 3 por 100, a salud; y el resto, a otros fines.

Dispone de un sistema de datos abiertos bastante completo (IDB Group Data) donde se pueden ver las cantidades prestadas a los diversos sectores por años (islámicos y gregorianos) y por países, si bien no permite extraer los proyectos concretos ni las empresas adjudicatarias.

En principio, el IDB está abierto a la participación de empresas españolas y ha celebrado en España jornadas de difusión de sus actividades. En el ON aparecen licitaciones del IDB: por ejemplo, el 21/10/2015, para posibilidades con fecha de presentación de ofertas entre el 28/10/2015 y el 31/12/2015, aparecen cinco licitaciones, tres en Asia y dos en África, concretamente en Marruecos.

Informa la Oficina Comercial de España en Egipto de que, para el proyecto de ampliación del aeropuerto de Sharm El Sheij, financiado por el Banco Islámico de Desarrollo, la española PROINTEC fue adjudicataria del contrato de supervisión de la ejecución. También fue adjudicataria de un contrato del IDB la española InfraPPP, para un análisis de inversión inmobiliaria en Benín.

⁴ http://www3.icex.es/icex/cda/controller/PageExportador/0,8723,6735394_6735487_6744019_0_4317326,00.html

9. Banco Nórdico de Inversión

Su nombre en inglés es Nordic Investment Bank (NIB). Se traduce al español por Banco Nórdico de Inversión o Banco Nórdico de Inversiones, aunque la primera forma es más frecuente (1.640 apariciones en Internet frente a 1.370 de la segunda), más ajustada, y sigue a la versión francesa, por lo que será la empleada en este artículo.

Cuentan en su sede electrónica que Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia lo fundaron en 1975. Posteriormente se añadieron Estonia, Letonia y Lituania. Su sede se encuentra en la capital de Finlandia. Su propósito es «financiar proyectos que mejoren la competitividad y el medio ambiente de los países nórdicos y bálticos». Obsérvese el contraste con lo que pretenden otros bancos de desarrollo, casi siempre luchar contra la pobreza. Sin embargo, el NIB es un banco en una región muy próspera, y ello se refleja en sus objetivos.

En 2014 concedió 45 créditos por un total de 2.389 millones de euros, esto es, 3.168 M\$. Emplea los euros para sus cifras pese a que la mayoría de sus miembros utiliza otras monedas. Un 26,4 por 100 de este total se destinó a energía y medio ambiente; un 38,7 por 100, a industrias y servicios; un 23,3 por 100, a infraestructuras y telecomunicaciones; y el resto, a instituciones financieras y pymes.

En su imagen corporativa muestran una acusada querencia por las puntas, juego de palabras con «nib», que en inglés significa precisamente pico, pluma, punta (por ejemplo, de lápiz).

El NIB dispone de un sistema de información bastante completo (http://www.nib.int/loans/agreed_loans) donde aparecen los créditos concedidos, pudiéndose hacer búsquedas por año, país y sector. No hay ninguno concedido a España, aunque sí a países no miembros, como Brasil o Filipinas. De forma parecida al BSTDB, el NIB no funciona a base de licitaciones.

10. Banco de la Zona de Comercio Preferencial

En su logo aparece arriba, en inglés, PTA Bank, y abajo, en francés, Banque de la ZEP. Las palabras ▷

CUADRO 1
RANGO DE IFM

IFM	Créditos en 2014 (M\$)
Banco Europeo de Inversiones	118.979
Banco Mundial	41.097
Banco Interamericano de Desarrollo	12.652
Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo	11.804
Banco de Desarrollo de América Latina	11.722
Banco Islámico de Desarrollo.....	10.900
Banco Asiático de Desarrollo	10.233
Banco Africano de Desarrollo	7.323
Banco de la Zona de Comercio Preferencial (2013).....	3.898
Banco Nórdico de Inversión.....	3.168
Banco de Desarrollo del Consejo de Europa	2.739
Banco Centroamericano de Integración Económica	1.601
Banco Africano de Importación y Exportación.....	1.130
Banco de Desarrollo del África Occidental.....	481
Banco de Desarrollo del Mar Negro.....	463
Banco de Desarrollo del Caribe.....	244
Banco Árabe para el Desarrollo Económico de África.....	200
Banco de Desarrollo del África Oriental.....	41

Fuente: elaboración propia con datos de los informes anuales de cada banco.

junto al logo indican «Eastern and Southern African Trade and Development Bank», que parece ser el nombre oficial. Comúnmente se conoce como PTA Bank. Según su sede electrónica se fundó en 1985 y cuenta con veinte países miembros (Bielorrusia, Burundi, Comores, China, Yibuti, República Democrática del Congo, Egipto, Eritrea, Etiopía, Kenia, Malawi, Mauricio, Ruanda, Seychelles, Somalia, Sudán, Tanzania, Uganda, Zambia y Zimbabue) más el BAFD. Su sede se encuentra en la capital de Burundi, Bujumbura. Bielorrusia y China no son prestatarios.

Su objetivo es, en sus países prestatarios, fomentar y financiar el comercio, el desarrollo socioeconómico y la integración regional.

En 2013 (aún no está disponible el informe anual de 2014) el PTA Bank concedió 66 créditos al comercio por un total de 3.600 M\$, y 16 créditos a proyectos e infraestructuras por un total de 298,38 M\$. Por sectores las mayores cantidades se destinaron a energía (37 por 100) y transporte y logística (15 por 100).

Considera la Ofecome de Kenia (que se ocupa además de otros países, entre ellos Burundi) que, al igual que el EADB, la actividad financiera del PTA Bank es muy escasa en número de proyectos y en cantidades aportadas. Por tanto

no es una fuente de financiación que deban tener en cuenta las empresas españolas que intenten desarrollar proyectos en la región.

11. Comparativa

En el Cuadro 1 podemos ver los bancos multilaterales de desarrollo operativos en octubre de 2015 con al menos tres países miembros, ordenados de mayor a menor por el total de créditos concedidos en 2014. En negrita están las IFM a las que España pertenece. El resto son aquellas a las que no pertenece y de las que trata este artículo.

12. Conclusiones

Con la excepción del Banco Islámico de Desarrollo, las IFM a las que España no pertenece son comparativamente pequeñas y ofrecen pocas oportunidades a las empresas españolas.

Debido a que el Banco Islámico de Desarrollo y las empresas españolas tienen comunes intereses geográficos y sectoriales, sería deseable una relación fluida y rica entre ambas partes. ▷

Bibliografía

- [1] SISTEMA DE OPORTUNIDADES DE NEGOCIO DEL ICEX (2015). Disponible en: <http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/oportunidades-de-negocio-e-inversion/oportunidades-de-negocio-e-inversion/index.html>
- [2] BANCO AFRICANO DE IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN (2015). Disponible en: <http://afreximbank.com/>
- [3] BANCO ÁRABE PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO DE ÁFRICA (2015). Disponible en: <http://www.badea.org/>
- [4] BANCO DE DESARROLLO DEL ÁFRICA OCCIDENTAL (2015). Disponible en: <http://www.boad.org/>
- [5] BANCO DE DESARROLLO DEL ÁFRICA ORIENTAL (2015). Disponible en: <https://eadb.org/>
- [6] BANCO DE DESARROLLO DEL CARIBE (2015). Disponible en: <http://www.caribank.org/>
- [7] BANCO DE DESARROLLO DEL MAR NEGRO (2015). Disponible en: <http://wbstadb.org/>
- [8] BANCO ISLÁMICO DE DESARROLLO (2015). Disponible en: <http://www.isdb.org>
- [9] BANCO NÓRDICO DE INVERSIÓN (2015). Disponible en: <http://www.nib.int/>
- [10] BANCO DE LA ZONA DE COMERCIO PREFERENCIAL (2015). Disponible en: <http://www.ptabank.org/>

**Información Comercial Española
 Revista de Economía**

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales



**Boletín Económico
 de Información Comercial Española**

12 números anuales

Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior



En
INTERNET

www.revistasice.com



**Cuadernos Económicos
 De ICE**

2 números anuales

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación

José Miguel Andreu*

CRECIMIENTO INCONTROLADO DEL EMPLEO EN EL PERIODO 1996-2007

Evaluación y consecuencias

Un problema de reciente aparición en España, aun no explicado en términos cuantitativos, es el relativo a los empleos no sostenibles generados en el periodo 1996-2007.

Mientras en ese periodo se asistió en España a una etapa de crecimiento económico largo y más bien rápido a ritmos cercanos al 4 por 100 de media anual, el volumen de empleo creció a ritmos del 4,1 por 100 anual acumulativo. Lógicamente, ese exagerado ritmo evolutivo tenía que resultar insostenible. Pues bien, tras un sencillo análisis, el artículo adjunto permite deducir, en una primera aproximación, que el volumen de empleos no sostenibles «generados» entre 1996 y 2007 debió situarse entre 2,2 y 2,8 millones de personas.

Teniendo en cuenta que ritmos de creación de empleo superiores al 1,5 por 100 son prácticamente insostenibles, el artículo sugiere finalmente que converger hacia tasas de desempleo semejantes a las europeas –en torno al 10 por 100– a condición de no generar nuevas burbujas, tomará a España como unos 7 años más (horizonte 2022).

Palabras clave: política económica, población activa, puestos de trabajo, déficit, PIB.

Clasificación JEL: E24, E52, J21, J68.

1. Crecimiento incontrolado del empleo en el periodo 1996-2007: evaluación y consecuencias

Como sugería Feyerabend¹, los autores, cualquiera que sea la disciplina a la que se dediquen, suelen tener un miedo casi invencible a discrepar de la corriente principal de pensamiento. Son lo que se conoce como *mainstreamers*; gentes conocedoras de la corriente principal de pensamiento en su disciplina, pero incapaces de salirse del carril aceptado por la mayoría –esto es, de la estructura de pensamiento vigente²– o de iniciar

nuevos caminos de investigación sobre los nuevos problemas aparecidos.

Un problema de reciente aparición en España, todavía no bien explicado en términos cuantitativos, es el relativo a los empleos no sostenibles generados en la primera década de los 2000. Recuérdese cómo en el periodo 1996-2007 se asistió en España a una etapa de crecimiento económico largo y más bien rápido³ –con una tasa evolutiva real cercana al 4 por 100 de media anual– que generó una gran cantidad de empleo que, en su conjunto, creció a ritmos del 4,1 por 100 anual acumulativo. Lógicamente, ese impropio y descomunal ritmo evolutivo, tenía que ▷

* Catedrático de Teoría Económica.

Versión de junio de 2015.

¹ Feyerabend, P. (1975) in *Against the method*, NLB, Londres.

² Incapaces de pensar *out of the box*.

³ Más bien en apariencia que otra cosa, lo que quedará explicado cuando se analice el ritmo evolutivo medio del ciclo económico completo 1996-2013.

resultar, al menos parcialmente, insostenible. Pues bien, tras un sencillo análisis que presentaré posteriormente, se puede deducir que ese volumen de empleos no sostenibles generados entre 1996 y 2007 debió situarse entre 2,2 y 2,8 millones de personas.

Esas cifras aportadas (2,2-2,8 millones) de generación de «empleos no sostenibles» son una mera aproximación provisional, dado que la investigación sobre la creación de empleos no sostenibles, en el periodo 1996-2007, apenas ha comenzado. Y ello a pesar de lo extremadamente importante que es llegar a una cifra lo suficientemente precisa sobre esos empleos no sostenibles generados hasta 2007 porque, cuando se habla de recuperar las cifras de empleo de ese año, o de las políticas económicas a implementar para volver a la situación de entonces, habría que descontar los empleos creados –no sostenibles– que nunca deberían haber existido. Es decir, habría que llegar a conocer con precisión las cifras de empleo de 2007 «netas de burbuja especulativa».

Antes de entrar en ese primer análisis sobre la evaluación cuantitativa de los «empleos no sostenibles» generados por la burbuja y en la valoración de los daños inducidos por el modelo económico desarrollado entre 1995 y 2007, particularmente en relación con las posteriores elevaciones del desempleo y las caídas en valor absoluto del PIB real en el periodo 2008-2013, me ocuparé del análisis de algunas cifras referidas a la evolución de la población activa y del empleo en ese periodo, comparándolas con otras más razonables, más en consonancia con las que se deberían haber generado de haberse seguido las trayectorias tendenciales de esas variables en España y en la Unión Europea. Comparación que en mi opinión resultará esclarecedora para entender⁴, aunque sea provisionalmente, el alcance del problema.

⁴ Aunque, como veremos, en este documento se llega a conclusiones por ahora inéditas, se recomienda vivamente a los investigadores económicos españoles –académicos, de la Administración Pública, etcétera, especializados en el mercado de trabajo– que inicien una indagación más intensa y profunda sobre el asunto. Y no solo para explicar el pasado en detalle, sino también para evitar que en el futuro pueda suceder algo parecido a lo que ocurrió en España en el periodo referido, 1996-2007.

2. Datos para el análisis

Recordemos que en España la población activa en el año 1996 era de unos 16,5 millones de personas⁵. Sin embargo, a comienzos de la «llamada crisis»⁶, en 2007, es decir 11 años después, la población activa era de unos 22,2 millones. Cifras que suponen un crecimiento de la población activa a una tasa cercana al 35 por 100 en 11 años, lo que representa una tasa media anual acumulativa de casi el 3 por 100 (concretamente el 2,8 por 100).

Esa cifra de crecimiento anual acumulativo de la población activa (2,8 por 100), así como la relativa al crecimiento anual de la población ocupada (4,1 por 100), que pasó de 13 millones en 1996 a 20,4 millones en 2007 –cifras completamente fuera de la normalidad a escala planetaria⁷– fueron producto en gran medida del crecimiento cuantitativo no sostenible en la construcción de residencias, a una tasa como del doble o más que la necesaria⁸, la llamada burbuja inmobiliaria. Nótese que, ▷

⁵ De aquí en adelante, y en relación con el mercado laboral, se barajarán –si no se dice otra cosa– cifras del Instituto Nacional de Estadística (INE), extraídas de las Encuestas de Población Activa.

⁶ Digo «llamada crisis», por dos razones: 1) porque la «crisis cíclica» en sentido estricto es tan solo un periodo muy corto del ciclo: cuando cambia el campo visual de los agentes que pasan del optimismo al pesimismo; periodo que no dura más que unos pocos meses para después comenzar la desaceleración, recesión o caída del PIB; y 2) porque el largo periodo reciente (2009-2013) de decrecimiento del PIB en España, con una interrupción –la de la aparición de los famosos «brotes verdes»– no se ha debido solo a causas cíclicas, sino también: a) a los defectos institucionales del Eurosistema, que han impedido la aplicación de una política económica más flexible y adecuada; y b) al importante desplazamiento de la actividad industrial y exportadora hacia Asia, lo que está cambiando la estructura productiva y comercial del mundo.

⁷ Nótese que en otro período, el referido al lapso temporal 1990-2003, y dentro de la UE, Irlanda era el país cuya población activa crecía más deprisa; pero lo hacía «tan solo» a un ritmo del 2,1 por 100 (*Vide World Development Indicators*, 2005). A lo largo de 2000-2007, España junto con Irlanda crecieron a las tasas medias ocupacionales más altas de toda la UE, de alrededor de un 3,4 por 100 (*Vide Eurostat*, 2012). Tasa que aún sería superada por la de España (del 4,1 por 100) si nos refiriéramos al periodo (1996-2007). Nótese que Irlanda, al igual que sucedió con otros países del Eurosistema, tras forzar un deterioro grave de su banca a lo largo del proceso especulativo-inmobiliario sufrido, tuvo finalmente que ser intervenida.

⁸ Obsérvese que, aunque en la época se desarrollaron muchas pretendidas justificaciones al respecto, como las derivadas del incremento de la demanda de residencias motivado por los incrementos del PIB, por la supuesta llegada masiva de pensionistas europeos a España, por la inmigración, etcétera, e incluso por el incremento del número de divorcios, lo cierto es que buena parte de las viviendas que se construyeron (un 40 por 100) fueron vendidas a especuladores, que tan solo querían revenderlas pocos meses o años después, con unas ganancias presuntamente elevadas; lo que en definitiva, y a la larga, no pudo materializarse para muchos de los intervinientes, como sucede con cualquier juego especulativo-piramidal.

a lo largo del periodo 1996-2007, al crecer la población ocupada a más velocidad que la población activa, la tasa de paro (sobre la población activa) menguó, pasando del 21,2 por 100 en 1996 al 8,3 por 100 en 2007.

3. Sobre la burbuja inmobiliaria y sus causas. Supuestos económicos subyacentes

Con independencia de otras consideraciones o análisis concomitantes, ha de subrayarse que el ciclo inmobiliario, según comentario del Banco de España en su Informe Anual de 2007⁹, se disparó ya en 1997. Y entre 1998 y 2007 el parque de viviendas aumentó casi un 30 por 100, es decir, se incrementó a una media algo menor que el 3 por 100 anual, cifra del todo exagerada por comparación con la media evolutiva del sector en otros países, y también con la media histórica de España. Al tiempo, el número de hogares aumentó un 32 por 100, cifra que sólo en parte (60 por 100) se explicaba por el crecimiento de la población (incluyendo la inmigración) mientras que el 40 por 100 restante se compraba por motivos especulativos; esto es para revenderse, al hilo de los estímulos producidos por la elevación de los precios de los pisos, que entre 2001 y 2005—según recordaba el Informe del Banco de España, 2007— crecían a un ritmo anual medio del 16-19 por 100. Y ello mientras el número de personas con deudas pendientes se multiplicaba, pasando del 10 al 40 por 100, en tanto que los plazos medios de amortización de las hipotecas se alargaban de 11 a 27 años entre 1990 y 2006.

Sobre las causas de la burbuja inmobiliaria, iniciada en 1998, y por resumir, cabría señalar: 1) que tal burbuja fue inducida por el crecimiento rápido—sostenido durante años— de los precios de los activos (residencias), que resultaron apoyados por una irreflexiva concentración de riesgos de algunos grandes

bancos privados europeos en bancos y cajas de ahorro españoles, y por la muy temeraria y negligente¹⁰ concentración del crédito de los últimos en la construcción de viviendas, en el suelo de España, y en las transacciones realizadas sobre esos activos; 2) que ese colosal incremento crediticio a la construcción en España fue posible por la exagerada facilidad monetaria y crediticia practicada temporalmente por el BCE (sobre todo, en los primeros años de 2000), y por la existencia de unos tipos de interés, a clientes de activo de las entidades, excesivamente bajos que, según se suponía y todavía suponen muchos, prevalecerán para siempre en el área del euro; y 3) todo ello en un contexto en el que también se suponía, erróneamente, que las crisis cíclicas no aparecerían ya nunca más¹¹, y que los precios de las viviendas continuarían indefinidamente en su carrera al alza, a ritmos más o menos acentuados o moderados.

Nótese que a lo largo de buena parte del periodo de análisis (1996-2007), también se supuso explícita o implícitamente que los elevadísimos ritmos de crecimiento de los precios de los activos (residencias en el caso español que nos ocupa) no aceleraban la inflación, medida por el IPC, por lo que el valor calculado de la tasa de crecimiento potencial del PIB de España no tenía que ser replanteado; y que los elevadísimos ritmos de crecimiento de los precios relativos de los activos (viviendas) tampoco habían servido de base al crecimiento acelerado experimentado por el PIB real corriente, dado que lo que estaba sucediendo era, supuestamente, una recomposición sectorial-estructural de la demanda agregada, sin efectos apreciables sobre los niveles generales de precios (IPC; deflactor del PIB, etcétera). ▷

¹⁰ Ambas, imprudencia y negligencia, tuvieron al menos dos manifestaciones: 1) en la indebida e imprudente concentración de riesgos en un sector (inmobiliario) en demérito de otros; y 2) en la negligente concesión de hipotecas de hasta el 110 o 120 por 100 del valor corriente —y creciente— del piso o residencia hipotecados, lo que colocaba automáticamente a ciertos bancos o cajas ante una posible situación de pérdidas, que finalmente se materializó cuando empezaron a caer los precios de los pisos en un contexto de caída de la demanda agregada y del empleo.

¹¹ De acuerdo con los postulados de la autodefinida «Nueva Economía».

⁹ Véase Banco de España (2007:46). *Informe Anual*, epígrafe 2 «El ciclo inmobiliario», texto y gráficos adyacentes.

Esa recomposición se refería a la pretendida sustitución, a largo plazo, de la decadente industria española, en declive estructural desde 1970 —en la que esta alcanzó un máximo de alrededor del 31 por 100 del total del PIB español, para después deslizarse hasta el 16 por 100 en 2010— por un pujante sector constructor que alcanzó máximos de en torno al 14 por 100 del PIB, tras haberse movido de modo bastante estable y durante décadas —incluida la etapa del desarrollismo (1960-1973)— en torno al 9-11 por 100.

En fin, aceptar el absurdo de que los crecimientos de los precios de las residencias, a ritmos anuales del 16-19 por 100 en el período 2001-2005, nunca podrían ser inflacionarios —como se aceptó en España— ni, alternativamente, tener otras consecuencias aún más desagradables (el subsiguiente desplome, quizá súbito, de sus precios), fue un ejercicio de huida hacia adelante que al tiempo implicaba aceptar unos crecimientos de los ingresos públicos, del valor añadido de la construcción, del PIB, y de la población activa y ocupada —incluyendo inmigrantes— totalmente artificiales y, por tanto, no sostenibles.

4. Insostenibilidad evolutiva de la población activa y del empleo en el período 1996-2007

El hecho de que la población activa pasara aceleradamente de 16,5 millones (medidos) en 1996 hasta 23 millones en 2012 (22,7 millones a finales de 2013), habiendo embalsado en los últimos años (desde 2008 hasta 2013) una enorme cantidad de desempleo (de hasta el 26 por 100), implica que el crecimiento del volumen de la población activa española fue totalmente desmesurado¹², teniendo

¹² El volumen de la población activa española de 2007 estaba inflado artificialmente por los pasados crecimientos salariales, debidos a un exceso de demanda artificial de trabajadores, motivado por un exceso de producción de residencias no vendible a los precios corrientes (la burbuja). Así pues, población activa, empleo, salarios e inmigración, fueron variables artificialmente (muy) infladas en tiempos de la burbuja.

muy poco que ver con una demanda agregada sostenible a medio plazo.

Para entender el alcance de ese fatídico proceso, trataremos de analizar lo que podría haber ocurrido si la evolución del mercado laboral hubiera sido menos anómala y más eficiente. Nótese que a finales de 1996, el número de ocupados era exactamente de 13,0 millones de personas, y el número de parados ascendía a 3,5 millones (y por tanto la población activa era de 16,5 millones en tanto que la tasa de paro era del 21,2 por 100).

Ahora bien, si las políticas laborales implementadas anteriormente hubieran sido más favorables a la flexibilidad laboral y salarial, y hubieran generado en 1996 una tasa de paro del 10 por 100, semejante a la media europea, el volumen de desempleo a finales de 1996 sobre una población activa (medida) de 16,5 millones, debería haber sido de 1,6 millones de personas, y no de 3,5 millones como efectivamente ocurrió. Y, por tanto, la población ocupada debería haber estado en torno a 15 millones (14,9 exactamente).

Obsérvese paralelamente que la ocupación en España, que efectivamente creció a una tasa media de alrededor del 4,1 por 100 en el periodo analizado (1996-2007), tampoco era en modo alguno sostenible. En este sentido, y haciendo un sencillo ejercicio aritmético en un contexto paramétrico de normalidad económica (europea)¹³, cabría deducir que si la población ocupada hubiera crecido anualmente en España a un ritmo del 1,5 por 100 (no del 4,1 por 100) —ritmo que puede parecer bajo, pero que no lo es ni a escala occidental¹⁴, ni históricamente a escala española¹⁵— a partir de una supuesta ▷

¹³ Suponiendo, al respecto, un nivel de desempleo del 10 por 100.

¹⁴ A lo largo del periodo 2001-2007, etapa de crecimiento generalizado en Europa y Occidente, el ritmo de crecimiento de la población ocupada en la eurozona fue del 1,1 por 100. Por tanto, alcanzar en España un crecimiento sostenible y a largo plazo de la población ocupada del 1,5 por 100, habría sido más que suficiente para resolver a largo plazo nuestro problema de paro, sin incurrir en exageraciones absurdas (de demanda agregada sobre-apalancada) que hicieran crecer de modo no sostenible las tasas evolutivas de la población activa, de la ocupada y de la inmigración.

¹⁵ Nótese que el crecimiento interno del empleo en España en tiempos del «desarrollismo» fue de unos 100.000 empleos anuales, lo que representaba en la época aludida tasas evolutivas de en torno al 1 por 100 anual acumulativo, muy alejadas del 4,1 por 100 de la época 1996-2007.

(y por tanto ficticia aunque ya explicada) base de ocupación (empleo) de 15 millones de personas en 1996, la población ocupada de 2007 compatible con una tasa de paro del 10 por 100, debería haber llegado a unos 17,6 millones y no alrededor de 20,4 millones como efectivamente ocurrió. Al tiempo, de acuerdo con los supuestos anteriores —esto es, con población ocupada y activa crecientes a la tasa (supuesta) del 1,5 por 100, compatible con una tasa de paro constante del 10 por 100¹⁶— la población activa debería haber llegado en 2007 a una cifra de alrededor de 19,4 millones de personas, y no de 22,2 como en definitiva sucedió.

Si los anteriores cálculos, realizados para despejar las incógnitas del problema, estuvieran bien enfocados, sus resultados querrían decir que, en un mercado laboral más eficiente —con parámetros medios más cercanos a los europeos¹⁷— las poblaciones activa y ocupada subieron en España a lo largo del período analizado (1996-2007), por encima de lo sostenible, unos 2,8 millones de personas. Crecimiento excesivo correlacionado con el también excesivo volumen de viviendas construidas financiadas en gran medida con recurso al endeudamiento, en buena parte procedente del exterior.

Una evaluación alternativa del exceso de crecimiento del empleo (y posteriormente del exceso de desempleo inducido), en el periodo 1996-2007, podría obtenerse comparando el volumen de desempleo máximo del ciclo anterior —sin burbuja— de 1994 (3,8 millones de parados), con el volumen de desempleo máximo (tras la explosión de la burbuja) alcanzado al final del ciclo siguiente, en el primer trimestre de 2013 (de 6,0 millones); comparación que arroja una cifra aproximada de 2,2 millones de personas. Así pues, según este cálculo alternativo habrían entrado en el periodo 1996-2007, 2,2 millones de personas excedentes en la población activa, que finalmente habrían resultado adicionalmente desempleadas.

¹⁶ Si la tasa de paro ha de ser constante (10 por 100), entonces la población activa y la ocupación debería crecer a la misma tasa (1,5 por 100).

¹⁷ Con tasas de paro de alrededor del 10 por 100 y ritmos de crecimiento del empleo del 1,5 por 100.

5. Consecuencias económicas de la insostenibilidad. Daños inducidos a la economía española

La etapa comentada, referida (conjuntamente) al periodo 1996-2007, se caracterizó por generar un crecimiento económico sostenido —casi del 4 por 100 de media anual entre 1996 y 2007— pero paradójicamente no sostenible. Ese ritmo evolutivo fue más rápido que el de la Unión Europea —que se movía ya en un contexto tendencialmente regresivo— pero con un contenido de exageración en relación con el sector inmobiliario, el apalancamiento financiero y la inmigración que, tiempo después, a finales de 2008 comenzó a pasar factura.

Ciertamente, la etapa 1996-2007 tuvo un gran contenido de espejismo y riesgo. Se construyeron muchas más viviendas de las convenientes, y se hicieron muchas obras públicas innecesarias, tanto de infraestructura general como local, particularmente en algunas grandes ciudades y en sus suburbios. Y, sobre todo, muchos de los gastos realizados se financiaron a crédito o emitiendo deuda; endeudamiento claramente excesivo que, realizado de modo «irracional»¹⁸, colocó a España y a su banca (incluyendo, por supuesto, a las cajas de ahorro) en situación de gran vulnerabilidad. Ciertamente, al primer empujón externo (2008), el edificio comenzó a tambalearse; pero, es mi opinión —deducida de los anteriores cálculos y supuestos— que, si ese empujón externo no se hubiera producido, el edificio también se hubiera desmoronado en función de la debilidad y la falta de realismo de sus fundamentos (oferta anual de viviendas muy superior a la demanda anual no especulativa de las mismas).

Dicho lo anterior, me detendré a continuación en los llamados daños inducidos por el modelo desarrollado en la época 1996-2007; un modelo nunca explicitado como tal, pero respaldado por los sucesivos Gobiernos y por el Banco de España, vía silencio. Deméritos que habrá que restar a los ▷

¹⁸ Me refiero a la concentración del crédito en el sector de la construcción, a la imprudente concesión de créditos sin coaseguramiento, etcétera.

méritos atribuibles al modelo, sea en términos de crecimiento del PIB o del PIB per cápita en la larga etapa de auge (1996-2007), o en términos de decrecimiento en la etapa recesiva (2009-2013). Y todo ello a fin de obtener su contribución neta al bienestar de los ciudadanos españoles.

En relación con esos daños inducidos (en términos de PIB y de desempleo) me detendré inicialmente en la evaluación de los daños económicos generados y extendidos durante 5 años (2009-2013)¹⁹ por la última etapa de crecimiento largo y «rápido» del siglo xx, la etapa 1996-2007.

Dejando a un lado los ya mencionados cálculos provisionales sobre la creación de empleos no sostenibles (entre 1996-2007), que después se transformarían en parados adicionales a los «naturales» (unos 2,2-2,8 millones), a continuación se centra la atención en lo sucedido con el PIB entre los años 2009 y 2013, cuyo ritmo evolutivo medio (negativo) en términos del PIB, mide el daño infligido en la época anterior sobre el PIB de España en la fase final del ciclo económico (2009-2013). Pues bien, la conclusión al respecto es que el PIB de España ha evolucionado en los últimos 5 años post-crisis (2009-2013) a una tasa negativa anual media de alrededor del -1,3 por 100, con caída final acumulada del 7 por 100 del PIB de 2008, en términos aproximados²⁰.

Ahora bien si, en lugar de fijarnos en las cotas inicial y final del PIB, se calculara la integral de la caída —total sumado del PIB deficitario durante cada uno de los 5 años referidos, con respecto al de 2008— podría deducirse que, entre 2009 y 2013, las pérdidas totales de PIB fueron de alrededor del 24 por 100 del PIB alcanzado en 2008, nada menos que unos 260.000 millones de euros del año 2000, cifra semejante a las Rentas Nacionales Brutas (RNB) actuales (2014)²¹ de Chile o Israel.

¹⁹ Nótese que en 2014 la economía española volvió a territorio positivo creciendo al 1,1 por 100. Obsérvese, sin embargo, que ese llamado crecimiento no era sino una primera entrega del previsible proceso de recuperación del PIB máximo de 2008.

²⁰ Hace casi dos años se facilitaron cifras algo más desfavorables en relación con las pérdidas de PIB acumuladas durante el periodo 2009-2013. Se trataría del 7,5 por 100 del PIB de 2008. Véase Laborda, A. (2013, 1 de diciembre). Disponible en: elpais.com

²¹ Véase World Bank (2015). World Development Indicators, Cuadro 1.1.

Alternativamente, los costes inducidos también podrían medirse acumulando a las tasas de crecimiento del periodo 1996-2008, las tasas (negativas en su conjunto) del periodo 2009-2013. Tal acumulación arrojaría para el periodo 1996-2013 un crecimiento medio anual del PIB real del 2,1 por 100. Realmente una cifra no muy alta, significativamente menor que el 3,9 por 100 del periodo de auge, 1996-2007. Si a esa cifra le restáramos el crecimiento poblacional de la época, del 1,2 por 100 (incluidos los inmigrantes), llegaríamos a una tasa de crecimiento medio del PIB per cápita de los últimos 20 años del 0,9 por 100. Tasa media de cuasi estancamiento, relativa al periodo 1996-2013 que, aproximadamente, solo permite duplicar el nivel de vida de la gente cada 80 años. Tasa de crecimiento del PIB per cápita (0,9 por 100) por lo demás casi idéntica a la del cuasi estancamiento (del 0,8 por 100), registrada en tiempos de la transición política (1975-1985). De acuerdo con lo anterior, podría decirse que en la etapa 1996-2013 se creció muy poco en términos del PIB per cápita.

Ciertamente, esos son daños inducidos muy importantes; muchísimo mayores que los acaecidos en los cinco años posteriores a la crisis de 1973. Nótese al respecto que los daños inducidos tras la época del «desarrollismo» —si es que puede usarse esa expresión cuando en ningún año del periodo post-crisis (1974-1978) se incurrió en cifras negativas de crecimiento del PIB— consistieron tan solo en una caída media del ritmo evolutivo (creciente) del PIB, que pasó desde el 7,2 por 100 en el periodo 1961-1973 hasta otra tasa bastante menor, pero positiva, de alrededor del 2,7 por 100 en el lapso 1974-1978.

Finalmente, si a continuación nos centráramos en la evolución del empleo en años posteriores al inicio de la última crisis (2008), tendríamos que concluir que la caída del empleo fue mucho mayor, repentina e intensa en el periodo 2009-2013 que en cualquier otro ciclo de los desarrollados en los últimos 55 años, esto es, desde 1960. En efecto, en ese periodo de 5 años, 2009-2013, la tasa de desempleo se elevó unos 15 puntos porcentuales²², mientras ▷

²² Y ello a partir de una elevación previa y desmesurada (1996-2007) de la población activa que finalmente infló el número de parados hasta cifras sin precedentes.

que, por ejemplo, en los tiempos iniciales de la transición política, o periodo «post-crisis del desarrollismo» (1974-1978), la tasa de paro tan solo se incrementó por 3,2 puntos porcentuales. En realidad, las reservas acumuladas por las empresas en tiempos del «desarrollismo» permitieron absorber las elevaciones exageradas de los salarios iniciadas en 1974-1975, lo que dio lugar a que el paro subiera moderadamente en los cinco años siguientes a la crisis de 1973-1974, desde el 6 al 9,2 por 100.

6. Conclusiones

Al establecer los objetivos de política económica conviene fijar cifras de empleo, o de otras variables, que puedan ser alcanzables razonablemente. En este sentido, si el pasado reciente ha probado la insostenibilidad de las cifras alcanzadas de población activa y de empleo de 2007, carece de sentido plantearse hoy volver a sendas que en 2007 se mostraron ya como no sostenibles.

Recuérdese al respecto que en 2007 se llegó a una cifras de empleo de 20,4 millones de personas, cuando lo razonable –según lo calculado líneas

atrás– es que tal cifra hubiera alcanzado como mucho 17,6 millones de empleos. Si a esa última cifra le aplicáramos una tasa máxima de crecimiento sostenible de la ocupación del 1,5 por 100 anual²³ a lo largo del periodo 2008-2015, hoy (junio de 2015) el empleo calculado sostenible sería como de 19,8 millones, en tanto que la ocupación efectiva de hoy es tan solo de 17,9. Queda por tanto un déficit de empleo sostenible a crear de 1,9 millones de puestos de trabajo, que como muy pronto no debería cerrarse hasta 2022, si no se quieren generar nuevas burbujas. Y todo ello, si se me permite, condicionado a que el 1,5 por 100 de crecimiento medio anual de la ocupación no sea exagerado.

Por tanto, cabe concluir que una cifra de desempleo del 10 por 100 semejante a la media europea actual no se alcanzará en España, en el mejor de los casos, hasta 2022, lo que representará finalmente una travesía del desierto de unos 13 años, los comprendidos entre 2008 y 2021.

²³ Se trata de una tasa (1,5 por 100) quizá sostenible a medio plazo; aunque a corto la correspondiente tasa podría ser mayor, en función del efecto rebote en el que parece estar hoy envuelta la economía española. Nótese que en junio de 2015 el empleo crecía en España a una tasa interanual cercana al 3 por 100.

INFORMES MENSUALES DE COMERCIO EXTERIOR



Los informes mensuales de comercio exterior se elaboran por la Secretaría de Estado de Comercio a partir de los datos suministrados por Aduanas. Consiste en una radiografía completa del sector, tanto del mes como del acumulado del año. Las exportaciones e importaciones se clasifican de acuerdo a múltiples criterios, como el origen y destino o los capítulos económicos en los que se engloban. Los datos también se desglosan por comunidades autónomas.

*Mercedes Alda García**
*Ana García Taboada**
*Isabel Marco Sanjuán**

APARICIÓN Y CRECIMIENTO DE LOS ETF EN ESPAÑA

Una interesante inversión alternativa poco conocida en tiempos de crisis

A pesar de la reciente aparición de los fondos cotizados (Exchange Traded Funds, ETF) en España, estos han alcanzado una importancia considerable, con una inversión superior a los 44.560 millones de euros en junio de 2015. Los ETF son productos híbridos entre los fondos de inversión y los títulos de renta variable, que replican un índice y cotizan en mercados regulados. Se han convertido en una inversión estratégica en periodos de crisis dada su gran accesibilidad, por lo que analizamos sus características, principales magnitudes y evolución, así como las ventajas respecto a los fondos tradicionales de este prometedor producto de inversión.

Palabras clave: ETF, inversión colectiva, fondos cotizados, producto de inversión.
Clasificación JEL: D53, G23.

1. Introducción

A lo largo de las últimas décadas la inversión en productos de inversión colectiva ha experimentado un crecimiento exponencial en España. Entre estos productos se encuentran los Fondos de Inversión Cotizados, conocidos también por sus siglas en inglés: ETF, Exchange Traded Funds, que pese a su reciente creación en España, en 2006, han presentado un crecimiento notable, alcanzando una inversión superior a los 44.560 millones de euros en junio de 2015¹.

Los ETF son instrumentos de inversión híbridos entre los fondos de inversión y las acciones, de manera que las participaciones del fondo son negociadas en Bolsas de Valores, siendo su objetivo principal la

réplica de un índice financiero. Esta gestión indexada o pasiva, réplica de un índice, conlleva la compra de todos los valores que integran el índice en la misma proporción.

Los fondos cotizados, poco conocidos entre los inversores particulares en España, ofrecen interesantes características y opciones de inversión, especialmente ante situaciones coyunturales de bajos tipos de interés, como la actual. Por ello analizamos este producto alternativo de inversión que ofrece atractivas posibilidades, bajo un marco de regulación legal y de protección del inversor.

A pesar de la creciente importancia de los ETF en el mercado español, y dado lo que nos es conocido, no existen estudios previos que analicen su evolución y características, por lo que en este trabajo se realiza un estudio pormenorizado con el objeto de conocer mejor la situación de este producto de inversión menos tradicional. ▷

* Universidad de Zaragoza.

Versión de septiembre de 2015.

¹ Bolsas y Mercados Españoles BME (www.bolsasymercados.es).

El artículo se estructura en los epígrafes que desarrollamos a continuación. En el apartado dos se realiza la descripción del producto, su tipología y normativa reguladora, analizando sus principales características y atractivas diferencias con respecto a los fondos de inversión tradicionales. En el apartado tres se muestra el funcionamiento y método para replicar índices. En el cuarto epígrafe se analizan las principales magnitudes de este segmento del mercado de inversión y su importancia en el mercado de capitales. Este apartado se completa con el análisis detallado de los ETF indexados a índices de la familia IBEX, dado que son los más representativos en cuanto a volumen de negociación en el mercado español. En el último apartado se recogen las principales conclusiones.

2. Los ETF: origen y características

2.1. Origen

El origen de los ETF se encuentra vinculado a los fondos SPDR (Standard & Poor's Depositary Receipts), que empezaron a comercializarse durante los años noventa en Estados Unidos, con los que se buscaba replicar índices bursátiles. No obstante, tal y como indica Gastineau (2010), el primer fondo cotizado aparece en Canadá en la Bolsa de Toronto en 1989, y el primer fondo cotizado en Estados Unidos no aparece hasta 1993, lanzado por State Street Global Advisors, bajo la denominación The SPDR fund. Este fondo seguía al índice Standard & Poor's 500 y, actualmente, con el nombre SPDR S & P 500 es el ETF más conocido del mercado americano. Desde entonces, el desarrollo de los ETF ha sido constante, experimentando un crecimiento del 30 por 100 en los últimos diez años, y alcanzando una inversión de 2,6 billones de dólares a nivel mundial durante el tercer trimestre de 2014 (Blackrock, 2014; Hurlin *et al.* 2015).

La llegada a Europa de estos productos se produce en el año 2000, pero no es hasta 2006

cuando comienzan a comercializarse en España, tras la aprobación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Legalmente, y a todos los efectos, en España, los ETF son fondos de inversión que siguen un estilo de gestión pasiva indexada, cuya principal diferencia con un fondo tradicional es que las participaciones se negocian y liquidan en el mercado bursátil como si de acciones se tratase.

En sus inicios los ETF eran negociados en su mayoría por inversores institucionales, principalmente realizando operaciones de mantenimiento de efectivo durante cambios de estrategia de inversión; sin embargo, en la actualidad también son contratados por inversores minoristas, gracias a las mejoras experimentadas en su operativa y accesibilidad, así como a la amplia expansión que han vivido en los mercados internacionales.

2.2. Características de los ETF en España y diferencias con los fondos de inversión no cotizados

Los fondos cotizados comparten muchas de sus características con los fondos de inversión tradicionales, pero presentan una gran diferencia en cuanto a su política de inversión, que consiste, en principio, en replicar a un índice de referencia.

El patrimonio del fondo se divide en un conjunto de participaciones que al ser adquiridas o suscritas por los inversores les confieren la condición de partícipes. La unidad mínima de contratación es una participación, lo cual facilita el acceso al mercado a todo tipo de inversores.

Muchas de las ventajas de los partícipes de esta tipología de fondos de inversión son las mismas que adquirirían al invertir en fondos de inversión tradicionales: diversificación, sencillez operativa e inversión global (invertir en cualquier mercado del mundo sin tener conocimientos sobre las empresas que cotizan en ellos).

Pero cabe destacar importantes diferencias a favor del inversor en ETF: ▷

- Valoración en tiempo real. Los fondos cotizados tienen un precio o cotización en todo momento a lo largo de la sesión bursátil, a diferencia de lo que sucede con el resto de los fondos de inversión, cuyas participaciones son suscritas o reembolsadas al valor liquidativo diario que se obtiene cada día.

- Liquidez. La adquisición y venta de fondos cotizados tiene una liquidez inmediata, ya que pueden ser adquiridos o vendidos en cualquier momento durante la fase del mercado abierto del mercado continuo. Esto no es posible en los fondos de inversión no cotizados. Esta circunstancia se debe también a la actuación de los especialistas encargados de fomentar la liquidez de los ETF, como se comentará más adelante.

- Mayor transparencia. Durante la sesión bursátil se conoce en todo momento la composición de la cartera de valores de los ETF, así como su precio de cotización o valor liquidativo.

- Posible reparto de dividendos. En la mayoría de los fondos de inversión tradicionales de carácter financiero los rendimientos de los títulos que forman parte de la cartera se reinvierten. A diferencia de ello, los fondos cotizados de renta variable pueden repartir dividendos, atendiendo al criterio del gestor del ETF.

- Gestión pasiva. A los inversores que consideran que los mercados son prácticamente imposibles de batir en el largo plazo (mercados eficientes) les permite adoptar una postura pasiva en la inversión y obtener la rentabilidad del mercado, representado por el índice bursátil replicado.

- Gestión activa. Con los ETF también es posible realizar operaciones de *trading* o de especulación a corto, medio o largo plazo, como si se tratara de acciones. Se pueden formar carteras de ETF, sobreponderando o infraponderando los diferentes países, mercados o sectores en función de su sobrevaloración o infravaloración.

- Estrategias sofisticadas. Además de las estrategias activa y pasiva, los fondos cotizados permiten una amplia gama de estrategias de especulación, e incluso de cobertura con instrumentos

financieros derivados (opciones y futuros) sobre ETF.

- Menores costes. La adquisición de fondos cotizados se realiza al mismo coste que la compra o venta de acciones. No se les aplica las comisiones de suscripción y de reembolso que son habituales en los fondos de inversión no cotizados.

Además, la inversión en un ETF implica una única operación de compra que se invierte en una cesta de valores, frente al elevado coste que supondría para el inversor particular reproducir un índice bursátil comprando, en las mismas proporciones, el conjunto de valores que constituyen el índice y soportar elevadas comisiones. De esta manera, las economías de escala y de gestión alcanzadas por los fondos se traducen en una reducción de costes. No obstante, estos fondos soportan una serie de comisiones que se detallan a continuación:

- Comisión de intermediación o corretaje. Es la cobrada por el intermediario (sociedad o agencia de valores) al realizar la operación de compra-venta. En el caso de que la orden se curse a través de una entidad que no sea miembro de mercado habrá que añadir un porcentaje adicional. Esta comisión es de libre fijación por parte del intermediario.

- Canon de Bolsa. Según los tipos establecidos por la Sociedad de Bolsas, variable en función del efectivo de la operación.

- Canon de Iberclear. Iberclear es el organismo de compensación y liquidación de valores. El canon por este concepto fluctúa en función del efectivo de la operación.

- Comisión de gestión. Es la aplicada por la gestora en función del patrimonio del fondo, de sus rendimientos, o de ambos.

- Comisión de administración, depósito o custodia de valores. Se aplica normalmente con periodicidad semestral y se cobra por la administración informática de las participaciones, la gestión de dividendos, la asistencia a juntas, el canje de valores...

Los agentes que intervienen en la operativa de los fondos de inversión cotizados, además de los ▷

partícipes (personas físicas, jurídicas u otras Instituciones de Inversión Colectiva que realizan aportaciones al fondo), son: el emisor y el gestor, el depositario y los especialistas.

El emisor y gestor es el que constituye el fondo cotizado y se encarga de la promoción o difusión, emisión y reembolso de las participaciones, toma de decisiones de inversión y desinversión, mantiene la cartera ajustada para replicar al índice de referencia, lleva la administración, gestión y representación de los fondos, así como el cálculo del valor liquidativo indicativo.

Por otro lado, existe una sociedad depositaria, (distinta de la sociedad gestora), que se encarga del depósito y custodia de los valores o activos adquiridos por el ETF, así como de la vigilancia y el control de la sociedad gestora.

Cabe destacar que en este mercado aparece la figura de los especialistas (*market makers*), entidades miembros del mercado encargadas de comprar o vender participaciones en el fondo a la sociedad gestora para cumplir su obligación de otorgar liquidez al producto. Los especialistas favorecen la difusión y el proceso de formación de precios, de manera que trabajan con una horquilla máxima de precios que ofrecen al inversor interesado en contratar, permitiendo la realización de negociaciones en el mercado secundario a precios en línea con el valor liquidativo indicativo del ETF.

Adicionalmente, en el mercado primario, facilitan que el número de participaciones disponibles de cada fondo en cada momento sea el adecuado, de manera que cada valor que se negocia en un segmento debe tener al menos un especialista. La actuación simultánea de los especialistas en los mercados primario y secundario permite que el precio se mantenga en niveles cercanos al valor patrimonial del fondo a través del arbitraje. Por lo tanto, los especialistas son creadores artificiales de liquidez.

Los ETF son supervisados por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), organismo público al que corresponde la vigilancia,

supervisión e inspección de los mercados de capitales velando por su transparencia, por la correcta formación de precios y por la protección de los inversores. Además, con el objetivo de reforzar su seguridad, en 2001 se creó el Fondo de Garantía de Inversores (FOGAIN), que acumula las aportaciones realizadas por las sociedades adheridas, y cubre hasta un máximo de 100.000 euros de pérdida por inversor en caso de que una sociedad comercializadora entrara en concurso de acreedores, o la CNMV realizara una declaración de insolvencia.

2.3. Normativa y requisitos para su admisión en el mercado bursátil

Al tratarse de fondos de inversión, los ETF se encuentran regulados por la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y los Reales Decretos 1309/2005 y 1082/2012.

Los requisitos para la admisión a negociación en el mercado bursátil de las participaciones de este tipo de fondos (Real Decreto 1082/2012, artículo 79) son:

- Obtener la autorización de la CNMV.
- El objetivo de la política de inversión debe ser reproducir un índice financiero con una composición suficientemente diversificada, de fácil reproducción, de un mercado o conjunto de valores de referencia con una adecuada difusión.
- Los valores del fondo deben ser activos aptos para la inversión.
- La sociedad gestora determina la paridad, la composición y/o la cantidad de efectivo que tiene que ser intercambiada por participaciones.
- Deben existir entidades que asuman posiciones compradoras o vendedoras de participaciones con un diferencial máximo de precios (*market makers*) para facilitar que la cotización sea lo más próxima posible al valor liquidativo estimado.
- Se debe realizar una difusión adecuada del fondo a través de la sociedad rectora de la bolsa en la que cotice. ▷

CUADRO 1
 TIPOLOGÍA DE ETF

Tipología	Descripción
Sobre índices de renta variable	Replican índices de las principales bolsas mundiales: IBEX-35, FTSE 100, CAC 40, Dow Jones...
Sobre índices de renta fija	Replican índices de activos de renta fija (obligaciones y bonos gubernamentales y privados).
Monetarios	Indexados a activos de deuda estatal a corto plazo y otros activos del mercado interbancario de máxima calificación crediticia.
Sobre índices de materias primas	Estos no aparecen hasta principios del siglo XXI (Corbet y Twomey, 2014) y actúan sobre los mercados de materias primas.
Sobre índices nacionales	Indexados a mercados nacionales, ya sean de renta fija o variable. En el caso de España su referencia es el IBEX-35.
Sobre índices regionales	Indexados a índices de renta fija o variable que representan empresas de determinadas regiones dentro de un país, continente o grupo económico, como por ejemplo el Índice MSCI del Pacífico.
Sobre índices globales	Indexados a índices de renta fija o variable a nivel mundial (Ejemplo: MSCI World Index, S&P Global 100...).
Sobre índices según su capitalización	Representan grupos de valores en función del nivel de capitalización bursátil (alta, media o baja); por ejemplo, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap en España.
Sectoriales	Replican índices de los diferentes sectores empresariales; por ejemplo, respecto al índice S&P Global Clean Energy Index.
Apalancados	Replican el índice con una determinada proporción de apalancamiento, incrementando las ganancias o pérdidas según la proporción, pero asumiendo mayor riesgo.
Inversos	Operan en sentido contrario al del mercado.
Inversos y apalancados	Combinan las dos características anteriores.
Alternativos	Sobre volatilidad, inflación, índices que agrupan empresas susceptibles de sufrir transformaciones (OPA, fusiones...); por ejemplo, sobre Credit Suisse Merger Arbitrage Liquid Index.
Agrupados por estilo de inversión	De crecimiento, de dividendos, agresivos, según horizonte temporal; por ejemplo, el estilo <i>target retirement date</i> tiene el objetivo de obtener unos beneficios para afrontar la jubilación.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BME (www.bolsasymercados.com).

2.4. Tipología

Los ETF se diferencian según el índice que replican o el estilo de inversión que adoptan. Una clasificación, en la que las categorías no son excluyentes entre sí, podría ser la que se incluye en el Cuadro 1.

2.5. Fiscalidad

Respecto a las personas físicas, la diferencia entre el importe obtenido en la venta y el satisfecho en la compra de un ETF se considera una ganancia o pérdida patrimonial, que se integra en la base imponible del ahorro o en la base general, dependiendo del plazo en el que se haya generado, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En caso de que varios titulares compartiesen la propiedad de las participaciones, los rendimientos se consideran obtenidos en proporción a la titularidad que cada uno tenga asignada. Si no se ha señalado expresamente ningún porcentaje, se presume titularidad a partes iguales.

Además, desde el 1 de enero de 2015 (Ley 26/2014) no existe distinción por antigüedad, y el tipo de gravamen aplicable es del 20 por 100 para los primeros 6.000 euros, el 22 por 100 para la ganancia adicional hasta los 50.000 euros, y el 24 por 100 para el importe que exceda los 50.000 euros. Esta retención será también aplicable a los dividendos repartidos, en caso de que existan, sin que haya lugar a la exención de los primeros 1.500 euros, tras la entrada en vigor de la normativa.

Por último, a diferencia de los fondos de inversión tradicionales, no se aplica retención a cuenta sobre las ganancias patrimoniales de su transmisión; sin embargo, no se les aplica la exención de tributación por el traspaso de participaciones, del que sí se benefician los fondos tradicionales.

2.6. Ventajas y riesgos

La inversión en ETF, al igual que en cualquier otro producto de inversión colectiva, supone una serie de ventajas y desventajas. Respecto a las ▷

ventajas, en primer lugar, estos fondos se adecuan al perfil del inversor, de manera que los inversores pueden elegir un fondo u otro, según su vocación inversora; es decir, según el riesgo que se está dispuesto a asumir, el grado de diversificación deseado, el tipo de activo en el que invertir, el nivel de rentabilidad deseado, etcétera.

En segundo lugar, estos productos se caracterizan por un elevado nivel de información y transparencia. Cada fondo debe poseer un folleto informativo con las principales características, información sobre la evolución de su patrimonio y la composición de la cartera con periodicidad anual. Este folleto es proporcionado por las sociedades gestoras a los partícipes.

En tercer lugar, el inversor puede observar el precio y sus fluctuaciones en todo momento a lo largo de la sesión bursátil, al contrario que en el resto de fondos de inversión, cuyas participaciones son suscritas y reembolsadas al valor liquidativo diario que se obtiene al cierre. El único posible desajuste que se puede producir es en los ETF sobre índices de acciones, concretamente el día de reparto de dividendos, pero el desajuste se subsana una vez repartidos los dividendos. Respecto a estos últimos, a diferencia de la mayoría de fondos de inversión, que siguen una política de reinversión de dividendos, los ETF de renta variable pueden repartir dividendos si el gestor del ETF lo considera oportuno.

Por otro lado, los riesgos de una inversión de estas características son los mismos que en una inversión en activos del mercados secundario (acciones, bonos...). Por lo tanto, este producto está orientado a clientes que estén dispuestos a asumir los riesgos habituales de entrar en el mercado, de manera que se debe adecuar el perfil de riesgo del inversor con el perfil de riesgo del producto. Sin embargo, la diversificación de la cartera modelo hace que sea, por lo general, un producto de riesgo moderado.

En concreto, podemos diferenciar distintos riesgos en función de si el índice replicado es de renta fija o de renta variable. Respecto a los ETF sobre

renta variable, el gestor se debe enfrentar principalmente a los dos tipos de riesgo en los que se incurre al contratar acciones: el riesgo específico y el riesgo sistemático. El riesgo específico dependerá de cada título y de las condiciones de la empresa que lo emita (sector de actividad, solvencia, endeudamiento, planes de crecimiento...), por lo que con una diversificación adecuada se puede reducir, e incluso eliminar. Por otro lado, el riesgo sistemático no es diversificable, ya que no depende de las características del título, sino de los factores generales del mercado, como la evolución económica o acontecimientos políticos, por lo que afectarán al conjunto total de la cartera.

Respecto a los ETF sobre índices de renta fija, los principales riesgos a tener en cuenta son: el riesgo de tipo de cambio, el riesgo país, el riesgo de crédito y, según el tipo de activo, el riesgo de liquidez.

Por último, en los ETF con un horizonte de inversión temporal corto, como los monetarios, se debe prestar atención al riesgo de reinversión, ya que al llegar el vencimiento del activo replicado, el gestor debe encontrar otro de similares características en un periodo de tiempo breve. No obstante, debido a la gran oferta existente de este tipo de activos en el mercado (REPO de deuda, letras a corto plazo, etcétera), este riesgo suele ser mínimo.

3. Funcionamiento y réplica del índice

Según el índice que se pretende replicar, el funcionamiento del fondo varía, ya que existen diversos métodos de réplica. Dado que la réplica de índices bursátiles es la más común, en este apartado nos centramos en las formas de replicar un índice bursátil. Existen diversos métodos para replicar un índice, siendo los más habituales: réplica física, réplica mediante optimización y réplica sintética.

La réplica física consiste en la compra de todos los valores que conforman el índice, o bien una parte representativa de ellos. Por tanto, se puede ▷

distinguir entre réplica completa (*full replication*) y mediante muestreo estratificado (*stratified sampling*).

Respecto a la réplica completa, ésta consiste en adquirir todos los valores que constituyen el índice de acuerdo a su ponderación en el mismo. Es muy apropiada para replicar índices compuestos por pocos valores. Permite obtener el rendimiento del índice alejándose muy poco (bajo *tracking error*). Por otro lado, la réplica mediante muestreo estratificado (*stratified sampling*) consiste en componer una cesta de valores mediante un subconjunto de títulos constituyentes del índice. Los valores se agrupan en función de una serie de características, como sector de actividad, valor, expectativas de crecimiento, reparto de dividendos o capitalización. A continuación, a cada característica se le asigna una ponderación en función del peso que ese grupo de valores tiene en el índice. Finalmente, se selecciona un valor de cada sección de manera aleatoria y se pondera por el porcentaje que le corresponde según su sector. La réplica estratificada permite a la cartera que coincida con las características fundamentales del índice, sin realizar una réplica completa.

En segundo lugar, la réplica mediante optimización, también llamada *sampled optimization*, se basa en el uso de un programa-algoritmo de optimización que elabora carteras más eficientes que las determinadas mediante muestreo estratificado.

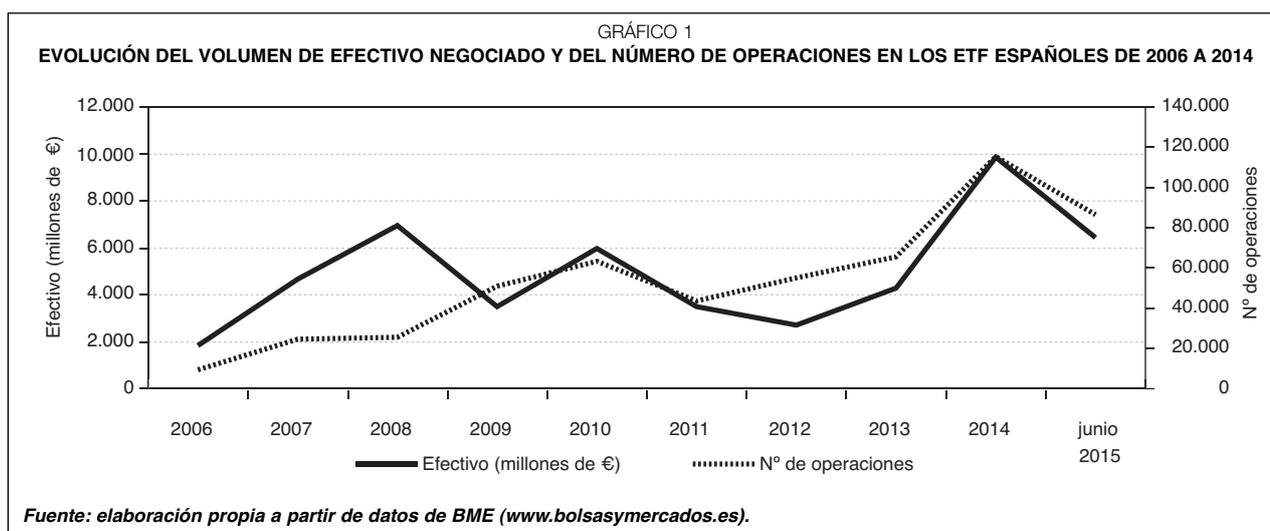
Por último, la réplica sintética no implica la compra física de los títulos del índice, por lo que se estructurará mediante activos sustitutivos; es decir, valores que no tienen por qué coincidir con los valores compuestos por el índice que se replica, pero que tienen un comportamiento y unas características muy similares. Asimismo, también pueden estructurarse mediante *swap-based replication*. Esta técnica consiste en un contrato de *swap*, o permuta financiera, que se lleva a cabo en mercados OTC (no regulados), en los que una entidad financiera se compromete a pagar a la gestora el rendimiento del índice al que esté referenciado el ETF, a cambio de las plusvalías que genere el colateral. Lo más usual es utilizar un *swap* de rendimiento

entre dos índices; por ejemplo, recibir el rendimiento del índice Dow Jones a cambio de dar el rendimiento del IBEX-35.

La réplica sintética implica menores costes, menor *tracking error*, la eliminación del rebalanceo del índice y los problemas derivados por el pago de dividendos. La estructura planteada en la réplica sintética es, en términos de rentabilidad, más eficiente, pero conlleva unos mayores riesgos, ya que al tratarse de un contrato OTC, no tiene el respaldo de una posición directa larga en las compañías del índice, y su complejidad es mayor, por lo que puede dificultar el acceso a pequeños inversores. Por ello, la réplica más extendida es la réplica física.

Aclarar que los índices susceptibles de que su comportamiento diario sea replicado en un ETF son aquellos que pueden ser utilizados como subyacentes de un producto derivado (índices denominados de segunda generación) o inversos y apalancados (denominados de tercera generación). Los apalancados, tal y como indica Shum *et al.* (2015), son unos productos nuevos, ya que aparecieron en 2006. En el caso del mercado de valores español, existen los siguientes índices de tercera generación:

- IBEX 35 inverso: se compone de los mismos valores que el índice IBEX 35, y replica el comportamiento diario inverso del índice IBEX 35 con dividendos mediante un término inverso, e incorpora un elemento de inversión en renta fija libre de riesgo.
- IBEX 35 doble inverso.
- IBEX 35 inverso triple.
- IBEX 35 inverso por cinco.
- IBEX 35 doble apalancado: se compone de los mismos valores que el índice IBEX 35, y duplica el comportamiento diario del índice IBEX 35 tradicional, incorporando un elemento de financiación para alcanzar el nivel de apalancamiento necesario.
- IBEX 35 doble apalancado bruto: duplica el comportamiento diario del IBEX 35 con dividendos.
- IBEX 35 doble apalancado neto: replica y apalanca por dos el IBEX 35 con dividendos netos (descontando la retención). ▷



- IBEX 35 apalancado por tres.
- IBEX 35 apalancado neto por tres.
- IBEX 35 apalancado neto por cinco.

TABLA 1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE FONDOS ETF EN ESPAÑA 2006-2015

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Junio 2015
Nº	5	21	30	32	65	75	73	68	-	70

Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME.

4. Análisis del mercado español de los ETF

4.1. Cifras generales: negociación, número de fondos e inversión

A pesar de que los ETF son un producto novedoso en el mercado bursátil español, estos han experimentado una evolución muy positiva a lo largo de los nueve años de funcionamiento que llevan operando en España, alcanzando una inversión superior a los 44.560 millones de euros en junio de 2015, utilizándose tanto para canalizar el ahorro, como para la especulación o la cobertura.

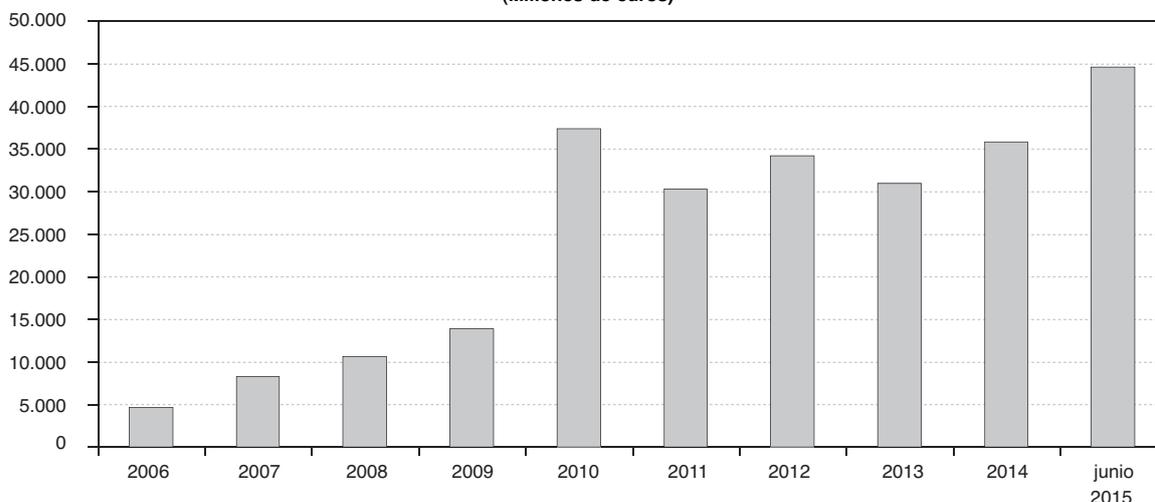
Desde sus comienzos en 2006, tal y como se observa en el Gráfico 1, los ETF tuvieron una notable acogida en el mercado, triplicando su volumen de negociación de 2006 a 2008, pasando de una negociación inferior a los 1.800 millones de euros a casi unos 7.000 millones de euros. No obstante, este producto también se ha visto afectado por la crisis financiera, disminuyendo el volumen de negociación desde 2008 a 2012, descendiendo hasta los 2.700 millones de euros, a pesar de que la recuperación bursátil favoreció un repunte en 2010. No obstante, durante los años 2013 y 2014

el producto ha experimentado una recuperación destacable, llegando a máximos históricos de negociación con un volumen de efectivo superior a los 9.800 millones de euros en 2014. De hecho, solo en la primera mitad de 2015, la negociación ha superado los 6.400 millones de euros, y se observa una trayectoria creciente continua en el número de operaciones (a pesar del descenso en 2011), desde 9.100 operaciones en 2006, hasta más de 115.100 en 2014. Por tanto, se observa cómo este producto se está afianzando en el mercado y se está convirtiendo en una inversión alternativa cada vez más factible.

Respecto al número de fondos ETF existentes en España, la Tabla 1 muestra su evolución desde 2006 hasta junio de 2015. En ella podemos apreciar que en el año de su aparición, 2006, sólo existían 5 fondos, pero en 2007 la cifra se elevó hasta 21 fondos, valor que ha ido creciendo hasta alcanzar un máximo de 75 en 2011. A pesar de que el número de fondos ha ido disminuyendo desde entonces, en junio de 2015 esta cifra se elevaba a 70 ETF.

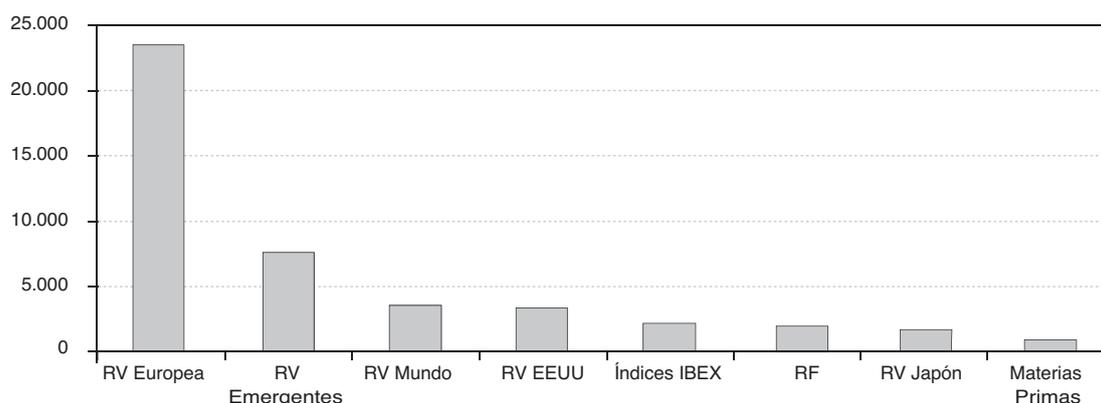
Considerando las cifras de inversión, el Gráfico 2 muestra la evolución del patrimonio invertido ▷

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS ETF EN ESPAÑA 2006-2015
(Millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de Bolsas y Mercados (www.bolsasymercados.es) e Informes anuales de mercado de BME (2007, 2011, 2012, 2013).

GRÁFICO 3
PATRIMONIO INVERTIDO EN ETF EN ESPAÑA POR CATEGORÍAS (JUNIO 2015)
(Millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME (www.bolsasymercados.es).

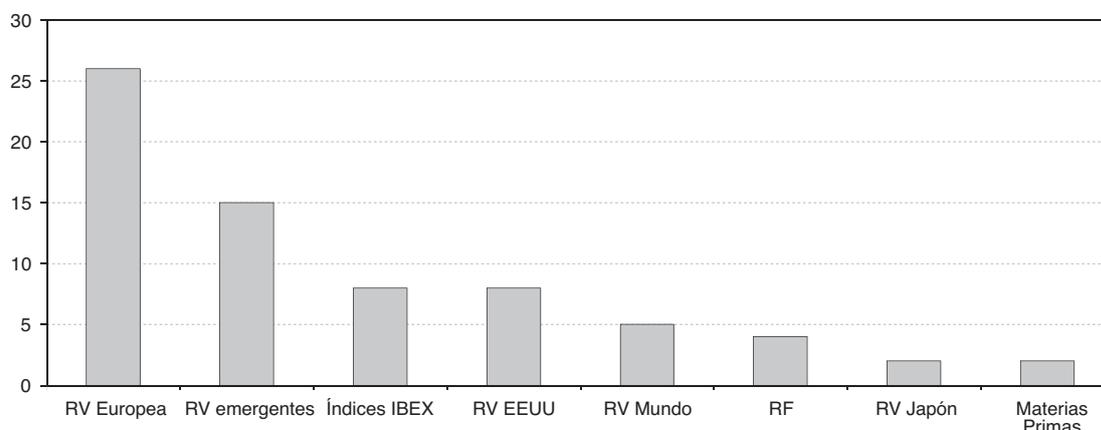
desde 2006 hasta junio de 2015. En dicho gráfico se aprecia una evolución constante positiva hasta 2010, destacando el gran crecimiento de 2009 a 2010, periodo en el que se pasó de una inversión superior a los 13.000 millones de euros en 2009 a más de 37.000 millones de euros en 2010. Sin embargo, en 2011 se hace patente la crisis, con un descenso de la inversión (30.200 millones de euros), volviendo a crecer en 2012 (34.100 millones de euros), y a pesar del nuevo descenso en 2013, existe un crecimiento muy positivo a lo largo de los últimos dos años, alcanzando máximos históricos de 44.593 millones de euros en junio de 2015.

4.2. Inversión según categorías

Los ETF en España se dividen en 8 categorías de inversión, según el tipo de índice que replican. Concretamente, las categorías existentes en la actualidad son: fondos que replican índices IBEX; fondos que replican índices de renta variable europea, de Estados Unidos y emergentes; fondos que replican índices de renta variable globales; fondos que replican índices de renta fija; fondos que replican índices de renta variable de Japón, y fondos que replican índices de materias primas.

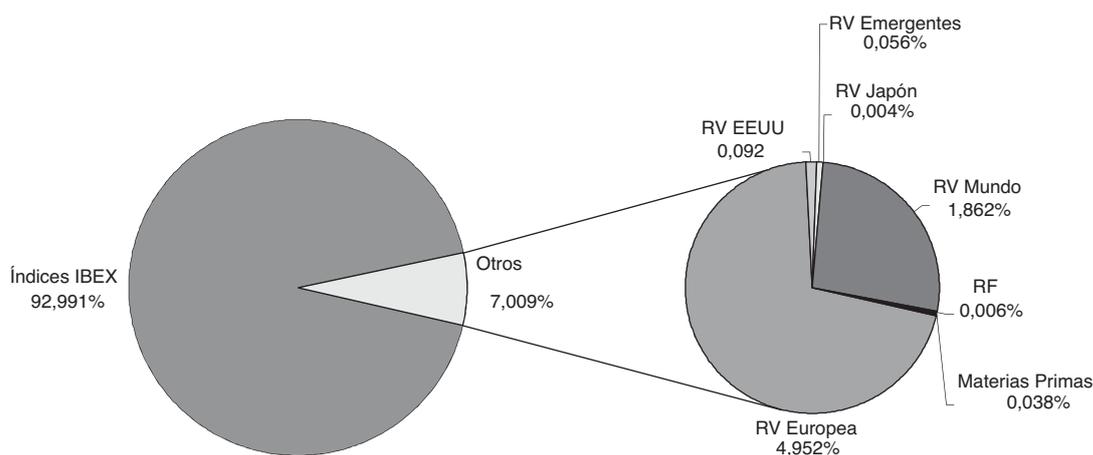
La inversión entre las categorías es bastante dispar, tal y como muestra el Gráfico 3. ▷

GRÁFICO 4
NÚMERO DE ETF POR CATEGORÍA (JUNIO DE 2015)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME (www.bolsasymercados.es).

GRÁFICO 5
IMPORTANCIA DEL VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DE LOS ETF EN ESPAÑA POR CATEGORÍA (JUNIO DE 2015)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME (www.bolsasymercados.es).

En el Gráfico 3 se observa que la categoría más importante a junio de 2015 es la de los fondos que replican índices de renta variable (RV) europeos (sin incluir a los que replican el IBEX), con una inversión total superior a los 23.400 millones de euros, y representando un 52,5 por 100 del mercado. En segundo lugar se encuentran los fondos que replican índices de renta variable de países emergentes con más de 7.500 millones de euros invertidos, representando el 17 por 100 del mercado. En tercer y cuarto lugar se posicionan los de índices estadounidenses y globales, con más de 3.500 y 3.400 millones de euros, respectivamente.

Respecto al mercado nacional, el patrimonio invertido en ETF que replican índices de la familia

IBEX supera los 2.130 millones de euros. Los de renta fija (RF), renta variable de Japón y materias primas presentan un peso residual, con una inversión superior a los 1.900, 1.600 y 877 millones de euros, respectivamente.

El Gráfico 4 recoge el número de fondos existentes por categoría en junio de 2015.

Comparando el patrimonio invertido (Gráfico 3) con el número de fondos por categoría (Gráfico 4), se observa coincidencia entre las primeras y últimas posiciones. En concreto, los fondos de índices de renta variable europea son los más numerosos, existiendo 26 ETF. A continuación se encuentran los fondos de índices de renta variable emergente, con 15 fondos. Sin embargo, en tercera y cuarta

TABLA 2
PATRIMONIO INVERTIDO EN FONDOS ETF INDEXADOS A ÍNDICES IBEX (JUNIO 2014 Y 2015)

Fondo	Patrimonio (euros)	
	30/06/2014	30/06/2015
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 (DR).....	893.080.634	1.036.851.404
DB X-TRACKERS IBEX 35® UCITS ETF (DR) 1C.....	671.066.899	522.242.213
ACCION IBEX 35 ETF, FI COTIZ, ARM.	288.674.524	390.438.850
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 DOBLE APALANCADO.....	47.866.490	94.610.687
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 DOBLE INV.DIARIO.....	20.087.633	23.519.733
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 INVERSO DIARIO.....	18.137.558	20.064.976
LYXOR UCITS ETF IBEX MID D- EUR.....	14.740.964	12.034.553
DB X-TRACKERS IBEX 35® UCITS ETF (DR) 1D.....	...	30.434.433
Total.....	1.953.654.703	2.130.196.848

Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME (www.bolsasymercados.es).

TABLA 3
EFFECTIVO NEGOCIADO EN LOS ETF CON SUBYACENTE IBEX (JUNIO 2015)

Fondo	Efectivo (euros)
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 (DR).....	387.035.274
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 DOBLE APALANCADO.....	219.659.402
DB X-TRACKERS IBEX 35® UCITS ETF (DR) 1C.....	118.817.480
ACCION IBEX 35 ETF, FI COTIZ, ARM.	113.869.945
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 DOBLE INV.DIARIO.....	104.685.985
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 INVERSO DIARIO.....	23.139.470
DB X-TRACKERS IBEX 35® UCITS ETF (DR) 1D.....	18.017.169
LYXOR UCITS ETF IBEX MID D- EUR.....	4.441.895
Total.....	989.666.620

Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME (www.bolsasymercados.es).

posición se encuentran los fondos de índices IBEX y de renta variable estadounidense, ambos con 8 fondos. En las cuatro últimas posiciones, existen 5 fondos que invierten en índices globales, 4 en índices de renta fija, 2 en índices de renta variable de Japón y 2 en índices de materias primas. Estas cifras evidencian una notable concentración en el mercado español de ETF, ya que sólo 71 fondos gestionan más de 44.500 millones de euros.

No obstante, si comparamos el efectivo negociado según categorías (Gráfico 5), observamos que más del 92 por 100 del volumen de negociación corresponde a los fondos de índices IBEX, siendo la negociación del resto mucho menor. Por tanto, a pesar de que la categoría IBEX muestra un menor patrimonio y número de fondos, podemos concluir que estos fondos son comercializados de manera más frecuente, de manera que el resto de categorías estarían más orientadas a la inversión a medio y largo plazo, con una rotación inferior.

4.3. Los ETF de índices IBEX

Dado que la mayor parte de la contratación se concentra en ETF de índices IBEX, en este apartado realizamos un análisis más detallado de esta tipología de fondos.

En primer lugar estudiamos el patrimonio gestionado por los 8 fondos existentes en esta categoría. La Tabla 2 recoge su inversión en junio de 2014 y de 2015.

En ella también se observa una evolución positiva a lo largo del último año, excepto en dos fondos (DB X-TRACKERS IBEX 1C y Lyxor UCITS ETF IBEX MID D-EUR). Por otro lado, destaca el fondo Lyxor UCITS ETF IBEX 35, con más de 1.036 millones de euros invertidos en junio de 2015, lo que supone una cuota de mercado, en esta categoría, del 48,7 por 100. Este fondo es comercializado por Lyxor y está basado en la réplica física. Los fondos situados en segunda y tercera posición están gestionados por Deutsche Bank y BBVA, también se ▷

basan en la réplica física, y poseen un 24 y 18 por 100 de la inversión (más de 522 y 390 millones de euros, respectivamente, en junio de 2015). Destacar que en cuarto lugar se encuentra el ETF sobre IBEX doble apalancado, también de Lyxor, que, debido a su perfil más propenso al riesgo, solo supone un 4 por 100 de la inversión. Asimismo, los ETF sobre IBEX inverso gozan de menos popularidad, representando menos del 1 por 100 de la inversión en esta categoría.

Respecto al volumen de efectivo negociado (Tabla 3), la importancia coincide con el patrimonio gestionado, siendo el fondo Lyxor UCITS ETF IBEX 35 el que presenta un mayor volumen de negociación.

5. Conclusiones

A pesar de la reciente aparición en España de los fondos de inversión cotizados en 2006, su inversión ha alcanzado una posición notable en el mercado español, superando los 44.560 millones de euros en apenas 9 años.

Los ETF son productos híbridos entre los fondos de inversión y los títulos de renta variable que replican a un índice financiero y cotizan en mercados regulados. Por tanto, se rigen por las mismas directrices que los fondos de inversión, pero su operativa se asemeja a la de las acciones, de manera que sus operaciones están dotadas de gran dinamismo y liquidez.

La gran ventaja de los ETF es que permiten la toma de posiciones de manera fácil y accesible en una amplia variedad de mercados, sectores, tipos de activos o zonas geográficas. La compra de un ETF supone tomar una exposición de manera directa en la tendencia del índice que se replica y, en consecuencia, en todos los valores que éste incluye. La facilidad de contratación (los inversores solo necesitan hacerse partícipes del fondo con una inversión mínima de una participación), junto con las ventajas de la operativa de los fondos de inversión, han hecho posible reunir en un mismo producto tanto a pequeños inversores

como a inversores institucionales, consiguiendo ambos la misma rentabilidad.

Aunque estos productos no gozan de algunas de las ventajas fiscales que presentan los fondos de inversión, como el traspaso libre de impuestos de un fondo a otro, se caracterizan por una gran liquidez e inmediatez, ya que se conoce su cotización a tiempo real, y es posible invertir y desinvertir en cortos periodos de tiempo, a diferencia de otros productos. Además, al ser un producto ligado al mercado, los inversores saben que su inversión seguirá la misma evolución, o muy parecida, que el mercado que se está replicando.

Los ETF son un producto en expansión que ha experimentado un gran crecimiento a lo largo de los últimos años y que presenta atractivas diferencias con respecto a la inversión en Instituciones de Inversión Colectiva tradicional. Sus posibilidades de inversión son muy amplias, ya que no sólo puede usarse con objeto de rentabilizar puntas de tesorería, para pequeños o largos periodos de tiempo, sino también para operaciones de arbitraje o cobertura.

Entre las diferentes categorías existentes en España, los ETF con índices de renta variable europea como subyacente son los de mayor importancia, tanto a nivel de patrimonio gestionado (más de 23.400 millones de euros), como en número de fondos (26). No obstante, los que presentan un mayor volumen de negociación en el mercado español son los que replican índices IBEX, corroborando las buenas expectativas del mercado bursátil español, y mostrando el elevado conocimiento que los inversores tienen sobre el mercado doméstico.

Este trabajo analiza un producto de inversión alternativo que goza de respaldo legal y protección del inversor y da a conocer su funcionamiento, principales características y ventajas. Muestra que es un producto accesible a la totalidad de los inversores, de fácil comprensión, con unas rentabilidades atractivas y que todavía no ha tocado techo en cuanto a sus posibilidades de expansión y desarrollo.

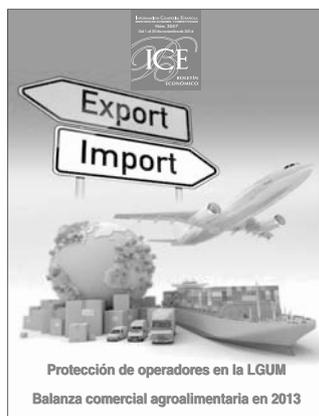
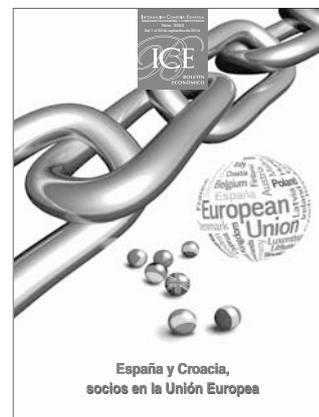
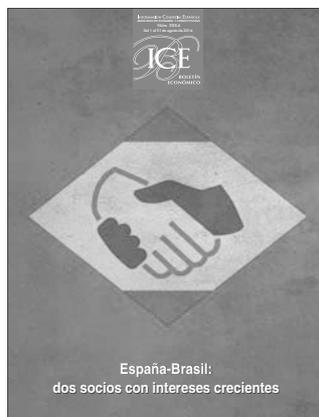
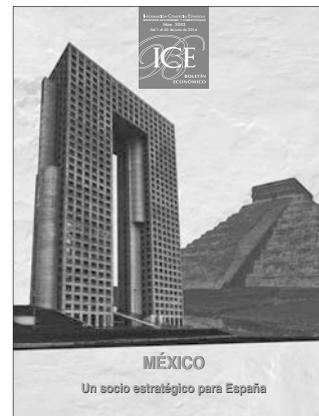
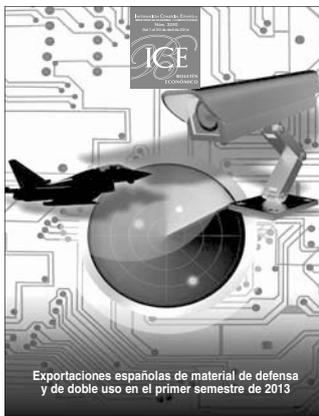
Por tanto, los ETF son un producto atractivo para invertir en periodos como el actual, en los que ▷

inversiones tradicionales, como los depósitos bancarios o la renta fija pública, ofrecen escasa rentabilidad. De hecho, se prevé un aumento tanto de la demanda como de la oferta de ETF, ya que existen múltiples posibilidades de réplica de distintos índices, tanto de renta variable como de renta fija, sectoriales, según zonas geográficas, según capitalización, de materias primas, etcétera. No obstante, se debe tener muy presente el perfil de inversión del inversor, que debe ser capaz de asumir los riesgos derivados de las fluctuaciones de las cotizaciones en los mercados secundarios, sean de renta variable o de renta fija.

Bibliografía

- [1] BLACKROCK (2014). *ETPLandscape*, September.
- [2] BME (2007, 2011, 2012 y 2013). *Informe de mercado*. Disponible en: www.bolsasymercados.es
- [3] CORBET, S. y TWOMEY, C. (2014). «Have Exchange Traded Funds Influenced Commodity Market Volatility?». *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 4, nº 2, pp. 323-335.
- [4] ESPAÑA. LEY 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- [5] ESPAÑA. LEY 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
- [6] ESPAÑA. REAL DECRETO 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- [7] ESPAÑA. REAL DECRETO 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- [8] GASTINEAU, G.L. (2010). *The Exchange-Traded Funds Manual*. John Wiley & Sons.
- [9] HURLIN, C.; ISELI, G.; PERIGNON, C. y YEUNG, S. (2015). «The Counterparty Risk Exposure of ETF Investors». *HEC Paris Research Paper* nº FIN-2014-1050.
- [10] SHUM, P.; HEJAZI, W.; HARYANTO, E. y RODIER, A. (2015). «Intraday Share Price Volatility and Leveraged ETF Rebalancing». *Working paper*. Recuperado el 22 de septiembre de 2015: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2161057

TÍTULOS PUBLICADOS EN 2014



*Máximo Santos Miranda**

LA CRISIS DE LA BANCA EUROPEA

El caso particular del sistema bancario de Montenegro

Montenegro es un pequeño país europeo, con una población de poco más de 600.000 habitantes, que fue reconocido como país independiente en el año 2006 por parte de la comunidad internacional y que aspira a formar parte de la Unión Europea en el futuro cercano. En este contexto, el presente trabajo analiza cómo se ha comportado su sector bancario en un entorno de fuerte crisis financiera internacional, que sobrevino después de un periodo muy traumático, política y económicamente, por la crisis en Yugoslavia. Y todo ello teniendo en cuenta que el país no cuenta con una moneda propia, ya que tiene al euro como moneda oficial, y con la peculiaridad de que Montenegro no forma parte del Eurosistema ni es aún miembro de la Unión Europea.

Palabras clave: Montenegro, crisis, sistema financiero, flujos monetarios.

Clasificación JEL: E50, E58, G21.

1. Introducción

Montenegro formó parte de la República Federal Socialista de Yugoslavia, Estado que estaba conformado por seis repúblicas¹ y dos regiones autónomas², y que comenzó a desintegrarse a partir del año 1991 a consecuencia de las sucesivas guerras yugoslavas. El germen más reciente de la desmembración del país, sin remontarnos a otras etapas históricas anteriores, hay que situarlo en el año 1980³ cuando el país vivió una profunda crisis económica, que hizo aumentar las tensiones entre los

diferentes pueblos que conformaban la Federación Yugoslava.

Tras el ascenso de partidos nacionalistas al poder en Serbia, dos de sus repúblicas constituyentes (Eslovenia y Croacia) declararon su independencia en 1991, a las que seguirían Macedonia y Bosnia-Herzegovina al año siguiente, no sin resistencia por parte de Serbia. De esta forma, en 1991 la tensión entre las diferentes repúblicas derivó en un sangriento conflicto conocido como las guerras de Yugoslavia, que hicieron que la muerte y la destrucción volvieran al continente europeo después de décadas de paz, aunque este periodo de estabilidad siempre estuviese sometido a las tensiones propias de la guerra fría. Estas declaraciones de independencia redujeron paulatinamente el tamaño de Yugoslavia, pasándose a ser denominado, a partir de 2003, Serbia y Montenegro.

Montenegro fue la última república que se separó de la Federación Yugoslava, convirtiéndose ▷

* Departamento de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia.

Versión de mayo de 2015.

¹ Las seis repúblicas que lo conformaban eran la República Socialista de Bosnia y Herzegovina, la República Socialista de Croacia, la República Socialista de Eslovenia, la República Socialista de Macedonia, la República Socialista de Montenegro y la República Socialista de Serbia.

² Vojvodina y Kosovol.

³ Tras la muerte de Josip Broz Tito que dirigió al país desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

en Estado independiente después del referéndum que tuvo lugar el 21 de mayo del 2006⁴. Tras su celebración, el reconocimiento de Montenegro como Estado independiente fue inmediato por parte de la comunidad internacional⁵. Posteriormente, Montenegro promulgó su nueva Constitución⁶, lo que implicó, entre otras cosas, el primer paso en el proceso de adhesión⁷ a la Unión Europea, iniciándose desde ese momento las negociaciones para integrarse en la Unión. Ello supone la necesaria adecuación de su legislación al acervo comunitario y, entre otras cosas, implica la trasposición al derecho interno de todas las directivas europeas en materia de regulación y supervisión financiera.

Desde el momento en que el país se separó de Serbia, Montenegro comenzó a ser miembro de las principales organizaciones financieras internacionales tales como el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional o la Organización Mundial del Comercio⁸. Estas adhesiones han tenido un impacto muy positivo en Montenegro, no sólo en lo referente a las relaciones comerciales con terceros países, sino que además ha mejorado la instauración de un clima favorable a la inversión extranjera⁹.

Finalmente resaltar en esta introducción que Yugoslavia, a pesar de ser un país socialista, eligió

un funcionamiento diferente al de la URSS y al del resto de sus países satélites de la Europa oriental, no siendo miembro de ninguna de las alianzas militares dominantes en Europa (OTAN y Pacto de Varsovia)¹⁰. De esta forma, el país funcionó, desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta los años ochenta, con un sistema socioeconómico denominado socialismo autogestionario. Sistema que fue percibido en muchos casos como una tercera vía al modelo económico capitalista y al impulsado por la URSS.

2. Situación de la economía de Montenegro

La economía de Montenegro atravesó por un periodo muy complicado desde que se desataron las guerras yugoslavas hasta mediados de la primera década del siglo XXI, ya que su economía estuvo muy unida a la de Serbia hasta la independencia del país. Montenegro al igual que Serbia estuvo sometido a sanciones económicas¹¹, que debilitaron aún más su maltrecha economía. La situación económica se debilitó tanto que el Banco Central de Montenegro estimó que en 1998, dos tercios de la población del país se encontraba por debajo del umbral de la pobreza. La situación económica en esos años fue tan compleja que el país alcanzó una tasa de inflación de tres millones por 100 en enero de 1994. Debido a esta difícil situación económica, con la paralización de la práctica totalidad de la industria montenegrina, como consecuencia de las sanciones y del desmembramiento del país, y a su estratégica situación geográfica¹², Montenegro se convirtió en un ▷

⁴ El resultado del referéndum fue que el 55 por 100 de los votantes optaron por la independencia de Serbia. La Declaración de Independencia fue refrendada por el Parlamento de Montenegro el 3 de junio del año 2006.

⁵ A este reconocimiento internacional ayudó de forma muy importante el reconocimiento de los resultados por parte de los cinco miembros permanentes del Comité de Seguridad de las Naciones Unidas el 23 de mayo del año 2006.

⁶ En el mes de octubre del año 2007.

⁷ Montenegro oficialmente solicitó ser miembro de la Unión Europea en el mes de diciembre de 2008, siendo designado como candidato a la integración en el mes de diciembre del 2010. En junio del año 2012 el Consejo de la Unión decidió recomendar negociaciones de adhesión de Montenegro a la Unión.

⁸ La incorporación a dicho organismo se produjo en el mes de abril del año 2012.

⁹ Las compañías nacionales y extranjeras reciben el mismo tratamiento legal. Los inversores extranjeros están autorizados a invertir en cualquier tipo de industria y a transferir libremente los beneficios obtenidos a los países de origen de la inversión. Sólo hay dos restricciones a la inversión extranjera: 1) No se puede invertir en la industria armamentística (sí se puede invertir en este sector como accionista minoritario de una empresa fabricante de armas, siempre que el accionista mayoritario sea montenegrino). 2) No se pueden adquirir recursos naturales, bienes históricos o propiedades de marcado interés público.

¹⁰ Yugoslavia fue uno de los países impulsores del Movimiento de los Países No Alineados desde 1956.

¹¹ La ONU impuso en el mes de mayo del 2012 fuertes sanciones económicas a Montenegro a consecuencia de las guerras yugoslavas. Este hecho y la desintegración del mercado yugoslavo propiciaron la mayor crisis por la que atravesó el país desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Las pérdidas ocasionadas por las sanciones internacionales fueron estimadas por el Banco Central de Montenegro en 6.390 millones de dólares, cifra muy relevante para una economía en que el PIB del año 2013 fue de 4.416 millones de dólares.

¹² Montenegro tiene acceso al mar Adriático y acceso marítimo a Albania a través del lago Skadar.

centro internacional de contrabando de bienes, como el combustible o el tabaco. Estas prácticas se mantuvieron durante al menos un decenio, convirtiéndose de facto en una práctica legalizada.

En el periodo en el que el país estuvo unido exclusivamente con Serbia, Montenegro tuvo su propio Banco Central y lo que es más determinante, adoptó primero como moneda oficial el marco alemán, con el objeto de luchar contra las altas tasas de inflación que tuvo su economía y, a partir del año 2002, el euro en detrimento del dinar yugoslavo.

Montenegro experimentó, entre 2006 y 2008, una vez que el conflicto yugoslavo y las sanciones internacionales habían finalizado, un fortísimo crecimiento económico, basado fundamentalmente en una fuerte explosión inmobiliaria, en la que inversores rusos y británicos se lanzaron a adquirir propiedades apresuradamente en la costa montenegrina. A partir de ese momento, Montenegro recibió un fuerte volumen de inversión extranjera que impulsó los dos sectores claves de su crecimiento, el turismo de lujo y las infraestructuras. Las autoridades favorecieron este modelo de crecimiento, ya que su objetivo no era otro que convertir a Montenegro en un destino de turismo de lujo para los ciudadanos europeos.

Año	Crecimiento del PIB	Año	Crecimiento del PIB
2006	8,6	2008	6,9
2007	10,7	2009	-5,7

Fuente: Banco Mundial.

Tras el desmembramiento de la República Federal de Yugoslavia, la industria de Montenegro se vio abocada a un continuo declive, siendo sustituida paulatinamente por el mayor peso del sector servicios. Es el sector servicios el gran generador de empleo en el país, ocupando al 76 por 100¹³ de la población activa. En la actualidad podemos definir a la economía de Montenegro como una economía de servicios¹⁴, en la que el sector

¹³ Datos del año 2014.

¹⁴ El sector servicios representa el 73,26 por 100 del PIB, la industria el 16,66 por 100 y el sector agrícola el 10,08 por 100 según datos del año 2012.

turístico ocupa un lugar muy destacado y que se encuentra todavía en un estado de transición entre la economía socialista anterior y la economía de mercado.

Año	Crecimiento del PIB	Año	Crecimiento del PIB
2010	0,50	2013	3,30
2011	3,20	2014	1,50
2012	-2,50	2015*	3,40

* Estimación.
Fuente: Banco Mundial.

Desde su independencia, se inició por parte de las autoridades de Montenegro un vasto programa de privatizaciones que ha propiciado que en la actualidad la empresa pública, otrora absoluta dominadora de la economía montenegrina, ocupe hoy en día un papel marginal.

Año	2011	2012	2013	2014*
Inversión directa	558	620	447	480

* Estimación.
Fuente: UNTAD.

La atracción de inversión extranjera al país balcánico se puede fundamentar en los siguientes elementos:

1. Las compañías extranjeras tienen los mismos derechos que las montenegrinas.
2. El tipo impositivo es uno de los más reducidos y competitivos de Europa¹⁵.
3. La mano de obra es bastante cualificada y sus salarios relativamente reducidos, no sólo en comparación con los países de la Unión Europea, sino con otros países vecinos.
4. La moneda oficial es el euro, lo que dota a su economía de estabilidad.
5. La burocracia necesaria para crear una sociedad es simple y rápida, lo que le otorga una indudable ventaja en relación a otros países limítrofes.

¹⁵ Actualmente se sitúa en el 9 por 100.

6. Montenegro es un país en la actualidad democrático y estable.

Sin embargo, también hay aspectos negativos en lo que a la atracción de inversiones se refiere. Así, el país cuenta con un déficit por cuenta corriente notable, con una considerable deuda exterior, presenta problemas extendidos de corrupción¹⁶ y la regulación relativa a la propiedad intelectual es prácticamente inexistente. No obstante lo anterior, los flujos de inversión directa en el país son notables, siendo los mayores inversores en estos últimos cuatro años Suiza, Noruega, Austria, Rusia e Italia.

Año	Porcentaje del PIB	Año	Porcentaje del PIB
2010	-20,60	2013	-14,60
2011	-17,70	2014	-15,70
2012	-18,70	2015*	-16,30

* Estimación.
Fuente: Banco Mundial.

Respecto a otros indicadores como la inflación, esta se mantiene en niveles muy reducidos. A ello ayuda especialmente el que el país adoptase el euro como moneda oficial. La tasa de desempleo se situó en 2013 en el 19,6 por 100 sobre la población activa, lo que representa un porcentaje muy elevado.

Año	2010	2011	2012	2013
Tasa de inflación	1,60	0,90	-0,10	2,20

Fuente: Banco Mundial.

3. La crisis financiera internacional y el sistema bancario de Montenegro

3.1. El sistema bancario de Montenegro anterior a la independencia

Si la economía montenegrina ha sufrido enormes cambios en las últimas décadas, también el

sector bancario ha sufrido una enorme reconversión, como consecuencia de la transición de la economía de Montenegro desde un esquema socialista a uno de mercado. Sin embargo hay que destacar que el sistema bancario de la antigua Yugoslavia presentaba importantes diferencias con los sistemas financieros de los países del COMECON. De hecho las autoridades económicas yugoslavas, de entre los años 1960 y 1980, lo consideraban un sistema intermedio entre los sistemas bancarios de planificación central y los sistemas bancarios capitalistas. Los bancos disponían de bastante autonomía y acogieron algunas de las prácticas bancarias occidentales, aunque su operativa se viera muy limitada por la rigidez del mercado en que se desenvolvían y por la imposibilidad que tenían de obtener beneficio. Pero aun así se puede considerar que entre 1960 y 1980 el sistema bancario de Yugoslavia era el más avanzado de los países de economía planificada. Prueba de ello es que entre 1970 y 1980 ningún banco fue liquidado ni declarado en quiebra.

A partir de 1980 Yugoslavia atravesó una profunda crisis económica que afectó, como no podía ser de otro modo, a su sistema bancario. Muchos bancos tuvieron problemas en cobrar sus créditos, al mismo tiempo que no disponían de las divisas necesarias con las que hacer frente a sus obligaciones exteriores¹⁷. Los bancos y el país sufrieron una importante crisis de deuda, que finalizó con el aplazamiento de la misma tras los acuerdos de los clubes de Londres y París. Como consecuencia de todo ello, se promulgó una nueva ley bancaria que perseguía resolver los problemas de endeudamiento de los bancos. Sin embargo, la reforma no tuvo éxito a consecuencia de la desintegración yugoslava. A partir de ese momento, los bancos de Serbia y Montenegro entraron en una situación extremadamente difícil a consecuencia de las sanciones internacionales, las guerras, la paralización de la industria, la hiperinflación, la ausencia de divisas y, la morosidad del crédito. Consecuencia de ello fue que el Gobierno de Serbia-Montenegro decidiera ▷

¹⁶ Con el objeto de combatir la corrupción, el Gobierno creó a mediados de la primera década del siglo XXI una agencia anticorrupción, encargada de preparar la legislación que la combata, mejorando la transparencia de las transacciones financieras y de las operaciones comerciales. Como consecuencia, se han conseguido ciertos logros al respecto, aunque todavía queda mucha distancia que recorrer. No obstante, la lucha contra la corrupción es uno de los asuntos claves que está impulsando el actual Gobierno.

¹⁷ Entre 1970 y 1980 el sistema bancario yugoslavo obtuvo muchos créditos del exterior, en moneda diferente del dinar yugoslavo, que fueron avalados por el Gobierno yugoslavo. La devaluación del dinar yugoslavo y la fuerte crisis económica impidieron su repago.

liquidar sus cuatro mayores entidades bancarias¹⁸ en el 2002 ante las enormes pérdidas que presentaban y ante las negativas perspectivas esperadas en los siguientes dos ejercicios. Los ciudadanos serbios y montenegrinos dejaron de confiar en sus bancos, retirando sus depósitos de forma masiva.

La introducción del marco alemán y el importante papel supervisor e independiente que a partir de 2001 desempeñó el Banco Central de Montenegro, contribuyeron a que el país se comenzara a independizar de la influencia de Serbia e iniciara la reforma de su sistema bancario. En consecuencia, Montenegro comenzó a reformar su sistema bancario con una década de retraso respecto a lo que hicieron otros países de Europa Central y del Este.

El año 2002 se puede considerar un año clave para el sistema bancario montenegrino, reduciéndose a diez el número de bancos existentes, casi los mismos que actualmente, de los cuales sólo dos tenían a bancos extranjeros como principales accionistas. Montenegrobanka, que era la principal institución bancaria del país, fue reestructurada entre 2002 y 2003, siendo privatizado en la segunda mitad del 2003 y pasando a ser el capital extranjero el mayoritario. A finales de 2005, justo antes de la declaración de independencia del país, Montenegro contaba con diez bancos, de los cuales las tres mayores entidades¹⁹ controlaban el 66 por 100 de los activos bancarios.

3.2 El sistema bancario montenegrino tras la Declaración de Independencia del país

El sector bancario de Montenegro, que comenzó a estabilizarse a partir del 2003, experimentó enormes crecimientos en los años siguientes, tanto en lo referente al aumento de depósitos como de créditos. De hecho en los años previos

¹⁸ Jugobanka, Beobanka, Beogradsla e Investbanka. Estos cuatro bancos contaban con el 57 por 100 del total de los activos del sector bancario del país.

¹⁹ El mayor banco del país era el privado Crnogorska Komercijalna Banka.

TABLA 6
PARTICIPACIÓN EXTRANJERA DE LOS MAYORES BANCOS DE LAS EXREPÚBLICAS YUGOSLAVAS EN EL AÑO 2005

República	Nº de sucursales	Mayor banco	Participa. extranjera (%)
Bosnia y Herzegovina	33	Raiffeisen Banka	70,20
Croacia	34	Zagrebacka Banka	91,30
Macedonia	20	Komercijalna Banka ad Skoplje	49,00
Montenegro	10	Crnogorska Komercijalna Banka	68,00
Serbia	40	Raiffeisen ad Beograd	67,00
Eslovenia	19	NLB	35,10

Fuente: elaboración propia. Bancos Centrales de las exrepúblicas yugoslavas.

TABLA 7
MAYORES BANCOS DE MONTENEGRO POR VOLUMEN DE ACTIVOS EN EL AÑO 2012

Nombre del banco	Propietario	Activos (Millones de euros)
CKB	OTP Group (Hungria)	840
NLB Montenegrobanka	NLB Group (Eslovenia)	520
Hypo Alpe-Adria Bank AD	Hypo Group Alpe Adria (Austria)	507
PRBA Banka Crne Gore	Private Company (Montenegro)	367
Podgoricka Banka	Société Generale (Francia)	240

Fuente: elaboración propia. Asociación Bancaria de Montenegro.

al estallido de la crisis, el sistema bancario montenegrino registraba espectaculares aumentos en el volumen de depósitos y créditos. Aumentos que estaban muy por encima de los de otros países europeos.

Unos incrementos que en los años 2006 y 2007 fueron incluso superiores al 90 por 100 y que se pueden explicar fundamentalmente por dos elementos:

1. La crisis económica y la política anterior desbancarizaron casi completamente la economía montenegrina, hasta el punto que gran parte de la población realizaba toda su actividad económica en efectivo, sin utilizar en ningún caso a los intermediarios financieros. Cabe recordar en este punto que en los peores años de la crisis, gran parte de la economía era sumergida, con un gran peso del contrabando.

2. A partir del 2004 se instaura una estabilidad política no conocida en los últimos años. El ▷

apoyo de la Unión Europea y el deseo de las autoridades en la adhesión del país a la Unión, la integración del país en diversas organizaciones internacionales y el uso del euro como moneda oficial en detrimento del dinar yugoslavo apoyaron a esta estabilidad.

TABLA 8
CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS ENTRE LOS AÑOS 2005 Y 2009
(En porcentaje)

Año	2005	2006	2007	2008	2009
Incremento	78,60	120,50	94,40	-4,80	-8,30

Fuente: Banco Central de Montenegro.

Pero no sólo aumentaron enormemente los depósitos en esos años sino que también lo hicieron los créditos. Un crecimiento del crédito que fue incluso superior al de los depósitos entre los años 2006 y 2008. A este hecho ayudó de forma importante el *boom* inmobiliario experimentado entre 2005 y 2008 en lo que al sector turístico de la costa adriática se refiere y a que el euro fuera la moneda de curso legal. Los crecimientos del crédito fueron tan intensos que, en otoño del 2007, el Banco Central se vio obligado a tomar diversas medidas con el objeto de reducir su crecimiento.

TABLA 9
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO ENTRE LOS AÑOS 2005 Y 2010
(En porcentaje)

Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Incremento	33,60	125,30	165,10	24,60	-14,30	-11,60

Fuente: Banco Central de Montenegro.

El sistema bancario de Montenegro contaba a 31 de diciembre del 2012 con 2.325 empleados, a los que hay que añadir los 334 empleados²⁰ del Banco Central. Y todo ello en un país en el que operaban un total de once entidades y seis pequeñas instituciones financieras especializadas en microcréditos.

²⁰ De ellos 44 empleados trabajan en la labor de supervisión del sistema bancario del país.

TABLA 10
MAYORES BANCOS DE MONTENEGRO
POR NÚMERO DE OFICINAS EN EL AÑO 2012

Nombre del banco	Número de oficinas	Año de su fundación
Atlas Banka Montenegro	22	2002
CKB	30	1997
Hypotekarna Banka	16	nd
NLB Montenegro Banka	18	1905
Pvra Banka Crn Gore	35	1901
Erste Bank Montenegro	17	2009 (1)
Societe Generale Montenegro	20	nd

(1) El banco austriaco entra en Montenegro tras la compra del 100 por 100 del capital del banco Montenegrino Opportunity Bank Podorica. Nd: no disponible.
Fuente: elaboración propia. Banco Central de Montenegro. The Banker.

Actualmente no se permite que se establezcan sucursales bancarias de entidades de terceros países, sino que siempre es necesario que la banca extranjera se establezca a través de filiales locales sujetas enteramente a la legislación montenegrina.

Fruto de la necesidad de modernización de su regulación bancaria y del deseo por parte de las autoridades montenegrinas de que el país se adhiera a la Unión Europea, Montenegro ha emprendido un largo proceso de trasposición a su legislación de diversas directivas comunitarias relativas a las entidades y servicios financieros. En este sentido Montenegro ha traspuesto en gran medida la Directiva 2006/48/EC, que regula las condiciones para el establecimiento y autorización a operar en el país de las entidades de crédito, así como lo relativo a la supervisión de dichas entidades.

La nueva ley bancaria dictamina que las instituciones de crédito que quieran operar en Montenegro necesitan una autorización de su banco central para establecerse y operar en el país, proveyendo la nueva ley una exhaustiva lista de condiciones que garantizan o impiden la concesión o revocación de la licencia bancaria en Montenegro. Los elementos de la Directiva 2006/48/EC relativos a las mejores prácticas bancarias acerca del manejo de la liquidez, a la gestión del riesgo, al manejo de las auditorías internas o de la aplicación de los procesos de supervisión de entidades bancarias han sido íntegramente desarrolladas por la nueva ley bancaria. Ello no obsta, para que todavía existan algunos elementos de la ▷

citada directiva que no han sido desarrollados por la normativa interna del país pero a los que sus autoridades se han comprometido a transponer en los próximos meses.

Igualmente, la ley bancaria también ha traspuesto al derecho montenegrino la Directiva 2006/49/EC en lo relativo a la adecuación del capital de entidades financieras y empresas de inversión. En este sentido hay que destacar que entre 2007 y 2013 el índice de solvencia de los bancos montenegrinos fue constantemente superior al mínimo señalado por la regulación europea. El Banco Central de Montenegro tiene la potestad de obligar a los bancos del país a someterse a distintas pruebas de liquidez utilizando para las mismas distintos supuestos de partida que implican niveles severos de dificultad en la economía de Montenegro. En función de los resultados obtenidos en dichas pruebas, los bancos podrán ser obligados a recapitalizarse adecuadamente o a adoptar distintos sistemas de contingencia con el objeto de evitar posibles dificultades futuras. Otras directivas comunitarias como la 2010/76/EU o la 2009/111/EC todavía no se encontraban traspuestas en su ley bancaria. La Directiva 2002/87/EC relativa a la estructura de supervisión de los conglomerados financieros tampoco ha sido traspuesta, aunque sus autoridades se han comprometido a hacerlo para comienzos del año 2018.

Finalmente destacar que Montenegro adoptará una nueva ley relativa a instituciones de crédito a finales del año 2015, con el objeto de adaptar a su sistema bancario a los requerimientos de Basilea III. Dicha ley entrará en vigor el 1 de enero del año 2017.

3.3. El sistema bancario de Montenegro y la crisis financiera internacional

La crisis financiera internacional afectó profundamente al sector bancario montenegrino como consecuencia del gran endeudamiento de su economía con el exterior, a sus déficits comerciales y a la escasez de reservas de divisas del país. Los

años previos al inicio de la crisis se caracterizaron por ser años de crecimientos verticales en lo que a la concesión de crédito se refiere, sin que en muchos casos se midiera adecuadamente el nivel de riesgo de los mismos. Entre 2005 y 2008 la entrada masiva de capitales, junto con el aumento de la competencia bancaria y el mayor apetito por el riesgo dispararon la concesión de créditos, en un país que después de varias décadas comenzaba a resurgir económicamente con muchísima fuerza.

Su sistema financiero no sufrió la primera oleada de la crisis al no tener sus entidades bancarias productos estructurados que vieron caer súbitamente su valor, como sí ocurrió en otros sistemas bancarios como el británico, alemán, holandés o norteamericano. Su sistema financiero se había concentrado fundamentalmente, en los años previos a la crisis, en la concesión de créditos hipotecarios, y no en otro tipo de inversiones más complejas. Sin embargo, el sistema bancario montenegrino si se vio afectado por la segunda ola de la crisis financiera. Como resultado de la misma, las divisas dejaron de llegar de forma tan masiva, como sucedió en los años previos, y al mismo tiempo las exportaciones del país cayeron de forma notable, siendo el turismo²¹, principal fuente de recursos de Montenegro, el que mantuvo a flote su economía, que no obstante decreció un 5,7 por 100 en el año 2009.

Como consecuencia de todo lo anterior, en el año 2009, Montenegro sufrió una enorme contracción del crédito, al mismo tiempo que el valor de los activos, que estaban en posesión de las entidades financieras, comenzaron a deteriorarse de manera significativa. Esta contracción repentina del crédito, como no podía ser de otro modo, afectó de forma notable a la economía real en el año 2009, de forma que algunas entidades bancarias incluso suspendieron totalmente la concesión de nuevos créditos durante algunos meses entre los años 2009 y 2010. Sin embargo, hay que destacar que pocas entidades bancarias ▷

²¹ Entre las medidas anticíclicas tomadas por el Gobierno montenegrino destacó la fuerte inversión publicitaria en el sector turístico del país a nivel internacional.

tuvieron problemas severos de liquidez y que las que los tuvieron fueron fuertemente apoyadas por sus entidades matrices extranjeras. Este apoyo se materializó en la recapitalización de sus filiales con el objeto de reforzar su solvencia.

Como consecuencia, el Gobierno se vio obligado a tomar una serie de medidas al respecto. Así, en los meses de noviembre y diciembre del 2008, las autoridades de Montenegro introdujeron diversas modificaciones a la ley bancaria existente, por las cuales el Gobierno garantizó los depósitos bancarios y tomó al mismo tiempo varias medidas económicas anticíclicas que perseguían amortiguar los fuertes efectos de la crisis. Estas medidas anticíclicas se combinaron con otras que perseguían la reducción de los gastos improductivos, al mismo tiempo que se redujeron los impuestos y se aceleró el tiempo de ejecución de los pagos públicos. Estas medidas anticrisis supusieron que el déficit público en el año 2009 se disparara al 9,5 por 100 del PIB. En definitiva, las medidas adoptadas no fueron muy diferentes a las implementadas en otros Estados europeos durante esos años.

Sin embargo, el país retomó la senda del crecimiento a partir del año 2010, cosa que no sucedió en muchas de las economías europeas. A este hecho ayudó enormemente la inversión rusa en inmuebles, que continuó de forma significativa, y es que hay que recordar que en ese año la economía rusa no sufrió tanto la crisis financiera internacional como las economías occidentales. Los precios de las viviendas en el año 2010 detuvieron la caída notable que experimentaron en el ejercicio anterior, e incluso a finales de año se produjeron ligeros crecimientos en los precios de los inmuebles. También creció ese año el sector industrial, apoyado por el importante desarrollo del sector energético y por el repunte del sector turístico, cuyo gasto aumentó por parte de los ciudadanos extranjeros en un 6,4 por 100 respecto al ejercicio anterior.

También el país avanzó en garantizar los depósitos bancarios, pero a día de hoy dicha cobertura no alcanza a la marcada en la Directiva 2009/14/EC situada en los 100.000 euros y es que el país no

cuenta con la capacidad financiera suficiente para acometerla, aunque las autoridades de Montenegro aspiraran a ir incrementando paulatinamente la cobertura de los depósitos bancarios en el futuro.

En definitiva, el Banco Central de Montenegro adoptó mayores estándares de control sobre su sistema bancario, al mismo tiempo que le exigió unos niveles de capitalización superiores a los que se estaban demandando en otros sistemas bancarios occidentales. En el primer trimestre del año 2010, y al igual que habían hecho los bancos centrales de otros países, el Banco Central de Montenegro realizó test de estrés, en los cuales se medía la solvencia de los bancos²² ante escenarios hipotéticos de fuertes tensiones económicas y financieras en el país. Los criterios seguidos por las autoridades montenegrinas en su elaboración fueron muy similares a los utilizados por el Banco Central Europeo y la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Sin embargo, sus resultados no fueron hechos públicos ya que estos se mantuvieron en la confidencialidad, de acuerdo a lo señalado por la ley que posibilitó su desarrollo. La realización de estos test sirvió para mejorar la confianza de los depositantes en su sistema bancario y, por tanto, contribuyeron a su estabilización, al tiempo que precipitaron la recapitalización de algunas entidades.

La crisis puso de manifiesto las debilidades del sistema bancario montenegrino y esto hizo que las autoridades se mostraran más exigentes en lo que a la capitalización de las entidades se refiere y a exigir a estas un mayor control del riesgo.

4. Conclusiones

La crisis del sistema bancario de Montenegro y su resolución no fueron muy diferentes a las acaecidas en otros países europeos, y ello a pesar de las especiales características económicas y políticas del país. La implantación del euro, a pesar ▷

²² Los once bancos integrantes del sistema bancario montenegrino fueron sometidos a los test de *stress*.

de que sus autoridades no participan en la política monetaria europea de forma activa, ha supuesto, por una parte, una estabilización en sus niveles de precios extraordinaria, al mismo tiempo que ha favorecido la llegada de enormes flujos financieros a su economía. Este hecho disparó la concesión de créditos al sector inmobiliario, como había sucedido en otras economías europeas como la española, irlandesa o islandesa, aunque sus crecimientos fueron mucho más verticales que los de estas y en un periodo de tiempo mucho más reducido, apenas tres años. No obstante, no hay que olvidar que el país contaba con un nivel de infraestructuras e inmobiliario muy poco desarrollado, después de que Montenegro viviera casi 25 años de crisis económica.

Aunque sus flujos de inversión provienen de países de la Unión en su mayor parte, el hecho de que esté situado en el centro de Europa también hace al país receptor de importantes inversiones de otros países vecinos como Rusia o Turquía. Esta mayor diversificación en los flujos de inversiones ha tenido enormes efectos positivos en su economía y, en consecuencia, en su sector bancario.

Montenegro tiene por delante todavía una importante labor de modernización de su legislación bancaria para los próximos años, y ello a pesar de los notables avances que se han producido en los últimos años. La futura adhesión del país a la Unión y su pertenencia a varios organismos internacionales ha tenido una importancia decisiva en lo que a la mejora de su regulación bancaria se refiere, al

mismo tiempo que ha favorecido la estabilidad y la confianza en la economía de Montenegro.

Bibliografía

- [1] CENTRAL BANK OF MONTENEGRO (2014). *Inflation Report Quarter III, 2014*.
- [2] CENTRAL BANK OF MONTENEGRO (2015). *Bulletin of the Central Bank of February 2015*.
- [3] CENTRAL BANK OF MONTENEGRO (2010, 2011, 2012). *Financial stability report*.
- [4] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008). «Republic of Montenegro: Financial System Stability Assessment». *IMF Country Report n°8/50*.
- [5] RADOJE, Z. (2013). «Crisis management and the banking system in Montenegro». *Journal of Central Banking Theory and Practice*.
- [6] RADZIC, J. y YUCE, A (2008). «Banking development in the former Yugoslavian Republics». *International Business and Economic Research Journal*. vol. 7.
- [7] STIBLAR, F. (2009). *The impact of the global crisis on Montenegro and west Balkans*. Central Bank of Montenegro.
- [8] STIBLAR, F. (2010). «The western Balkans in the turmoil of global crisis». *Pecob's paper series*. University of Ljubljana.
- [9] VUCOVIC, S. (2014). «Stress testing of the Montenegrin Banking System with aggregated and bank specific data». *Journal of central banking theory and practice*.
- [10] WORLD BANK (2012). «Montenegro: Preparing for prosperity. Ensuring Sustainability, Connectivity, and Flexibility for Dynamic Growth». *Report n° 73826-ME*. Country Economic Memorandum.
- [11] WORLD BANK (2015). Chapter 2: Europe and Central Asia. «Global Economic Prospects» January 2015.

SUSCRIPCIÓN ANUAL

BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (12 NÚMEROS)			
	ESPAÑA 1 año	UNIÓN EUROPEA 1 año	RESTO DEL MUNDO 1 año
SUSCRIPCIÓN	65,00 €	85,00 €	85,00 €
Gastos de envío España	5,76 €	24,36 €	30,00 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	2,83 €		
TOTAL	73,59 €	109,36 €	115,00 €

EJEMPLARES SUELTOS

BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar	RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar
NÚMERO SUELTO	7,00 €	9,00 €	9,00 €
Gastos de envío España	0,48 €	2,03 €	2,50 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,30 €		
TOTAL	7,78 €	11,03 €	11,50 €
BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar	RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar
NÚMERO SUELTO EXTRAORDINARIO	12,00 €	15,00 €	15,00 €
Gastos de envío España	0,48 €	2,03 €	2,50 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,50 €		
TOTAL	12,98 €	17,03 €	17,50 €

DATOS

Nombre y apellidos

Empresa

Domicilio

D.P. Población

N.I.F.

Teléf. Fax.

Email

Transferencia a la cuenta de ingresos por venta de publicaciones del Ministerio de Economía y Competitividad.

IBERCAJA. Calle Alcalá 29. 28014 MADRID (ESPAÑA)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE: 2085-9252-07-0330598330
CÓDIGO BIC DE IBERCAJA: CAZRES2Z
IBAN: ES47 2085-9252-07-0330598330



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA Y
COMPETITIVIDAD

SUBSECRETARÍA
SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA
SUBDIRECCIÓN GENERAL
ESTUDIOS, INFORMACIÓN Y PUBLICACIONES

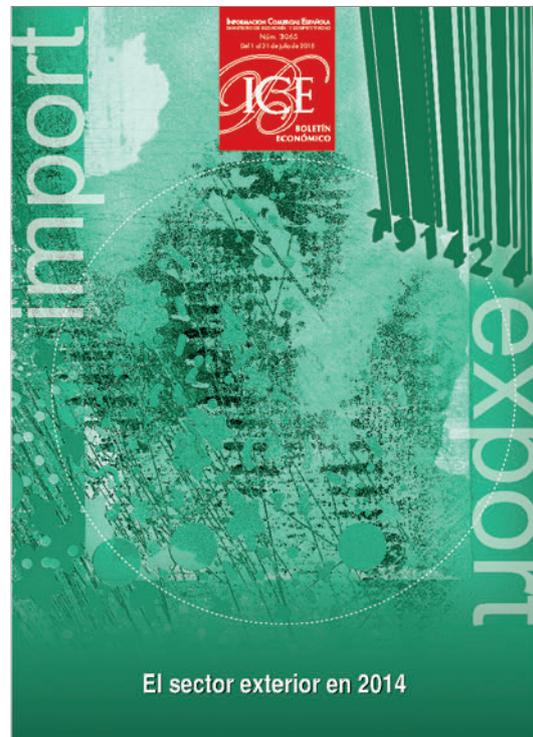
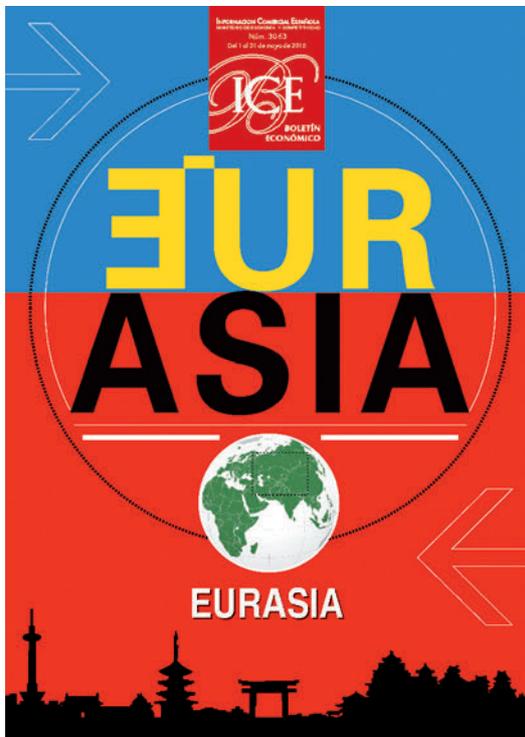
Suscripciones y ventas por correspondencia:

Paseo de la Castellana, 162 8ª Planta 28046 Madrid. Teléfono 91 583 55 07/06

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Economía y Competitividad

distribucionpublicaciones@mineco.es

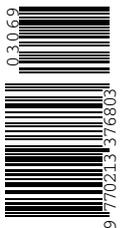
ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



BOLETÍN ECONÓMICO

ICE

INFORMACION COMERCIAL
ESPAÑOLA



• 7€+IVA



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y COMPETITIVIDAD