

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA  
MINISTERIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO

Núm. 3103

Del 1 al 30 de septiembre de 2018

ICE

BOLETÍN  
ECONÓMICO



# **Qatar. Situación y perspectivas ante el bloqueo**

## **Evolución del mercado global de divisas**

## En preparación

- Instrumentos y facilidades financieras de la acción exterior de la Unión Europea
- Mercados a través de internet

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 INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO\*

NÚMERO 3103

#### Directora

Inés Pérez-Durántez Bayona

#### Secretario de Redacción

Sergio Vela Ortiz

#### Jefa de Redacción

Pilar Buzarra Villalobos

**Redacción:** M<sup>a</sup> Ángeles Luque Mesa. **Consejo de Redacción:** Antonio M<sup>a</sup> Ávila Álvarez, Fernando Ballesteros Díaz, Alfredo Bonet Baiget, Alberto Cerdán Borja, José M<sup>a</sup> Fernández Rodríguez, Francesc Granell Trias, Rodrigo Madrazo García de Lomana, Isaac Martín Barbero, Antonio Maudes Gutiérrez, Isabel Riaño Ibáñez, M. Paloma Sánchez Muñoz, Francisco Javier Sansa Torres, Enrique Verdeguer. **Logo y diseño general:** Manuel A. Junco.

**Portada:** Fernando Fuentes. **Edición y Redacción:** Paseo de la Castellana, 162, planta 12. Teléfono: 91 349 31 90. [www.revistasICE.com](http://www.revistasICE.com)

**Distribución y suscripciones:** 91 603 79 97/93, [distribucionpublicaciones@mineco.es](mailto:distribucionpublicaciones@mineco.es)

El Boletín económico de ICE se encuentra en las siguientes bases bibliográficas: DIALNET, DICE, DULCINEA, ECONIS, ECONLIT, ISOC, LATINDEX, OCLC y REBIUN.

Sus índices de impacto aparecen 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. Diríjase 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) <<http://www.conlicencia.com>>; 91 702 19 70 / 93 272 04 47).

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

Editor: Secretaría General Técnica

Maquetación: SAFEKAT, S. L.

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./4000918

EUAEVF: 7€ + IVA

D.L.: M-30-1958

NIPO: 057-17-004-4

eNIPO: 057-17-005-X

ISSN: 0214-8307

eISSN: 2340-8804

Catálogo general de publicaciones oficiales

<http://publicacionesoficiales.boe.es>

\*Publicación incluida en el programa editorial del suprimido Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y editada por el Ministerio de Industria Comercio y Turismo (de acuerdo con la reestructuración ministerial establecida por Real Decreto 355/2018, de 6 de junio).



## S U M A R I O

		<b>En portada</b>
Agregaduría Comercial de la Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Qatar	<b>3</b>	La economía de Qatar: situación y perspectivas ante el bloqueo
		<b>Colaboraciones</b>
Eduardo Alcalde Gutiérrez, Antonio Calvo Bernardino y Jesús Paúl Gutiérrez	<b>19</b>	La evolución del mercado global de divisas y su situación tras la crisis financiera
Pedro L. Angosto Fernández y Victoria Ferrández Serrano	<b>33</b>	Las elecciones de Estados Unidos en el mercado bursátil español: el efecto Trump
Carlota Lorenzo Romero, Juan Antonio Mondéjar Jiménez y Leticia del Pozo Ruiz	<b>47</b>	Participación del consumidor <i>online</i> en el sector textil





*Agregaduría Comercial de la Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Qatar\**

## LA ECONOMÍA DE QATAR: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS ANTE EL BLOQUEO

El artículo pretende dar a conocer la estructura económica de Qatar, conocido por ser el país más rico del mundo, en términos per cápita, gracias a sus reservas de gas y petróleo. Se describen a continuación los antecedentes e implicaciones del conflicto diplomático con Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Bahréin y Egipto. A su vez, se analiza el impacto del bloqueo sobre sus variables monetarias y financieras, así como sobre la economía real, incidiendo en las implicaciones comerciales y empresariales. Se explican también los retos a los que se enfrenta su economía, como el autoabastecimiento o la organización del Mundial de Fútbol FIFA 2022. Por último, se abordan la reacción de Qatar al bloqueo, las perspectivas económicas a largo plazo y las posibles estrategias de las partes implicadas para poder alcanzar una solución al conflicto actual.

**Palabras claves:** conflicto, mundial, gas, Golfo Pérsico, rial qatarí.

**Clasificación JEL:** D74, L71.

### 1. Introducción

Qatar alcanzó su independencia del protectorado británico en 1971, aunque es desde la toma del poder por el jeque Hamad en 1995 cuando el emirato ha buscado notoriedad tanto en Oriente Medio como en la esfera internacional. Una política exterior independiente, la recepción de grandes eventos internacionales, las inversiones exteriores en proyectos emblemáticos, el posicionamiento de Qatar Airways como aerolínea

de lujo que conecta Oriente con Occidente, la difusión de contenidos por su influyente cadena mediática Al Jazeera y la acogida de la sede para la Copa del Mundial de Fútbol en invierno de 2022 son las fórmulas utilizadas para situar a Doha en el mapa.

Sin embargo, desde junio de 2017, Qatar es también reconocida internacionalmente por el bloqueo impuesto por parte de Arabia Saudí (AS), Emiratos Árabes Unidos (EAU), Bahréin y Egipto, sumiendo al país en un contexto de incertidumbre sobre su futuro y sus relaciones con los países vecinos.

La pequeña península del Golfo Pérsico, del tamaño de la región de Murcia, es sin embargo el país más rico del mundo en términos de ▷

\* Este artículo ha sido elaborado por Miguel Ángel Fajardo, Agregado Comercial.

Versión de julio de 2018.

Mi agradecimiento al Excmo. Sr. Embajador de España en Qatar, D. Ignacio Escobar, por sus precisos comentarios y profundo conocimiento sobre el país.

renta per cápita, con casi 130.000 dólares al año (WEO, IMF, 2018). La monarquía musulmana, de corte wahabita, encabezada por el emir Tamin bin Hamad al Thani desde 2013, combina la tradición religiosa y social islamista con las excentricidades propias de un país rico que flota sobre la mayor reserva de gas natural del mundo.

Con una población de 2,6 millones de habitantes, de los cuales tan solo 313.000 son qataríes (PriyaDSouza Communications, 2017), la concentración de la riqueza es todavía mayor de lo que sugieren las cifras per cápita. La moderna capital Doha, fundada bajo el nombre de Albidda en 1825, representa la dicotomía en la que conviven deslumbrantes rascacielos, lujosos hoteles, grandes centros comerciales y museos de arquitectura vanguardista junto a una sociedad conservadora en valores y tradiciones islamistas, que en su mayoría se encuentra cómoda, bajo leyes vigentes propias de las monarquías absolutas de la Europa del XVIII.

La ambición por posicionar a Qatar en el mundo ha levantado ampollas en los países vecinos, que ven con reticencias cualquier atisbo de cambio no autorizado en estas sociedades de fundamentos impertérritos. Y es que cualquier destello intermitente en las blancas y vastas llanuras del desierto molesta más a la córnea del beduino, despertando su curiosidad, sabedor de que en estos lares el oro es negro.

## 2. Una economía basada en el gas

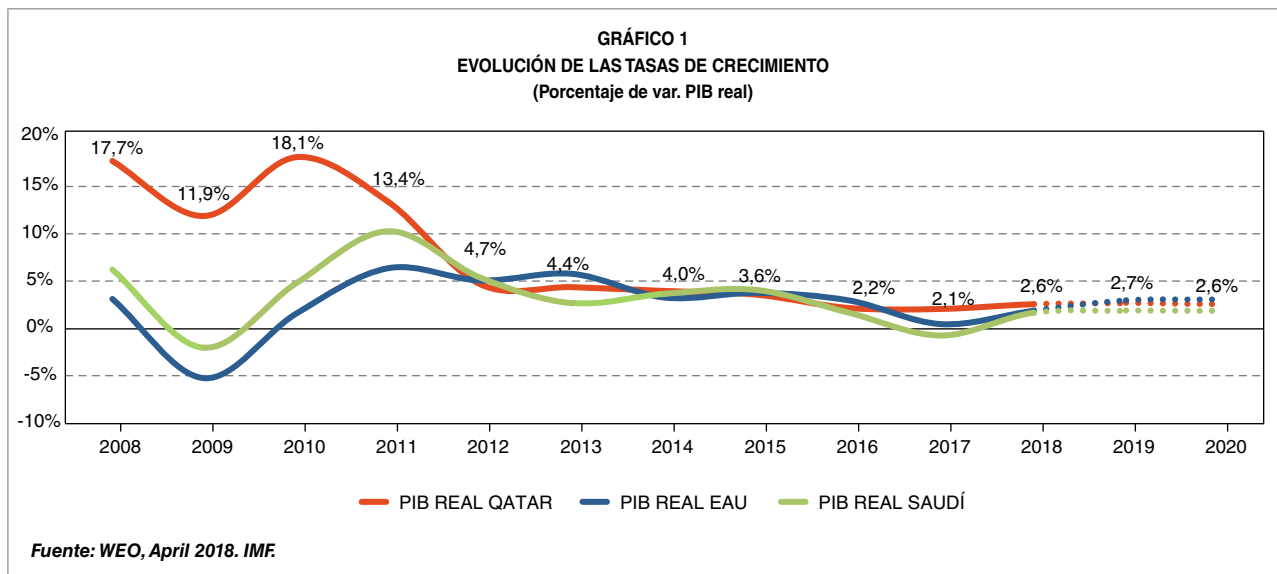
Qatar es una economía emergente, de reciente desarrollo, especialmente a partir de los noventa, cuando decide explotar la reserva de gas de North Field que comparte con Irán,

descubierta 1971<sup>1</sup>. Doha es la sede del Foro de Países Exportadores de Gas (GECF). Qatar también explota sus yacimientos petrolíferos y es miembro de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo). Según la OPEP, Qatar produjo una media de 651.500 barriles de crudo al día y 182.800 millones de metros cúbicos de gas natural en 2016, que en términos de producción equivalente en barriles se traduce en una proporción porcentual de 65 a 35 a favor del gas (QNB Economics, 2017).

La situación geopolítica del emirato ha condicionado su forma de distribución y exportación del gas, invirtiendo para su transformación en Gas Natural Licuado (GNL). Por ello, es hoy en día el primer exportador de GNL del mundo, cuyos principales mercados de destino son Japón, Corea del Sur, China e India. Además es, después de Argelia, Nigeria y Noruega, el cuarto proveedor de gas natural de España (CORES, 2017). Qatar concentra casi el 80 por 100 de sus exportaciones en suministros energéticos y derivados por barco y mediante el gasoducto Dolphin a Omán y EAU, con el que mantiene un acuerdo de suministro a largo plazo y la gestión compartida del mismo.

Esta fuente de riqueza natural comporta también sus riesgos, ya que casi la mitad del valor del PIB proviene del sector energético, lo que hace que la economía sea altamente dependiente de este recurso. Además, la ratio de reservas de gas en relación a los ritmos de producción actuales sitúa la esperanza de vida de sus reservas en 134,1 años (Oxford Business Group, Qatar 2017), por lo que el emirato se plantea muy seriamente la diversificación de la producción tal y como recoge el documento programático llamado «Visión 2030» (QNV, ▷

<sup>1</sup> La producción comenzó en 1988, aunque la primera exportación a España tuvo lugar en 1997.



Qatar National Vision 2030) y sus acciones a medio plazo llamadas National Development Strategies (NDS, está operativa la 2.<sup>a</sup> NDS 2017-2022).

Fruto de estos recursos, la economía qatarí ha sido una de las más pujantes y dinámicas de la región del Golfo. La tasa de crecimiento del PIB real de Qatar registró cifras de dos dígitos desde inicios del siglo XXI hasta el año 2011 (Gráfico 1).

Sin embargo, la caída de los precios internacionales del petróleo y del gas marcó una desaceleración de su crecimiento desde 2012 hasta situarlo en la media de los países de Oriente Medio. Las menores tasas de crecimiento llegan a su punto de inflexión en 2017, cuando la OPEP acuerda la reducción de la producción de petróleo y consecuentemente los precios del crudo comienzan a subir. Qatar ve así vigorizar su crecimiento hasta el 2,6 por 100 previsto para 2018 (Art. IV FMI Qatar, abril de 2018).

En esta economía no es posible hablar de tasas de desempleo. Los qataríes ocupan puestos relacionados con las empresas públicas y ministerios (cuando no en empresas privadas por cuotas obligatorias, conocidas como

«qatarización» del empleo) y el resto de la población no puede acceder al país sin un contrato y patrocinio previos. Una vez que el contrato vence, el trabajador deberá regresar a su lugar de origen siempre que no haya sido contratado por otro patrocinador en Qatar.

La normativa laboral, muy similar a la del resto de los países de la zona, es quizás la que más recelos despierta en occidente porque deja al trabajador al albur del humor del *sponsor*, que es como se conoce al empleador responsable del trabajador bajo el denominado sistema de *Kafala*. Así, según la Ley laboral 21/2015 reguladora de la entrada y salida y residencia de expatriados, el *sponsor* tiene la facultad de denegar el permiso de salida NOC (Non Objection Certificate) del trabajador e incluso impedir la libertad contractual del mismo hasta que no hayan transcurridos dos años desde la firma del contrato.

Consciente de las críticas a su legislación laboral, Qatar ha alcanzado un acuerdo con las Naciones Unidas por el que la Organización Internacional del Trabajo ha abierto, en abril de 2018, una oficina en Doha para asesorar sobre las reformas laborales a acometer y con ▷

resultados a la vista, en especial respecto al NOC y resolución de disputas<sup>2</sup>.

Por otro lado, la tradición mercantilista de las antiguas zonas costeras del Golfo Pérsico confieren a Qatar o a EAU una predisposición al aperturismo, manteniendo lazos comerciales y de inversión más importantes con países occidentales y asiáticos que con sus socios de la unión aduanera del Consejo de Cooperación del Golfo (GCC por sus siglas en inglés)<sup>3</sup>.

Anodinamente, en 2016 la economía qatarí registró un déficit público, consecuencia de la merma en los ingresos debido a los bajos precios internacionales de los hidrocarburos y a una política de gasto en grandes infraestructuras. Así, pasó de un superávit del 1,3 por 100 en 2015 a un déficit del 9,3 por 100 del PIB en 2016 (IMF Art. IV Qatar, 2018).

Lejos de lo que pudiese haber sido un desprecio por las necesidades de financiación públicas, el Gobierno de Qatar impuso una política de racionalidad del gasto, mediante priorización de proyectos relacionados con el Mundial, fusiones de empresas públicas, despidos masivos de expatriados de «cuello blanco» de la Administración y reducción de salarios o complementos, que hicieron las delicias de las recomendaciones del FMI.

Desde el lado de los ingresos, subieron los precios de los combustibles y suministros (agua y luz) y las tasas de prácticamente todos los servicios públicos, desde correos a renovación de documentos. Se trataron de introducir, en mayo de 2017, los conocidos como *Sin Taxes* o impuestos sobre productos dañinos a la salud, aunque la aplicación del impuesto ha quedado

suspendida *sine die* tras el bloqueo (se especula con su entrada en vigor en 2019). También se ha retrasado la implantación del IVA del 5 por 100, que desde 2018 se está aplicando en AS y EAU, prevista ahora para 2019.

De esta manera, en 2017 las necesidades de financiación del sector público se redujeron hasta el 6 por 100 y, aunque el FMI estima que en 2018 el déficit se contraiga hasta el 1,4 por 100, no debe descartarse la vuelta al superávit. Se espera que los ingresos públicos aumenten por encima de lo estimado en el escenario macroeconómico de los Presupuestos del Estado de 2018, ya que se fundamentan sobre un precio del Brent a 45 dólares/barril, claramente conservador dadas las cifras registradas de casi 75 dólares/barril en junio de 2018.

El anclaje del rial qatarí al dólar, con un tipo de cambio fijo de 3,64 riales/dólar desde 2001, es un instrumento muy potente que ha permitido a la economía no solo estabilizar las tasas de inflación, sino conferir un marco de confianza en el mercado para las inversiones. Por ello, el país se ha beneficiado de tasas de inflación relativamente reducidas del entorno del 3 por 100, en un contexto de fuerte crecimiento económico para terminar en 2017 con una estabilidad de precios en términos de IPC del 0,4 por 100 (IMF Art. IV, abril de 2018).

Otro motor de la economía es el fondo soberano de inversión de Qatar, QIA (Qatar Investment Authority), creado en 2005 y considerado el 10.<sup>º</sup> del mundo en valor de sus activos, 320.000 millones de dólares (SWFI, Sovereign Wealth Fund Institute, abril de 2018), que tiene por objetivo invertir bajo criterios de rentabilidad en proyectos fundamentalmente exteriores<sup>4</sup>. A través de su brazo inmobiliario ▷

<sup>2</sup> Entre otras, tiene previsto la introducción de un salario mínimo interprofesional, supresión del permiso de salida, que se espera de forma inminente, protección de los trabajadores y creación de un comité conjunto de trabajadores y empresarios para la resolución de disputas. En Qatar no existe la figura de los sindicatos.

<sup>3</sup> Conforman el GCC: AS, EAU, Qatar, Omán, Kuwait y Bahrein.

<sup>4</sup> QIA tiene participaciones en empresas como Barclays, Volkswagen, Porsche, Total, EADS, GDF o France Telecom.



(Qatar Diar), invierte desde 2005 en bienes inmuebles en distintos países con proyectos de renombre como el puerto deportivo de Tarragona o el Hotel Intercontinental de Madrid.

### 3. El conflicto

#### 3.1. Antecedentes

Qatar ha jugado un papel activo coalineado con AS y EAU en numerosos conflictos regionales como el caso de Libia, Yemen, Siria o Palestina, tanto por interés económico como político.

Sin embargo, desde las revueltas de las primaveras árabes en 2011 no cerró filas con sus vecinos del Golfo en todos los lances. Apoyó, junto a Turquía y en contra de AS y EAU, a los Hermanos Musulmanes en Egipto, ocasionando un conflicto diplomático por el que los embajadores saudíes y emiratíes se retiraron de Doha, de febrero a octubre de 2014, auspiciando entonces el actual desenlace de las relaciones entre vecinos.

Otro objeto de controversia ha sido el medio de comunicación qatari Al Jazeera, más conocido en Occidente por ser la propietaria de la cadena deportiva Bein Sports y uno de los medios televisivos más influyentes en el mundo árabe. Las monarquías absolutistas del Golfo veían a Al Jazeera con temor por la publicidad de las revueltas en el mundo musulmán y lo consideran un instrumento de injerencia en las cuestiones internas de otros países.

Las tensiones entre Qatar y sus vecinos del Golfo se volvieron a poner de manifiesto tras la visita, en mayo de 2017, del presidente Trump a Riad, siendo Qatar acusada de financiación del terrorismo islámico, acercamiento a Irán y apoyo a Hamas y Hezbollah.

Tras un ciberataque contra la agencia de noticias QNA que publicó un falso discurso del emir de Qatar, la escalada de acusaciones y desmentidos continuó. El 5 de junio de 2017 se produjo el anuncio del Reino de Bahreín, al que se unieron posteriormente AS, EAU, Yemen, Libia y Egipto, por el que se daban por terminadas las relaciones diplomáticas con Qatar y cerraban sus fronteras.

#### 3.2. La ruptura de relaciones diplomáticas y el bloqueo

La ruptura de relaciones diplomáticas implicaba, a diferencia de lo ocurrido en 2014, no solo el llamamiento de los embajadores a sus países de origen, sino el cierre de las embajadas, expulsión en 48 horas de los embajadores qataríes y la ruptura de la denominada coalición de Yemen, apartando a Qatar de la unidad que había cateterizado la colaboración militar de las partes en dicho conflicto.

Además, se informó a los ciudadanos qataríes residentes en AS, EAU, Bahreín y Egipto que disponían de dos semanas para volver a su país y la posterior prohibición de retorno. Esta medida fue un drama para familias compuestas por personas de origen en uno y otro bando<sup>5</sup>.

Los cuatro del bloqueo (como se les conoce en la prensa local) tienen prohibido el tráfico terrestre, aéreo y marítimo con Qatar en sus respectivas jurisdicciones. La frontera terrestre con AS al sur de Qatar permanece cerrada al tránsito, aislando a la península de ▷

<sup>5</sup> Parece que en un primer momento se detectaron casos aislados de rechazo de entrada a EAU a algunos europeos residentes en Qatar relacionados con la Administración Pública qatari y otros casos posteriores de retenciones arbitrarias por horas a personas de diversas nacionalidades que residen en Qatar (incluso diplomáticos).

su único acceso por tierra al GCC. Los puertos en AS, EAU y Bahreín permanecen cerrados a los pabellones de bandera qatarí y aquellos en tránsito hacia/desde Qatar. Etihad, Emirates, Fly Dubai y Air Arabia suspendieron los vuelos a Qatar y prohibieron a Qatar Airways utilizar su espacio aéreo. AS y Bahrein revocaron el mismo día 6 de junio la licencia de Qatar Airways para operar en sus territorios. Tan solo el canal de Suez no se vio afectado por el bloqueo.

AS también cerró inmediatamente la oficina de Al Jazeera en el país, prohibiendo cualquier retransmisión (aunque los sauditas no encontraron muchas dificultades para ver el Mundial de Rusia por vías alternativas).

Incluso, a pocas semanas del comienzo del Ramadán, AS impuso unas condiciones tan restrictivas para la peregrinación a la Meca de los musulmanes qataríes que relegaba a Qatar al mismo nivel de enemistad de Irán. Era tal el nivel de presión que nadie descartaba una posible sustitución del emir Tamin para facilitar la salida del conflicto. No tardaron en enarbolarse banderas púrpuras dentadas en blanco y fotografías con la cara del emir como muestras de apoyo a su líder y enaltecimiento del orgullo nacional.

Sin embargo, el aislamiento político de Qatar cambió radicalmente al recibir el apoyo explícito de Turquía. Estambul no solo condenó el bloqueo, sino que procedió inmediatamente a dar apoyo logístico a Qatar. Estableció líneas de suministro de bienes de primera necesidad y anunció el envío de un contingente de 600 soldados a su base militar de Qatar.

El apoyo turco no truncó la línea establecida por el cuarteto. El viernes 9 de junio divulgaron una lista de 59 personas y 12 entidades relacionadas con el emirato acusadas de terrorismo. Es más, el día 23 de junio presentaron las

denominadas 13 exigencias<sup>6</sup> (posteriormente reducidas a seis «principios») para la resolución del conflicto. Qatar no asumió las demandas porque las consideraba un atentado a su soberanía nacional.

Por último, quedan por señalar dos cuestiones claves que han condicionado la evolución del conflicto. Por un lado, la base militar estadounidense de Al Udeid (que es la más grande del Golfo con más de 10.000 efectivos, instalada al sur de Qatar), que hace valer el interés estratégico militar americano en el área. Por otro lado, el triángulo promovido por el presidente Trump entre EEUU, Israel y AS, que ha resultado ser un frente común sólido contra Irán y Palestina.

#### 4. El impacto del bloqueo sobre la economía

Bajo circunstancias económicas extraordinarias, los mecanismos de transmisión inmediatos de un *shock* son monetarios y financieros, dejándose sentir posteriormente en la economía real.

##### 4.1. Aspectos monetarios y financieros

El jeque Abdulla bin Saoud al Thani, gobernador del Banco Central de Qatar (QCB en inglés), manejó las turbulencias financieras con gran ▷

<sup>6</sup> Las condiciones impuestas fueron las siguientes: cierre de Al Jazeera, retirada de la base militar turca (en torno a cien militares desplazados en ese momento), romper vínculos con Irán, romper contacto con opositores a los regímenes de AS, EAU, Egipto y Bahreín, detener injerencias en asuntos domésticos de los países del Golfo, romper con Daesh, Al Qaida, Hizbolá, detener la financiación de entidades consideradas terroristas por USA, entregar a terroristas que están en su territorio y que son buscados por los cuatro países árabes en conflicto, alinearse con la política del GCC, no financiar medios de comunicación contrarios a los Gobiernos de los cuatro en conflicto, supervisión durante diez años de las medidas aplicadas por Qatar, compensación económica por la pérdida de vidas y por sus políticas, y aceptación en menos de diez días de las condiciones impuestas.

éxito y en silencio. Si bien es cierto que aunque se trata de un país pequeño y rico, que contaba con reservas internacionales de más de 30.000 millones de dólares<sup>7</sup>, la estabilidad financiera no estaba garantizada. Así lo recogieron Fitch, S&P y Moody's entre junio y agosto de 2017, rebajando los tres sus previsiones a negativas (aunque el 15 de julio de 2018, Moody's devuelve la previsión a estable) y los dos primeros el *rating* del soberano de AA a AA-.

La cotización de acciones en bolsa y el tipo de cambio son las principales variables que se resienten tras las turbulencias de la economía.

El índice del Qatar Stock Exchange (QSE o bolsa de Qatar) se desplomó un 22 por 100 entre mayo y noviembre (su nivel mínimo de 2017) como consecuencia del bloqueo. A partir de noviembre, el índice se estabilizó por encima de los 8.500 puntos, y a partir de abril de 2018 comenzó a fluctuar por encima del nivel de referencia de 9.000 puntos.

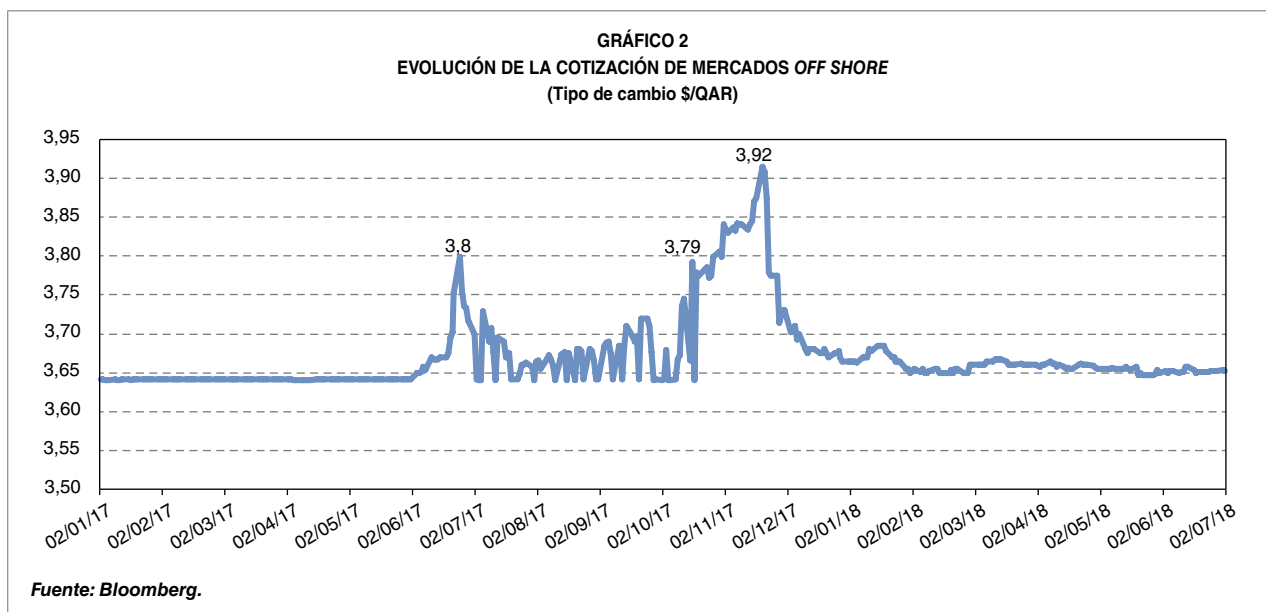
La autoridad monetaria actuó en cuatro frentes para ahuyentar los fantasmas financieros:

- Sostenimiento a cualquier precio del sistema de tipos de cambio fijos y evitar la depreciación de rial qatarí por motivos reputacionales.
- Inyección de liquidez en el mercado interbancario que ya venía registrando escasez de capitales durante 2016 y compensación de la fuga de depósitos extranjeros consecuencia del bloqueo.
- Salida a los mercados internacionales en búsqueda de financiación.
- Mantenimiento de ratios de solvencia y medidas macroprudenciales adecuadas según Basilea III.

En relación al tipo de cambio, el QCB tuvo que afrontar las tensiones vividas contra el rial en diversos momentos. Tal y como se observa en el Gráfico 2, las tensiones en el mercado *spot* del rial se hicieron notar durante la semana siguiente al anuncio del bloqueo hasta alcanzar el tipo de cambio del 3,8 riales qataríes/dólar. El QCB actuó mediante compras de rial con cargo a reservas en los mercados *offshore*. Las tensiones siguieron durante los siguientes meses, hasta que en noviembre de 2017 se alcanzó la máxima depreciación del rial hasta 3,92 riales qataríes/dólar. Según apuntó el gobernador del QCB, este episodio obedeció a movimientos especulativos y fuga masiva de depósitos del cuarteto y terceros países, tras los cuales, los mercados descontaron las consecuencias del bloqueo y el tipo de cambio se estabilizó.

A la par que mantenía el cambio fijo con el dólar, el QCB tuvo que lidiar con dos fuerzas contrapuestas que condicionaban su base monetaria: el fin del *quantitative easing* americano, con las consecuentes subidas de tipo de interés de la Fed, y por otro lado inyectar la liquidez al mercado por la fuga de depósitos extranjeros. En relación a los tipos, el QCB subió en respuesta a la Fed, en marzo, junio y diciembre de 2017 los tipos de interés, hasta el 5 por 100 el del crédito (QNCBLR), hasta el 1,5 por 100 el de los depósitos (QCBDR) y hasta el 2,5 por 100 el repo (QCBRR) (QCB Quarterly Statistical Bulletin, abril de 2018). Para compensar la escasez de liquidez consecuencia de las subidas de tipos, el QCB inyectó a través de operaciones de mercado abierto —a corto plazo y estructurales— liquidez mediante una menor emisión neta de letras, reducción del coeficiente de reserva obligatorio en 25 puntos básicos hasta el 4,5 por 100 y especialmente con operaciones repo. ▷

<sup>7</sup> Según los datos del IMF, Art. IV, abril de 2018. No incluye los activos de QIA.



La fuga del 25 por 100 de depósitos de los no residentes, a finales de 2017, se vio más que compensada con el aumento del 70 por 100 de los depósitos públicos (tanto del QCB como del QIA), modificando la estructura de los depósitos (Gráfico 3) y registrando un crecimiento del total de depósitos del 13,2 por 100. En términos absolutos, los depósitos de no residentes cayeron entre mayo y noviembre de 2017 de 50.000 millones de dólares a 37.000 millones de dólares. Para dar apoyo a la liquidez, QIA se ha visto obligada a deshacer algunas posiciones de sus activos en el exterior, aunque no le ha impedido realizar otras inversiones oportunistas con criterios de rentabilidad y también políticos.

En tercer lugar, Qatar supo financiarse con éxito en los mercados internacionales, con emisiones de bonos y *sukuks*<sup>8</sup> por valor de 174.200 millones de dólares en 2017, un 4 por 100 más respecto al año anterior (9<sup>th</sup> Stability Report, QCB). El mayor reto se superó en abril de 2018,

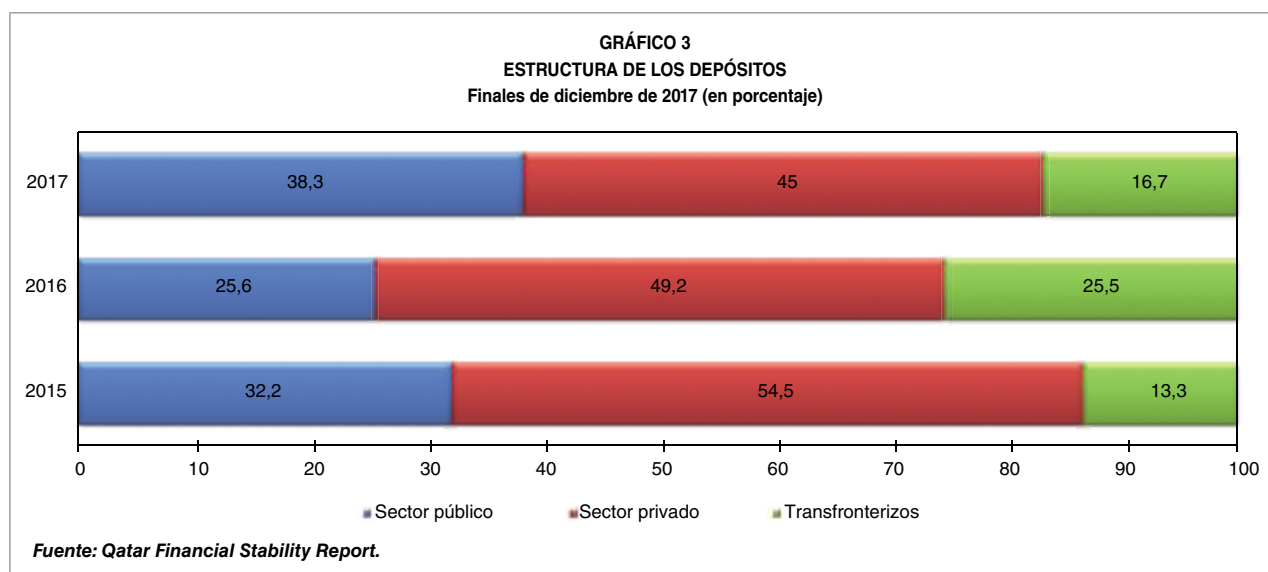
cuando el Gobierno lanzó con éxito una de las mayores operaciones de emisión de bonos del emirato por valor de 12.000 millones de dólares, cubriendo vencimientos de 5, 10 y 30 años con una gran aceptación de la demanda en su primera emisión tras el bloqueo.

En cuarto lugar, a pesar del entorno adverso, el QCB apostó por proyectar una imagen sólida de su sistema financiero, tomando medidas macroprudenciales y alcanzado los ratios de solvencia según Basilea III. El sistema bancario qatarí tan solo adolece de la alta interconexión bancaria a través del mercado interbancario, que lo hace vulnerable a problemas de liquidez, y una elevada concentración de la propiedad y control del sector privado no financiero, que se reparte entre pocas familias locales, con los consecuentes riesgos de crédito para el sistema financiero.

#### 4.2. Impacto sobre la economía real

El anuncio del bloqueo sembró el pánico entre la población, que hizo acopio de alimentos ▷

<sup>8</sup> Se conocen por *sukuks* a las emisiones de bonos islamistas, bajo premisas que no contemplan por ejemplo el pago de un tipo de interés.



y de divisas, dejando imágenes de *stands* vacíos en supermercados y casas de cambio sin *cash*, como resultado de la histeria colectiva más que del bloqueo en sí.

Pero la dureza de las medidas impuestas contra Qatar intimidan más que infringen daño a sus relaciones comerciales debido a que sus principales socios no son sus vecinos, sino EEUU y sus compradores de gas, como Japón, Corea del Sur, India o China. Por eso, antes del bloqueo, EAU era solamente el 4.º exportador en importancia para Qatar y AS, el 6.º, representando respectivamente el 9 y el 4 por 100 del valor de las importaciones hacia Qatar. En términos de las exportaciones qataríes, tampoco son sus principales socios, representando EAU el 7 por 100 y AS el 1 por 100 del valor de destino de sus exportaciones (Comtrade, datos de 2016). El impacto del bloqueo se ha dejado notar en el conjunto del año 2017, reduciendo las importaciones procedentes de EAU y AS prácticamente a la mitad (de 3.500 millones de dólares a 1.900 millones de dólares y de 1.400 millones de dólares a 613 millones de dólares, respectivamente), mientras que las exportaciones a EAU no lo

han hecho tanto (de 3.700 millones de dólares a 2.600 millones de dólares), pero sí las de AS (de 520 millones de dólares a 252 millones de dólares) (Boletín Trimestral, QCB, abril de 2018).

Aunque la intensidad de sus relaciones comerciales no sea elevada, sí que lo es en determinados productos que prácticamente se importaban en exclusividad desde AS y EAU, como acero e hierro, gabro, hormigones y asfaltos, y en productos de alimentación como yogures, leche y derivados, así como productos de origen aviar, y frutas y hortalizas.

En el caso de EAU, el mayor daño causado por el bloqueo es la pérdida del puerto de Jebel Ali, situado a 35 km al suroeste de Dubai, considerado el mayor *hub* o centro logístico de recepción y distribución de mercancías del Golfo Pérsico y almacén para Qatar, pues en dos días podía traer por vía terrestre cualquier mercancía, evitando tener que almacenar bienes en Doha. Por tanto, Qatar perdía sus puertas de acceso de suministro, tanto por la frontera terrestre por AS como por barco vía EAU. Es más, el 70 por 100 de los materiales de construcción usados en el ▷

país entraban por estas dos vías, poniendo en riesgo los proyectos de infraestructuras en marcha.

La pérdida del acceso a Jebel Ali llegaba además en el peor momento para Qatar, pues se encontraba en plena transición para sustituir el pequeño puerto de Doha por el Hamad Port, situado al sur del país, que contaría con tres terminales, un mejor acceso por carretera a la zona industrial, mayor profundidad para la entrada de grandes buques y más capacidad de almacenaje. Para Qatar, el acceso de mercancías se convertía en su principal fuente de preocupación por los cuellos de botella en almacenaje y transporte. A pesar del embargo, Hamad Port no pudo ser inaugurado hasta septiembre de 2017, estando solamente operativa una terminal y con problemas de estiba y cuellos de botella para el almacenaje y transporte. Se espera que cuando el Hamad Port esté totalmente operativo en 2020 tenga una capacidad de 7,5 millones de contenedores al año, contando con terminales separadas para cargas generales, cereales, vehículos y animales (Oxford Business Group, Qatar Report 2017).

Tras el desplome de un 40 por 100 de las importaciones de Qatar en el mes de junio de 2017, el Gobierno se apresuró a abrir nuevas rutas de suministro para garantizar el abastecimiento, conectando el Hamad Port con los puertos de Sohar y Salalah en Omán, con Esmirna en Turquía, Karachi en Paquistán, Shuwaikh en Kuwait, Mundra y Nahva Seva en India y Bushehr en Irán. De hecho, Qatar ha efectuado importantes inversiones en infraestructura portuaria en Omán y comprometido otras en Irán. La rápida reacción no solo evitó el colapso, sino que ha introducido la competencia de servicios portuarios en el Golfo frente al monopolio de Jebel Ali.

A pesar del uso de vías alternativas, se producían duplicidades en despachos aduaneros por vía marítima, primero en Jebel Ali y luego en Sohar —para poder tener acceso indirecto a Qatar— con el consecuente doble cargo del 5 por 100 sobre el valor de las mercancías. También aumentó el gasto en combustible por vía aérea al tener que bordear el espacio aéreo saudí.

Como resultado, en los meses posteriores al anuncio del bloqueo, aumentaron las tarifas de transporte desde el puerto Hamad en un 50 por 100 debido a las 36-72 horas de retención de los camiones en la terminal (Sesión Informativa del SBCQ, Logistics Challenges in Qatar, NGL, septiembre de 2017).

Por todo ello, las empresas de construcción instaladas en el emirato miraban a Ashghal (Ministerio de Fomento en Qatar) en busca de una actitud comprensiva y flexible con los plazos de ejecución y el reparto de los nuevos costes de producción. Sin embargo, Ashghal mantuvo la posición oficial de que el bloqueo impuesto a Qatar no sería considerado *causa de fuerza mayor*. Este jarro de agua fría para el sector privado, tan solo se alivió por la actitud flexible mostrada por la autoridad a la hora de reconocer y aprobar las nuevas listas de materiales y proveedores propuestas por los constructores.

Desde el punto de vista del derecho mercantil, el hecho de no reconocer la causa de fuerza mayor carga todo el ajuste de la crisis sobre el contratista, siempre que en su contrato no esté recogida detalladamente la circunstancia extraordinaria de un bloqueo comercial. Será la jurisprudencia la que vaya poniendo cotas a la responsabilidad mercantil de cada parte, pero hasta que haya sentencias en firme al respecto, la carga de la prueba recae sobre las empresas. ▷

Al contrario que con las mercancías, los suministros energéticos no se han visto alterados. El gaseoducto Dolphin sigue operativo, pues ni Abu Dhabi ni Doha pusieron sobre la mesa el suministro de gas a EAU por el interés de ambas partes. Hay que tener en cuenta que si Qatar hubiese cerrado el suministro de gas, buena parte de las centrales térmicas generadoras de la electricidad de EAU habrían parado.

#### **4.3. Qatar Airways, el gran perdedor del conflicto**

Si hay un claro perjudicado por el conflicto es, sin lugar a dudas, la aerolínea Qatar Airways (QA), con «enormes pérdidas», según declaró el propio director ejecutivo, Akbar Al-Baker, en marzo de 2018 ante el Parlamento Europeo. Fitch ya había estimado, en su actualización del *rating* de Qatar en agosto de 2017, que las pérdidas previstas eran del 10 por 100 en términos de pasajeros en los primeros meses de bloqueo.

QA actualmente vuela a más de 150 destinos y opera con una de las flotas más jóvenes del mundo, con Boeing 787 y Airbus 380 y 350. A los 191 aviones disponibles en 2016 se le deben sumar los 300 que están bajo pedido, recibiendo 23 en 2017, como resultado de la apertura de quince nuevos destinos. Para poder absorber el número esperado de viajeros para el Mundial 2022, el moderno Aeropuerto Internacional de Hamad (HIA por sus siglas en inglés) se encuentra en fase de expansión. Se espera que aumente su capacidad de los 30 millones de pasajeros actuales a los 53 millones en 2021 (MEED, 2018).

El conflicto ha presionado al alza los costes operacionales de la aerolínea, que además ha absorbido otras en el exterior (la última

adquisición fue Meridiana, la antigua Air Italia) para tener acceso a otros mercados sin la marca bloqueada de QA.

Realmente, la clave que ha mitigado el efecto del bloqueo sobre la aerolínea, al menos en los primeros momentos, ha sido la apertura del espacio aéreo iraní a Qatar Airways, tanto para pasajeros como para carga, permitiendo que sobrevolase la frontera de Irak e Irán hacia o desde Europa.

#### **4.4. La caída de viajeros por el bloqueo golpea también el turismo**

En junio de 2017, el número de turistas cayó un 44,6 por 100 (Oxford Business Group, Qatar 2017). Según el Qatar Tourism Authority (QTA o Ministerio de Turismo), los visitantes pasaron de 2,94 millones en 2016 a 2,26 millones en 2017 (QTA, Annual Tourist Performance Report, 2017). Como consecuencia, la ocupación hotelera y de apartamentos cayó en 2017 hasta el 58 por 100, un 6 por 100 menos que el año anterior. La base del turismo qatarí eran las pernoctaciones de fin de semana de saudíes, que tras el bloqueo dejaron de viajar, presionando las tarifas a la baja por el exceso de capacidad en todos los segmentos hoteleros.

En todo caso, según recoge la Estrategia de Turismo de Qatar 2017-2023, se prevé que los visitantes anuales alcancen, para final de ese periodo, la cifra de 5,6 millones bajo una estrategia de promoción enfocada en cuatro áreas: patrimonio y cultura, deportes y ocio, turismo urbano y familiar, y, finalmente, de negocios. Para ello, Qatar ha abierto varias oficinas de turismo en diversos países objetivos, facilitado la exención de visados a la entrada desde agosto de 2017 para un conjunto de 80 ▷

países<sup>9</sup> y apostado por un turismo marítimo, ampliando la profundidad del puerto de Doha para permitir la entrada de grandes cruceros. Qatar espera recibir 500.000 turistas en 2026 por este medio de transporte. Dentro de las labores de promoción turística, se recibió con éxito la iniciativa +Qatar, por la que los viajeros en tránsito podrían disfrutar de una noche gratis en hoteles de 5 y 4 estrellas en Doha, lo que ha aumentado este tipo de estancias en un 40 por 100 en el primer mes de aplicación y en un 26 por 100 en todo el año 2017 (QTA, Annual Tourist Performance Report, 2017).

## 5. Retos para Qatar tras el bloqueo

### 5.1. Una economía orientada al Mundial de Fútbol

Con el hito del Mundial en mente, Qatar debe acometer una inversión prevista en infraestructuras de más de 200.000 millones de dólares entre 2010-2022, posicionando al sector de la construcción como el más importante de la producción no energética, representando el 12,5 por 100 del PIB y un crecimiento del 15 por 100 en 2017 (QCB, Quarterly Statistical Bulletins, 2018). A pesar de los recortes del 40 por 100 en el presupuesto del Mundial reconocidos por el secretario general del Supreme Committee for Delivery and Legacy (SCDL, el comité encargado de la gestión del Mundial), Hassan Al Thawadi, en abril de 2017, la copa del mundo marca las prioridades de gasto público.

Ello implica el desarrollo de una macrociudad (Lusail City) situada al norte de Doha y

desarrollada por Qatar Diar con una inversión de 45.000 millones de dólares, que cuenta con capacidad prevista de acogida de 450.000 personas, que además será la sede del estadio de apertura y cierre del Mundial (con capacidad para 80.000 espectadores). Los ocho estadios del Mundial ya han sido adjudicados y se encuentran en fase de desarrollo y ampliación de los ya existentes. El sector hotelero también está viendo aumentar su capacidad, con la premisa de alcanzar más de 60.000 habitaciones partiendo de las 25.167 que se estima existen en la actualidad (QTA, Annual Tourist Performance Report, 2017).

Qatar Rail dirige el proyecto de metro, el tren ligero de Lusail y la red de larga distancia (hasta ahora paralizada) y espera ver terminar, en una primera fase, las tres líneas de metro en 2019, y una cuarta línea y extensiones de las tres anteriores en una segunda fase para 2026. Las infraestructuras de carreteras siguen siendo prioritarias bajo el Expressway Programme de Ashghal, con 35 carreteras en desarrollo y grandes proyectos en marcha, como la Autopista Orbital, conexión del área industrial con puerto y aeropuerto, así como la construcción de la carretera de Al Bustan y la actualización de las de Al Rayyan, Dukhan y Lusail.

### 5.2. La gran apuesta por el autoabastecimiento

La dependencia de Qatar de las importaciones ha quedado de manifiesto tras el bloqueo, poniendo en evidencia no solo la necesidad de diversificar su producción, concentrada en los hidrocarburos, sino en el desarrollo de las manufacturas y agricultura locales.

Para ello, el Gobierno ha aprobado un programa para facilitar las inversiones y buscar ▷

<sup>9</sup> India, Turquía, la mayor parte de Europa, China, EEUU, Canadá, Sudáfrica e Indonesia, incorporando más tarde a Marruecos y Líbano entre otros.



el autoabastecimiento. En primer lugar, flexibilizando la Ley 13/2000 que regula las inversiones extranjeras en Qatar, permitiendo a las empresas constituirse con el 100 por 100 del capital social extranjero en la mayoría de sectores (antes el límite era del 49 por 100) e invertir en participaciones de hasta el 49 por 100 de empresas cotizadas en bolsa, sujetas a aprobación del Consejo de Ministros.

En segundo lugar, en julio de 2017 se puso en marcha la incitativa *fast tracking* para facilitar la implantación de empresas que quieran producir localmente bajo el «Made in Qatar». El proyecto ofrecía 250 posibilidades de inversión para la industria con incentivos en los sectores agroalimentario, del metal, de plásticos y del papel.

Completan las medidas para atraer la inversión extranjera el apoyo financiero a la pyme y a sectores básicos como el agroalimentario, las piscifactorías o la ganadería que otorga el Qatar Development Bank en condiciones más favorables que las de mercado.

El objetivo de autoabastecimiento también se traslada al ámbito energético del emirato. Qatar Petroleum (empresa pública que explota los recursos energéticos locales) ha apostado por aumentar su producción de gas de North Field en julio de 2017 en un 30 por 100, desde los 77 millones de toneladas anuales a los 100 millones hasta 2024. Adicionalmente, quiere complementar la generación eléctrica de ciclo combinado con la producción de energía fotovoltaica, proponiéndose Kahramaa (el operador, distribuidor y transportista energético público) alcanzar los 200 MW en 2020 y los 500 MW a más largo plazo, a través de la construcción de una planta gigante solar operada por la empresa pública Siraj Power. Estos objetivos podrían considerarse un brindis al sol, pues aunque los precios del kW hayan alcanzado

mínimos recientemente, siguen sin ser competitivos con la generación basada en el gas, ya que es «gratis» en Qatar. Además, las partículas de polvo del desierto requieren tratamientos especiales para las placas fotovoltaicas, que pueden encarecer los costes unitarios de generación. En definitiva, la imagen verde puede salir muy cara al emirato en un contexto de priorización del gasto público.

### 5.3. *Del dicho al hecho: la realidad empresarial*

Las necesidades de desarrollo de un país rico y emergente, con un Mundial en cuatro años, son un reclamo para las empresas extranjeras. Sin embargo, tras años de esfuerzos de inversión en infraestructuras, las licitaciones de grandes proyectos públicos y privados llegan a cuentagotas entre 2016 y 2018, con retrasos y con tiempos de adjudicación inciertos, en muchas ocasiones motivados por los problemas de liquidez del mercado.

Los precios bajos y los márgenes estrechos son las variables claves a tener en cuenta para conseguir un proyecto en Qatar en 2018. Para las modificaciones y desviaciones de contrato, las autoridades no son flexibles y los contratos suelen recoger cláusulas duras y penalizaciones que no dudan en ejercer. Más que nunca un análisis de riesgos adecuado es fundamental antes de embarcarse en una operación en Qatar.

Además, la incertidumbre proveniente del bloqueo sobre los suministros y sobre la aprobación de nuevas listas de productos y proveedores, los retrasos detectados en los cobros de empresas y pagos a trabajadores, el elevado coste de vida del trabajador expatriado de cuello blanco y la importancia de presentar una buena oferta financiera complementaria a la ▷

técnica y comercial son términos decisivos en estos momentos.

Esta situación seguramente sea reversible, conforme el Mundial se acerque, confiriendo un poder de negociación a las empresas para poder garantizar la conclusión de sus proyectos a tiempo y con la calidad esperada para un evento de estas características.

De hecho, las condiciones para el negocio continúan mejorando en los últimos meses, según el indicador PMI que elabora IHS para Qatar Financial Centre (4 de julio, QFC). Tras situarse por debajo del umbral de los 50 puntos (que indica un deterioro de las condiciones) entre abril y julio de 2017, el indicador se mantiene al alza en el último dato de junio de 2018 (51,8), aunque ligeramente inferior al del mes de mayo (52,4). Los estímulos de la demanda, la reducción en los precios de venta, el aumento de las nóminas y la mejora en los tiempos de entrega son los aspectos positivos que recoge este indicador.

Existen también unos condicionantes externos a tener en cuenta a la hora de establecerse en el país:

- Políticos, por el aumento del número de licitaciones adjudicadas tras el bloqueo a nacionales de países que han apoyado explícitamente a Qatar.
- Económicos, en beneficio de China, Japón o Corea del Sur, que son los grandes compradores de gas.
- Competitivos, hacia empresas con menor coste de mano de obra en detrimento de la calidad (según el sector y segmento poblacional al que va dirigido).
- Locales, por el que se observa un mayor número de adjudicaciones a empresas qataríes, que, tras adquirir el *know-how* externo durante años, reclaman ahora su porción del pastel.

Por ello, los últimos grandes proyectos adjudicados han venido de la mano de visitas oficiales de primeras espadas del mundo occidental acompañadas de representación comercial. La diplomacia económica de EEUU, a través del diálogo estratégico con Qatar, las misiones de alto nivel a Gran Bretaña a través de las cámaras de comercio y el Qatar Businessmen Association, las visitas oficiales de los primeros ministros italiano, Angelino Alfano, y francés, Emmanuel Macron, a Doha en agosto y diciembre de 2017, respectivamente, son ejemplos de cómo conseguir réditos económicos en materia militar y civil en Qatar.

#### **5.4. ¿Qué será de su economía tras el Mundial? El día después**

Los vientos de cola provenientes de un precio de los hidrocarburos al alza y el gasto comprometido para las infraestructuras del Mundial son factores positivos, pero con un límite temporal claro, por lo que la economía debe sostenerse sobre patrones estructurales más duraderos.

Al ser la población una variable endógena al modelo —pues el crecimiento poblacional de los últimos años viene provocado por el aumento en la contratación de expatriados (IMF Art. IV, 2018)—, el gasto en consumo privado está, por tanto, determinado por la coyuntura económica, recuperando los principios de la Ley de Say, por el que la oferta genera su propia demanda. Por ello, la política económica está orientada al estímulo de la oferta, consciente de que el gasto en consumo privado final procedente de la resultante mayor población empleada devuelve el flujo circular de la renta a la economía<sup>10</sup>. ▷

<sup>10</sup> No se considera el importe de las remesas de los trabajadores, que alcanzan los 12.300 millones de USD en 2017.

Es más, los menores salarios y complementos ofrecidos actualmente y la mayor entrada de mano de obra menos cualificada, en detrimento de la cualificada, están reduciendo el gasto doméstico. De hecho, se prevé que las remesas sigan aumentando a largo plazo (abril de 2018, IMF Art. IV) a costa del gasto efectivo real, dado que la mayor parte de los trabajadores menos cualificados envían prácticamente la totalidad de su sueldo a su país para sostener a sus familias (los contratos de los trabajadores de menor cualificación suelen incluir las denominadas *allowances*, es decir, alojamiento y manutención, por lo que apenas necesitan hacer gastos en Qatar).

Por todo ello, las nuevas condiciones de la oferta en el mercado de bienes, como son los precios competitivos y bajos costes, acarrearán un cambio en el perfil del trabajador contratado que termina por comprometer el gasto final que se revierte a la economía.

A más largo plazo, y una vez que el estímulo público procedente del gasto comprometido para el Mundial desaparezca en 2022, el sector privado deberá tomar el relevo como motor del crecimiento económico. La falta de sectores alternativos actuales (aparte del sector de hidrocarburos) que estimulen la economía y aumenten la contratación de mano de obra extranjera, con o sin cualificación, ponen en cuestión el modelo de desarrollo del país.

## 6. Conclusión. Una paradoja a la teoría de juegos

La reacción de Qatar al bloqueo de los países vecinos ha sido contenida y legalista. Qatar no ha dudado en recurrir a las instituciones multilaterales para hacer notar lo que considera una violación de sus derechos y soberanía.

Ante la Organización Mundial del Comercio (OMC) presentó su reclamación por el bloqueo comercial sufrido, solicitando la celebración de consultas en enero de 2018 en el marco del mecanismo de resolución de diferencias de la OMC. Ante la falta de respuesta de los contrarios, se solicitó formalmente un Panel bilateral contra Bahrein, EAU y AS. Las demandas se fundamentan en las restricciones al comercio de bienes y servicios y a la difusión de contenidos de Al Jazeera y derechos de autor. El Cuarteto se acoge a la excepción de las normas de la OMC por motivos de seguridad, argumentados sobre la base del apoyo de Qatar al terrorismo.

Las restricciones sobre el acceso al espacio aéreo de los vecinos también han sido objeto de denuncia ante la Organización Internacional de Transporte Aéreo de Aviación Civil (ICAO en sus siglas en inglés) que no cuenta con mecanismos coercitivos para hacer valer lo firmado por los signatarios. El Cuarteto ha llevado el asunto ante la Corte Internacional de Justicia en La Haya.

Por último, se recurrió ante el Comité de los Derechos Humanos de las Naciones Unidas las separaciones familiares como consecuencia de las prohibiciones de acceso a los países bloqueantes para nacionales qataríes, nuevamente por motivos de seguridad.

El desgaste producido por la fatiga ante el fracaso de las diversas líneas de actuación iniciadas con el fin de resolver el conflicto (buenos oficios de Kuwait, llamamientos de Reino Unido, Francia, Alemania, Turquía, Marruecos, etcétera, y aparente presión del presidente Trump) ha llevado a las autoridades qataríes a endurecer su posición, demandando a los EAU ante la Corte Internacional por discriminación, intensificando sus demandas ante los distintos organismos internacionales y prohibiendo la ▷

importación de productos de origen en los países del Cuarteto.

Es difícil hacer una previsión sobre la evolución del conflicto a medio y largo plazo. Desde el punto de vista económico, la situación actual carece de sentido. Según la teoría de juegos, el conflicto en Oriente Medio es claramente una situación subóptima en términos de Nash. El equilibrio a corto plazo actual, por el que las partes no llegan a un acuerdo, es inconsistente dinámicamente, pues ambos contendientes tendrían mucho que ganar si ponen fin al bloqueo. Aunque, en cierto modo, no sería ilógico pensar que la paradoja a la teoría de juegos provenga precisamente de un mundo donde el juego de azar está prohibido.

La solución al conflicto, por tanto, vendrá de un planteamiento racional y consistente a largo plazo entre las partes implicadas, siempre que los factores desestabilizantes externos se mantengan neutrales. El compromiso a alcanzar deberá ser generalista, sin entrar al detalle sobre las medidas a emprender, respetando la soberanía nacional y condenando el terrorismo. Ahora mismo, los orgullos prevalecen sobre la racionalidad, pero puede haber un giro inesperado en cualquier momento. ¿Quién sabe? Dios dirá, Inshallah!

## Bibliografía

- [1] BLOOMBERG (2018). *Exchange rate series Qatar Ryal/ US Dollar*.
- [2] IMF (2018, May 30). *Article IV Consultation, Qatar*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/05/30/pr18202-qatar-2018-article-iv-consultation> [Recuperado: 2018, 17 de julio].
- [3] IMF (2018, April). *WEO database*. Disponible en: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018> [Recuperado: 2018, 17 de julio].
- [4] OXFORD BUSINESS GROUP (2017). *The Report: Qatar 2017*.
- [5] PRIEGO, A. (2015). «Las primaveras árabes: la influencia de Qatar y sus relaciones con los Estados del Golfo». *Revista UNISCI*, n.º 39.
- [6] PRIYADSOUZA COMMUNICATIONS (2017, February 7<sup>th</sup>). Disponible en: <http://priyadsouza.com/population-of-qatar-by-nationality-in-2017/>
- [7] QATAR CENTRAL BANK (2017). *9<sup>th</sup> Financial Stability Review*. Disponible en: <http://www.qcb.gov.qa/English/Publications/ReportsAndStatements/Pages/FinancialStabilityReports.aspx> [Recuperado: 2018, 17 de julio].
- [8] QATAR CENTRAL BANK (2018). *Quarterly Statistical Bulletin*.
- [9] QATAR FINANCIAL CENTRE (2018, July 4<sup>th</sup>). *Purchasing Managers' Index (PMI)*.
- [10] QATAR TOURSIM AUTHORITY (2017). *Annual Tourism Performance Report*. Disponible en: <https://www.visitqatar.qa/corporate/statistics/2017> [Recuperado: 2018, el 17 de julio].
- [11] QATAR STOCK EXCHANGE, QSE (2018). Disponible en: <https://www.qe.com.qa/>
- [12] UN COMTRADE (2018). *Statistics Database*. Disponible en: <https://comtrade.un.org/> [Recuperado: 2018, el 17 de julio].



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

## LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS Y SU SITUACIÓN TRAS LA CRISIS FINANCIERA

En diciembre de 2016, el Banco Internacional de Pagos publicó los resultados definitivos de la encuesta trianual que, en colaboración con los bancos centrales de 52 países, viene realizando desde 1986 entre los participantes más activos en sus respectivos mercados de divisas, con el fin de conocer el volumen y composición tanto de los distintos mercados nacionales como del mercado mundial. El objetivo de este artículo es analizar los principales resultados del mercado global de divisas a lo largo de los últimos años, su reacción a la crisis financiera internacional y su situación tras la misma.

**Palabras clave:** mercado de divisas, intermediarios financieros, Banco Internacional de Pagos.  
**Clasificación JEL:** F31, F36, G15.

### 1. Introducción

En diciembre de 2016 el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) presentó la encuesta de carácter trianual, que realiza en colaboración con los bancos centrales de un gran número de países del mundo, a través de la cual se obtiene información detallada sobre el comportamiento del mercado global de divisas.

Por tanto, desde la primera encuesta de este tipo, realizada en 1986, han pasado ya treinta

años en los que este análisis del mercado de divisas ha ido mejorando la calidad de los datos facilitados debido, en primer lugar, al hecho de que se ha producido una continua incorporación de países a su realización, hasta alcanzar los 52 bancos centrales participantes en la actualidad y, en segundo lugar, por la incorporación sistemática de información adicional que va desde la diferenciación entre el mercado tradicional y el global de divisas incluido en la encuesta de 2010 hasta la ampliación del número de monedas para las que se recoge información o el mayor detalle de las denominadas «otras instituciones financieras» realizadas en 2013, entre otros cambios<sup>1</sup>. ▷

\* Profesor Adjunto de Economía, Facultad de Derecho, Universidad CEU San Pablo.

\*\* Catedrático de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad CEU San Pablo.

\*\*\* Profesor Titular de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad CEU San Pablo.

Versión de abril de 2018.

<sup>1</sup> Para un mayor detalle sobre dicha información adicional puede verse Alcalde, Calvo y Paúl (2014).

Por otro lado, los datos obtenidos, y que posteriormente analizaremos, corresponden a los suministrados por las entidades financieras participantes en la encuesta a sus bancos centrales<sup>2</sup>, cuya selección se realiza en función de su grado de participación en este mercado y que en el año 2016 han sido casi 1.300 entidades de todo el mundo, número suficientemente elevado como para dotar de consistencia los citados datos, a pesar del alto grado de concentración que muestra este mercado<sup>3</sup>.

El análisis que vamos a realizar se centra, fundamentalmente, en la última encuesta realizada con datos de abril de 2016, estudiando la evolución global del mercado en función de diversos parámetros, como son las monedas intercambiadas, los tipos de transacciones en divisas realizadas, las contrapartidas de las operaciones (agentes y localización física de los mismos), vencimientos y grado de concentración de las operaciones por centros financieros. Además, observaremos la evolución del mercado global de divisas a través de la comparación con los resultados obtenidos en trienios anteriores.

## 2. Resultados de la encuesta

### 2.1. Volumen del mercado

En abril de 2016, el volumen de transacciones medias diarias realizadas en el mercado global de divisas se situó ligeramente por debajo de los 5,1 billones de dólares, mostrando una disminución del 5,5 por 100 respecto de los casi 5,4 billones contabilizados en la encuesta trianual de 2013.

<sup>2</sup> Los datos proporcionados por nuestro país a través del Banco de España pueden verse en Banco de España (2016). Cabe destacar que en el año 2013 estaba incluida Estonia, siendo por tanto 53 países entonces los participantes en la encuesta.

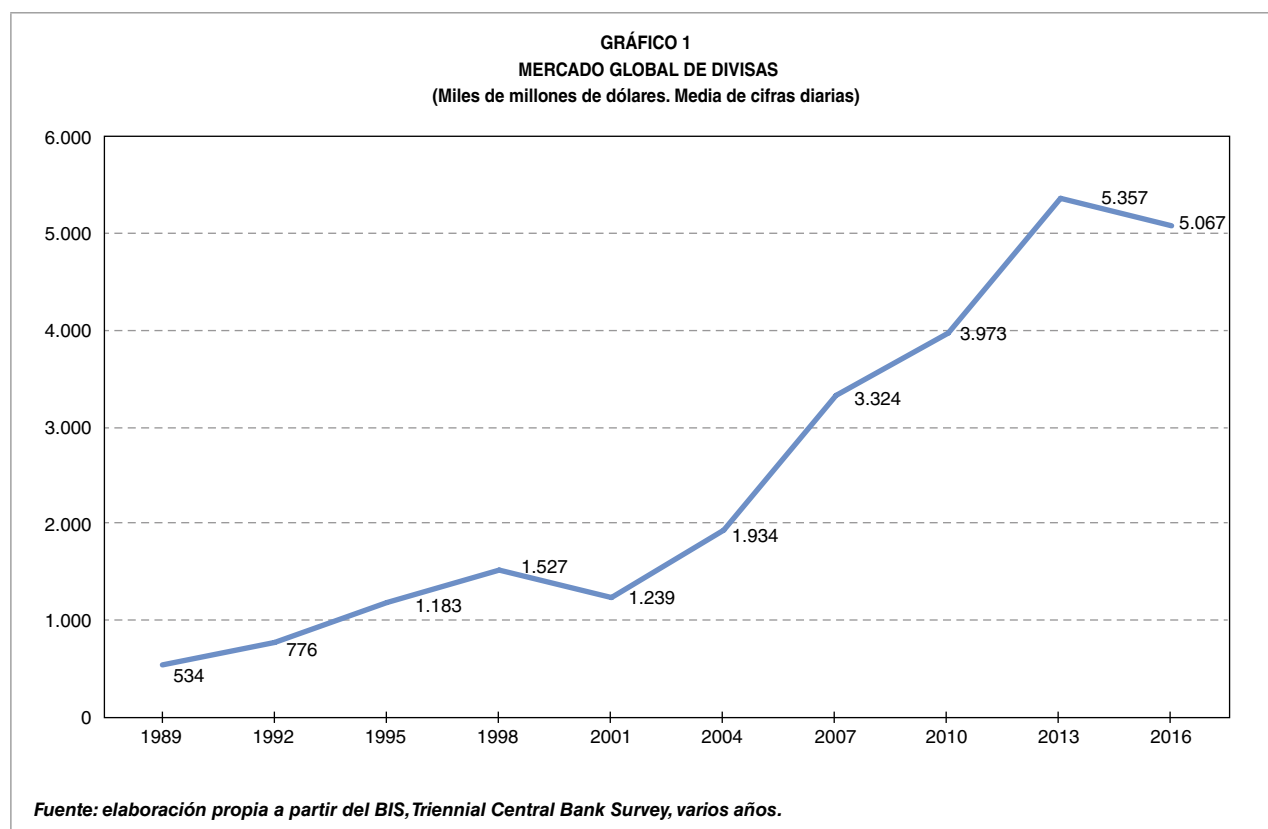
<sup>3</sup> En este sentido, véase Paúl y Calvo (2011).

Como se puede comprobar en el Gráfico 1, el crecimiento del mercado ha sido constante desde el año 1989, salvo en 2001, momento a partir del cual el crecimiento se acelera a pesar de la crisis financiera internacional que hemos padecido desde 2008<sup>4</sup>, lo que demostraba la fortaleza del mercado de divisas. Sin embargo, en esta última encuesta, el volumen de transacciones medias se ha reducido por primera vez desde el citado año 2001, aunque con un impacto menor (18,8 por 100 entonces frente a la caída del 5,5 por 100 en 2016).

Aunque posteriormente podamos profundizar más, las causas que están detrás de este comportamiento del mercado de divisas en los últimos tres años se justifica, en primer lugar, por el comportamiento del mercado tradicional de divisas en el que las operaciones al contado caen cerca de 300.000 millones (en media de cifras diarias), caída que no es compensada por el aumento de los *swaps* de divisas (130.000 millones) (BIS, 2016) y, en segundo lugar, por el hecho de que los *hedge-funds*, los clientes no financieros y los bancos pequeños han reducido su presencia en el mercado en estos últimos años, incrementándose, sin embargo, la participación de los denominados inversores institucionales (tales como las compañías de seguros y los fondos de pensiones), los cuales muestran una menor tolerancia al riesgo en sus carteras, usando los mercados de divisas con fines de cobertura principalmente.

Por último, cabría destacar que parte de la mencionada caída puede deberse a la menor necesidad de cambio de divisas derivada del hecho de que el comercio mundial y los flujos de capitales no han retornado a los niveles ▷

<sup>4</sup> El crecimiento más destacado se produjo en el trienio 2004-2007, con un 72 por 100, cuyo análisis detallado puede verse en Galati y Heath (2007) y Calvo y Paúl (2008), seguido del periodo 2010-2013, con un 35 por 100, y que superaba en 15 puntos al experimentado por dicho mercado en el periodo 2007-2010, como puede verse en Alcalde, Calvo y Paúl (2014).



precrisis; aunque dichos indicadores macroeconómicos no puedan explicar por sí solos el comportamiento del mercado de divisas (Moore, Schrimpf y Sushko, 2016), ya que el grueso de los intercambios reflejan, fundamentalmente, la gestión del riesgo realizada por los *dealers* informantes, las estrategias de comercio de sus clientes y la tecnología utilizada en ambos casos<sup>5</sup>.

## 2.2. Composición del mercado

### 2.2.1. Composición por monedas

A la hora de analizar el comportamiento del mercado global de divisas es necesario, en

<sup>5</sup> En este sentido cabe destacar que la citada caída también tiene su justificación en la apreciación registrada por el dólar entre abril de 2013 y abril de 2016 (más de un 14 por 100). Para más información, puede verse Bankia Estudios (2016), así como Banco de España (2016) para nuestro mercado nacional.

primer lugar, contemplar la importancia relativa de cada moneda en el conjunto del mercado. Para ello, en el Cuadro 1 hemos recogido los datos relativos al porcentaje de participación de las principales divisas respecto al total de transacciones internacionales obtenidos desde la encuesta realizada en 2001 hasta la realizada en el pasado año 2016.

En él se puede observar que, si bien las principales monedas objeto de transacción son básicamente las mismas a lo largo de todo el periodo, existen elementos de análisis que conviene destacar. Así, en primer lugar, el dólar americano continúa siendo la moneda más utilizada en las transacciones internacionales y, aunque desde 2001 había ido perdiendo progresivamente cuota de mercado, en los dos últimos trienios se ha recuperado, alcanzando niveles similares al periodo 2001-2004, al llegar a un 87,6 por 100 (2,7 por 100 más que en la encuesta de 2013). ▷

**CUADRO 1**  
**DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES POR MONEDAS EN EL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS**  
 Ordenados según importancia en 2016  
 (En porcentaje)

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

La suma de los porcentajes alcanza el 200 por 100, ya que en cada operación intervienen dos monedas.  
**Fuente: elaboración propia a partir del BIS, Triennial Central Bank Survey, varios años.**

En segundo lugar, la aparición del euro y, por tanto, la desaparición de las monedas de los países integrados en la UEME<sup>6</sup> provocaron que la moneda europea haya ocupado desde entonces el segundo lugar en este *ranking*, con porcentajes de participación en el entorno del 37 por 100 del conjunto del mercado. Sin embargo, en los dos últimos trienios el euro ha reducido su participación en las transacciones internacionales en casi un 8 por 100, como

consecuencia, fundamentalmente, de la crisis de deuda soberana experimentada desde 2010 por algunos países europeos, que introdujo un alto grado de incertidumbre respecto a la eurozona y a su posible ruptura (BIS, 2013) y por el incremento de la participación en el mercado de las monedas de países emergentes, especialmente del renminbi (BIS, 2016), que ha doblado su participación, alcanzando el 4 por 100 del total.

La tercera moneda más utilizada en las transacciones internacionales es el yen, con un 21,6 por 100 de participación en el último ▷

<sup>6</sup> La relación del dólar con las principales monedas que posteriormente configuraron el euro, y de ellas entre sí, puede verse en Alcalde, Calvo y Paúl (2014).



trienio, mostrando una caída del 1,4 por 100 respecto del trienio anterior, justificado, al igual que en el caso del euro, en la mayor importancia adquirida, sobre todo, por la moneda china.

Por otro lado, la libra esterlina ha aumentado su participación por primera vez desde la encuesta de 2004, recuperando los niveles de 2010 (12,8 por 100), al igual que el dólar canadiense (5,1 por 100 del total). Por el contrario, el franco suizo continúa su tendencia descendente iniciada en 2007, suponiendo tan solo el 4,8 por 100 del total de intercambios.

Mención aparte merece el significativo aumento de la importancia que en el mercado global de divisas han logrado las principales monedas de los mercados emergentes, consolidando el comportamiento ya mostrado en anteriores periodos, pero con mayor intensidad, alcanzando en algunos casos el *top ten* de las monedas más negociadas. Así, como antes indicábamos, el renminbi aumenta en un 1,8 por 100 (situándose en el octavo lugar con un 4 por 100)<sup>7</sup> en el último trienio. También aumentan su participación el dólar de Singapur y el dólar de Hong Kong (situándose en el 12.<sup>o</sup> y 13.<sup>o</sup> lugar, respectivamente).

Por último, cabe destacar el comportamiento del peso mexicano y del rublo, perdiendo ambos cuota de mercado, y destacando este último, que ha pasado de suponer la décimo segunda moneda más activa en el trienio anterior a la décimo séptima en este 2016.

Por lo que respecta a la distribución de las transacciones por pares de monedas, en el Cuadro 2 se distingue, respectivamente, entre el periodo inmediatamente posterior a la creación del

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

Monedas	2001	2013	2016
Dólar USA/euro	30,0	24,1	23,1
Dólar USA/yen	20,2	18,3	17,8
Dólar USA/libra esterlina	10,4	8,8	9,3
Dólar USA/dólar austral	4,1	6,8	5,2
Dólar USA/otras monedas	20,8	29,0	32,2
Euro/yen	2,9	2,8	1,6
Euro/libra esterlina	2,1	1,9	2,0
Euro/otras monedas	5,2	4,6	4,7

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

euro (2001) y las dos últimas encuestas (2013 y 2016).

La introducción del euro supuso, desde un primer momento, que los intercambios entre la moneda europea y el dólar pasasen a ocupar el primer lugar, aunque con una menor importancia en comparación con periodos anteriores<sup>8</sup>, mostrando una tendencia a la baja en los dos últimos trienios.

Finalmente, podemos observar que la moneda norteamericana presenta una importante diversificación en su negociación, como lo demuestran sus cuotas de participación frente a la libra esterlina o el yen (9,3 y 17,8 por 100, respectivamente), mientras que, en el caso del euro, este tipo de intercambios es mucho más reducido (2 por 100 frente a la libra y 1,6 por 100 frente al yen en el último trienio).

### 2.2.2. Composición por tipo de transacciones

Otro aspecto importante al abordar el análisis del mercado global de divisas es el relativo a los distintos instrumentos objeto de transacción, ▷

<sup>7</sup> Más del 95 por 100 de los intercambios fueron en el último trienio frente al dólar americano (BIS, 2016). Por otro lado, en octubre de 2016, la moneda china fue incluida en los DEG por el FMI y, aunque el papel de la misma como moneda de reserva y medio de pago internacional es actualmente limitado, tiene un elevado potencial para alcanzar un protagonismo más global a medio plazo (L'Hotellerie-Fallois, Sánchez y Serra, 2016).

<sup>8</sup> Antes de la aparición del euro, el mayor volumen de intercambios de divisas se realizaba entre el dólar y el marco, seguido del intercambio de aquel con el yen japonés.

**CUADRO 3**  
**MERCADO GLOBAL DE DIVISAS**  
(Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)

	2013	2016	Variación	
			Absoluta	Porcentual
<b>A. Por instrumento</b>				
1. Contado	2.047	1.652	-395	-19,3
2. Plazo simple	679	700	21	3,1
3. <i>Swaps</i> de divisas	2.240	2.378	138	6,2
Mercado tradicional de divisas (1+2+3)	4.966	4.730	-236	-4,8
4. Opciones sobre divisas	337	254	-83	-24,6
5. <i>Currency swaps</i>	54	82	28	51,9
Mercado global de divisas (1+2+3+4+5)	5.357	5.066	-291	-5,4
<b>B. Por contrapartidas institucionales</b>				
6. <i>Dealers</i> informantes	2.072	2.121	49	2,4
7. Otras instituciones financieras	2.812	2.564	-248	-8,8
8. Instituciones no financieras	472	382	-90	-19,1

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

cuyas cifras se recogen en el Cuadro 3 para las dos últimas encuestas de 2013 y 2016. En él se muestra la disminución del volumen medio de transacciones diarias, cifrado en casi 0,3 billones de dólares, la cual se explica en un 81,1 por 100 en el comportamiento del mercado tradicional de divisas.

Por lo que respecta a este mercado tradicional, la disminución se centra en las operaciones al contado (19,3 por 100), que no se ve compensada por el incremento de las operaciones a plazo simple (3,1 por 100) y de los *swaps* de divisas (6,2 por 100).

Como podemos comprobar, las operaciones *swaps* sobre divisas son las más realizadas y, aunque en las últimas encuestas mostraban una diferencia cada vez menor con las operaciones al contado, la tendencia ha cambiado en esta última encuesta, al suponer casi un 47 por 100 del total de operaciones realizadas en el mercado en abril de 2016, situándose en niveles anteriores a 2010, como se observa en el Gráfico 2<sup>9</sup>.

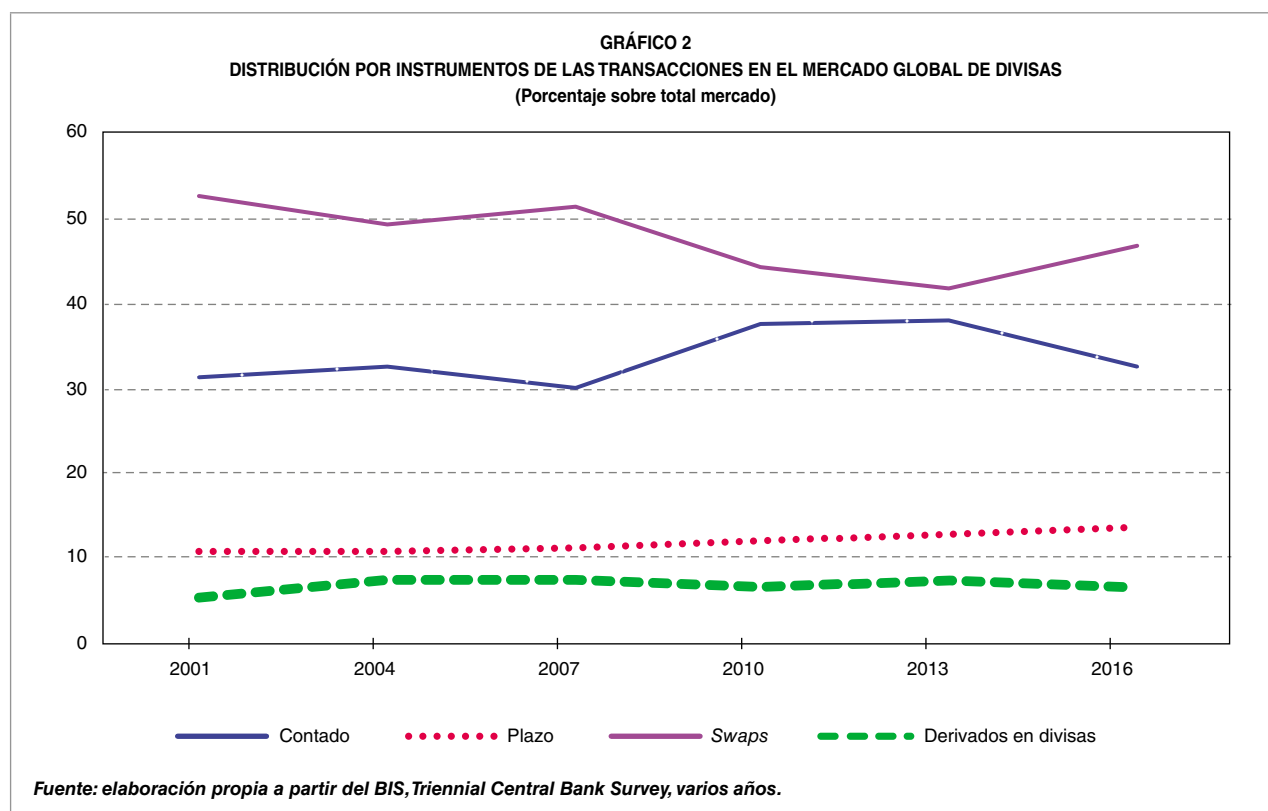
<sup>9</sup> Ello puede ser el resultado del comportamiento de los inversores institucionales que citábamos al principio, más aversos al riesgo.

Por último, los instrumentos derivados sobre divisas han experimentado una importante caída también, sobre todo las opciones sobre divisas (24,6 por 100), al contrario que las *currency swaps* que han mostrado un importante crecimiento (51,9 por 100). En cualquier caso, estas operaciones tan solo suponen un 6,6 por 100 en el conjunto del mercado.

### 2.2.3. Distribución por contrapartidas

Otro aspecto a considerar en nuestro análisis del mercado global de divisas es el que diferencia las operaciones en base a las contrapartidas institucionales, es decir, diferenciando la información facilitada por las entidades participantes en la encuesta según se hayan realizado con otro intermediario financiero participante en la misma (*dealers*)<sup>10</sup>, con otras instituciones ▷

<sup>10</sup> Incluyen todas las instituciones que participan en la realización de la encuesta y que, fundamentalmente, son instituciones financieras muy activas en los mercados de divisas, como grandes bancos comerciales y de inversión, que participan en los mercados *interdealers* y/o tienen un volumen de actividad muy elevado con grandes clientes (empresas, Gobiernos u otras instituciones financieras).



financieras<sup>11</sup> o con clientes no financieros<sup>12</sup>, información que recogemos también en el Cuadro 3 para las dos últimas encuestas.

A la vista de las cifras, así como del Gráfico 3, se puede observar que las denominadas «otras instituciones financieras» han mantenido la importancia alcanzada en la encuesta de 2010, momento en el que por primera vez las transacciones por ellas realizadas superaron a las de los *dealers* informantes, aunque reduciéndose en el último trienio un 8,8 por 100, contribuyendo a la caída total del mercado que venimos analizando en un 19,1 por 100 en 2016. Ello implica que participan en un 50,6 por 100 de las operaciones del mercado (2,56

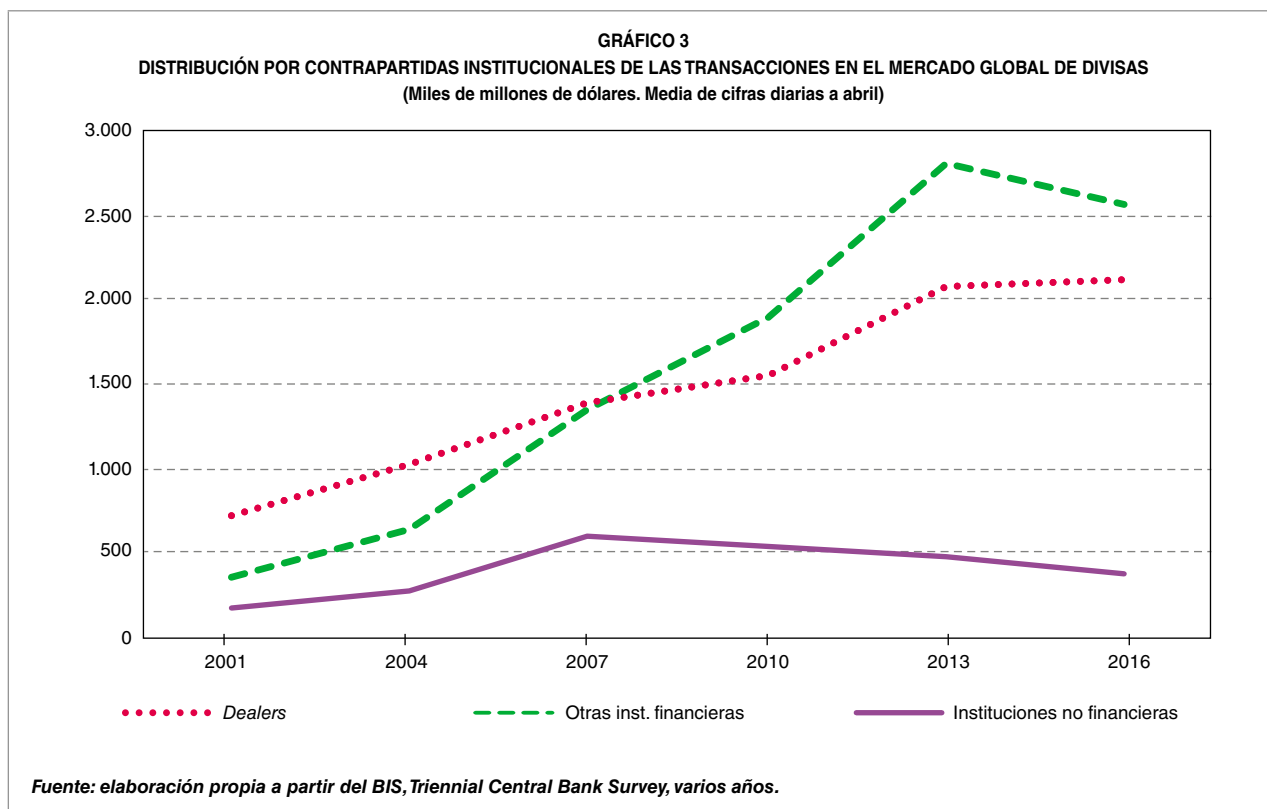
billones de dólares), frente al 41,9 por 100 que representan las realizadas por los *dealers*, a pesar de mostrar estos un crecimiento del 2,4 por 100 en 2016, alcanzando los 2,12 billones de dólares.

Efectivamente, las operaciones realizadas entre los *dealers* informantes fueron reduciendo su participación relativa en el mercado global de divisas desde el año 2001, momento en que suponían el 58 por 100 del mercado, hasta el año 2013, en que alcanzaron un 39 por 100<sup>13</sup>. Sin embargo, en el último trienio las operaciones realizadas por estas entidades han supuesto casi un 42 por 100, justificado fundamentalmente en el incremento de los *swaps* de divisas (11 por 100 respecto a ▷

<sup>11</sup> Incluyen, por exclusión, todas aquellas instituciones financieras que no se integran en la categoría de *dealers* informantes, es decir, bancos comerciales o de inversión más pequeños, inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos del mercado de dinero, etcétera), *hedge-funds* o bancos centrales.

<sup>12</sup> Integran a los demás agentes no incluidos en las categorías anteriores, tales como empresas o Gobiernos.

<sup>13</sup> Las causas de dicho comportamiento se encuentran, por un lado, en la creciente concentración bancaria en los países y en el desarrollo de plataformas electrónicas que han facilitado el acceso directo a los intercambios a todos los intermediarios, con una mayor flexibilidad y reduciendo, por tanto, la utilización del mercado interbancario en el que solo participaban las entidades de crédito (Schrimpf y Rime, 2013).

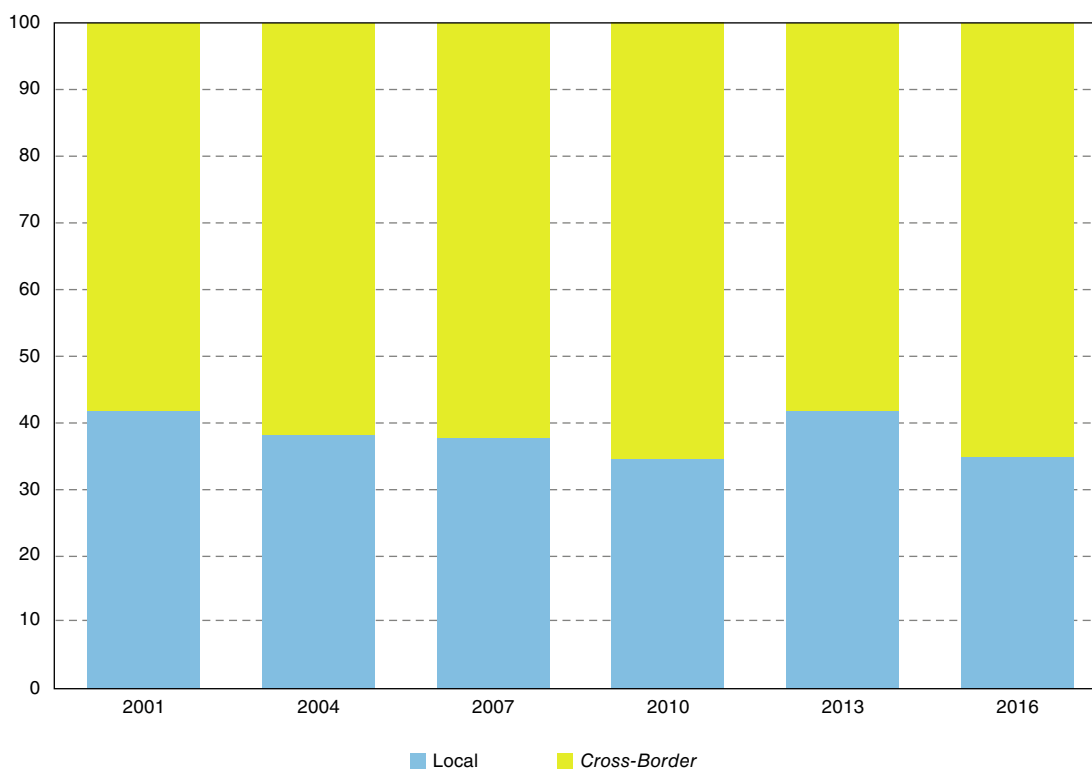


2013), ya que la actividad en las operaciones de contado ha caído en términos absolutos (BIS, 2016).

Por último, las transacciones realizadas en el mercado de divisas por los clientes no financieros muestran un comportamiento similar al de los últimos periodos, habiéndose reducido sus operaciones en un 19,1 por 100, lo que ha implicado que su importancia relativa en el mercado haya disminuido a menos de la mitad desde 2007 (de un 18 a un 7,5 por 100) y haya alcanzado su nivel más bajo desde que se realizan las encuestas. Como causas de esta evolución destacan la lenta recuperación que están mostrando los países después de la crisis, la reducción de las necesidades de cobertura, así como la mejor gestión de los riesgos en divisas de las compañías multinacionales al centralizar su función de tesorería (Schrimpf y Rime, 2013).

Por otra parte, el Gráfico 4 nos remite al carácter local o transfronterizo de las operaciones realizadas en el mercado global de divisas, y, como en él se observa, el predominio en dicho mercado ha correspondido a las operaciones transfronterizas desde 2001, llegando a suponer el 61,5 por 100 en 2010, que se justificaba fundamentalmente en la globalización del mercado y en la mayor participación de las otras instituciones financieras antes citada. Sin embargo, los datos de la encuesta de 2013 mostraron un retroceso en dicha importancia relativa al suponer solo un 58 por 100, cifra más próxima al 55 por 100 del año 1998, justificado en gran medida por la incertidumbre a la que la crisis financiera internacional ha sometido a los mercados financieros, situación que revierte en el último trienio al suponer dichas operaciones casi el 65 por 100, cifra similar a la situación precrisis. ▷

**GRÁFICO 4**  
DISTRIBUCIÓN DE LAS OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS POR LOCALIZACIÓN DE LAS CONTRAPARTIDAS  
(En porcentaje)



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

#### 2.2.4. Composición por vencimiento de las operaciones a plazo y swap

En el Cuadro 4 se refleja la evolución del mercado a plazo, tanto en lo que respecta a operaciones *swaps* como a operaciones a plazo simple en el último trienio, y en él destaca que son las operaciones *swaps* a un plazo inferior a siete días las que tienen una mayor importancia relativa, suponiendo un 53,1 por 100 del mercado a plazo (más de 1,6 billones de dólares). Además, el citado plazo inferior a siete días supone el 61,9 por 100 del mercado a plazo si consideramos conjuntamente las anteriores con las de plazo simple a esa dimensión.

Por otro lado, las operaciones en plazos superiores a siete días crecieron en este trienio un 9,1 por 100, continuando con la tendencia mostrada en periodos anteriores, pero con menor intensidad<sup>14</sup>.

Por último, el Gráfico 5 nos muestra la evolución de las transacciones en el mercado a plazo en base a los plazos de las operaciones realizadas, en el que se observa con claridad la mayor importancia de las operaciones *swaps* frente a las de plazo simple, al igual que destaca que el plazo más utilizado es el inferior a siete días. ▷

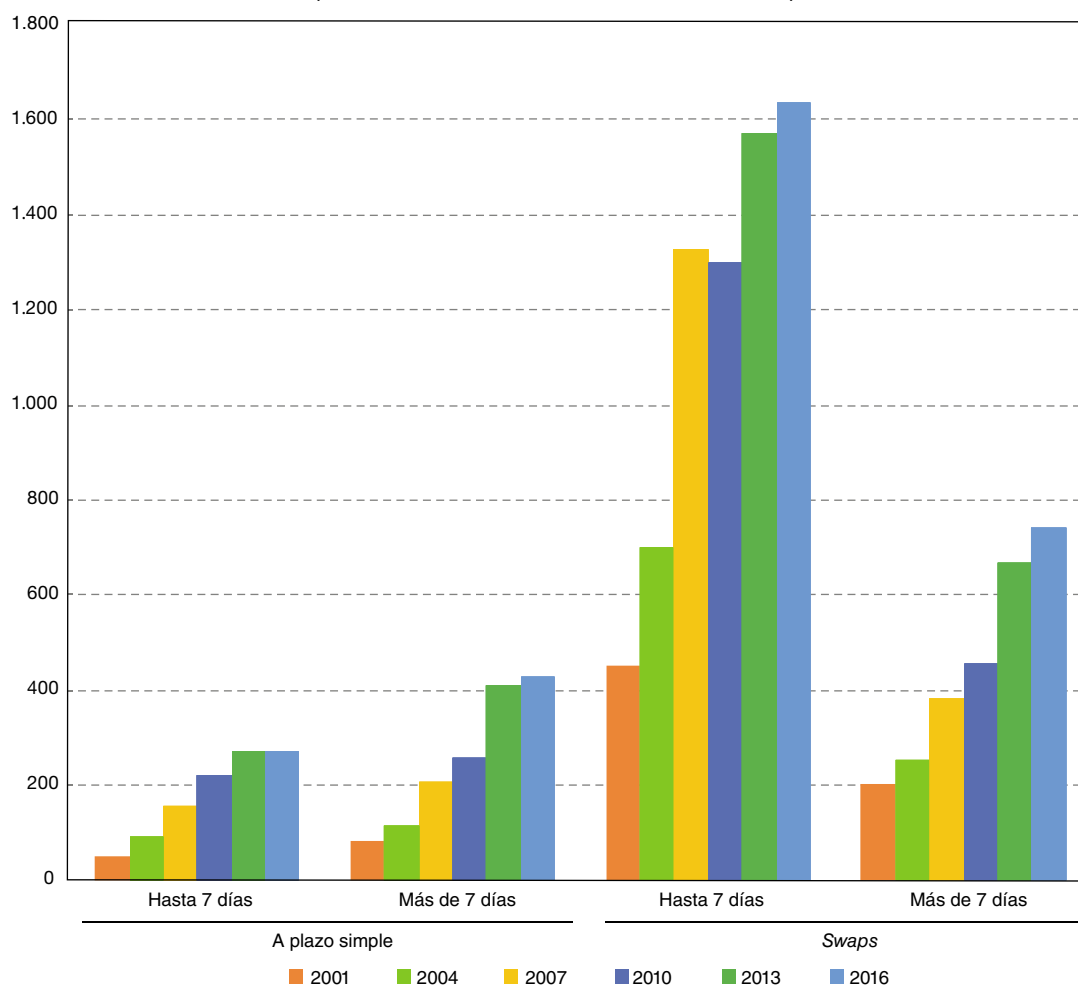
<sup>14</sup> En la encuesta de 2010 crecieron un 21,2 por 100 (Calvo y Paúl, 2011), mientras que en la encuesta de 2013 mostraron un crecimiento muy superior, del 51 por 100 (Alcalde *et al.*, 2014).

**CUADRO 4**  
**MERCADO DE DIVISAS A PLAZO**  
 (Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)

	2013	2016	Variación		Participación s/total m. plazo
			Absoluta	Porcentual	
<b>1. Plazo simple</b>	<b>679</b>	<b>700</b>	<b>21</b>	<b>3,1</b>	<b>22,7</b>
Hasta 7 días	270	270	0	0,0	8,8
Más de 7 días	409	430	21	5,1	14,0
<b>2. Swaps de divisas</b>	<b>2.239</b>	<b>2.378</b>	<b>139</b>	<b>6,2</b>	<b>77,3</b>
Hasta 7 días	1.573	1.635	62	3,9	53,1
Más de 7 días	666	743	77	11,6	24,1
<b>3. Total mercado a plazo</b>	<b>2.918</b>	<b>3.078</b>	<b>160</b>	<b>5,5</b>	<b>100,0</b>
Hasta 7 días	1.843	1.905	62	3,4	61,9
Más de 7 días	1.075	1.173	98	9,1	38,1

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

**GRÁFICO 5**  
**TRANSACCIONES A PLAZO SIMPLE Y SWAPS EN EL MERCADO DE DIVISAS POR PLAZO DE OPERACIONES**  
 (Miles de millones de dólares. Media de cifras diarias a abril)



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

### 2.2.5. Concentración del mercado mundial

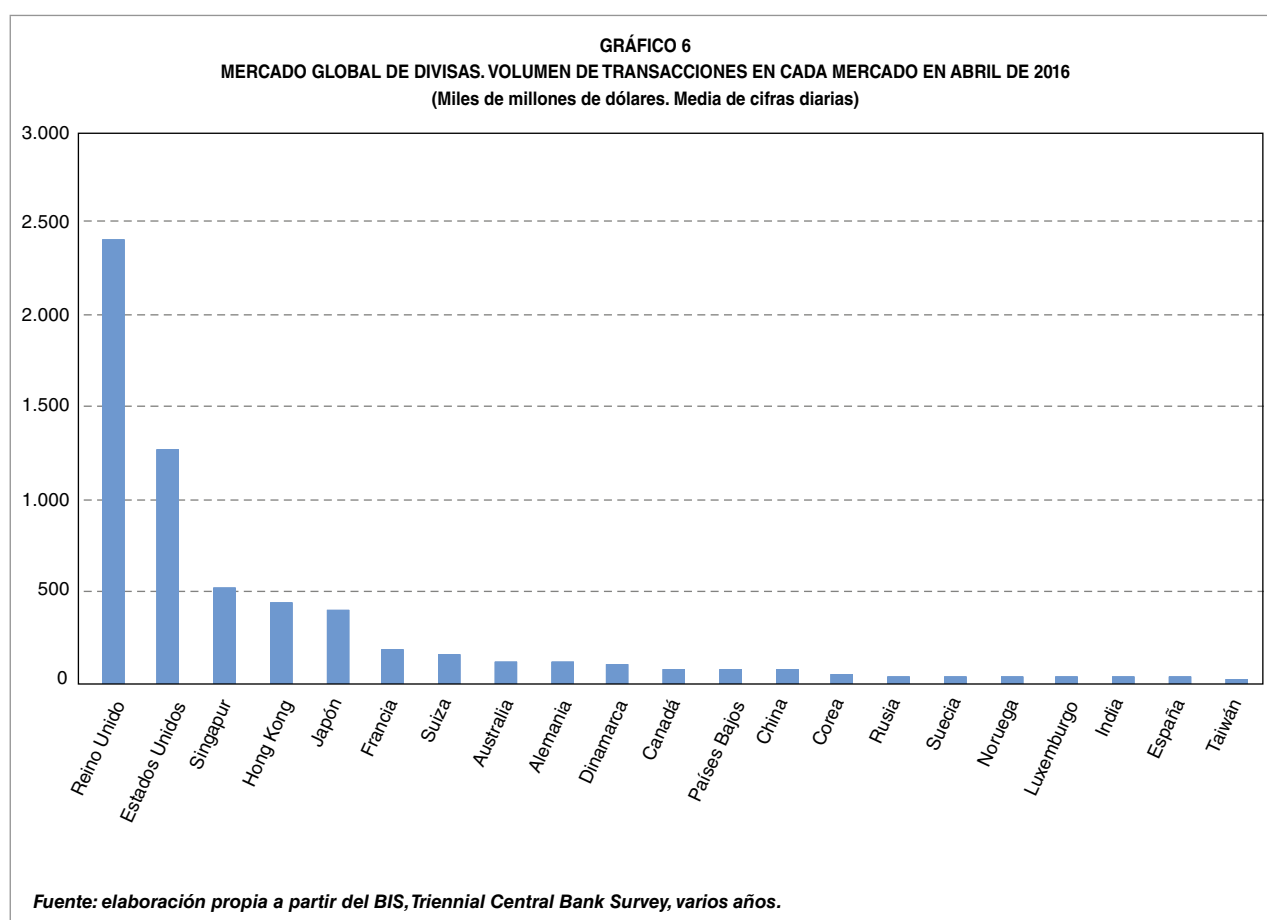
El mercado global de divisas, como es sabido, es un mercado con un alto grado de concentración en pocas plazas financieras si atendemos al volumen de transacciones realizado en los distintos mercados locales. Así, puede observarse en el Gráfico 6 cómo el mercado en el que mayor volumen de operaciones diarias se ejecutó en abril de 2016 fue el del Reino Unido, con más de 2,4 billones de dólares, seguido del estadounidense, con un volumen que no llega a la mitad del anterior (1,3 billones de dólares).

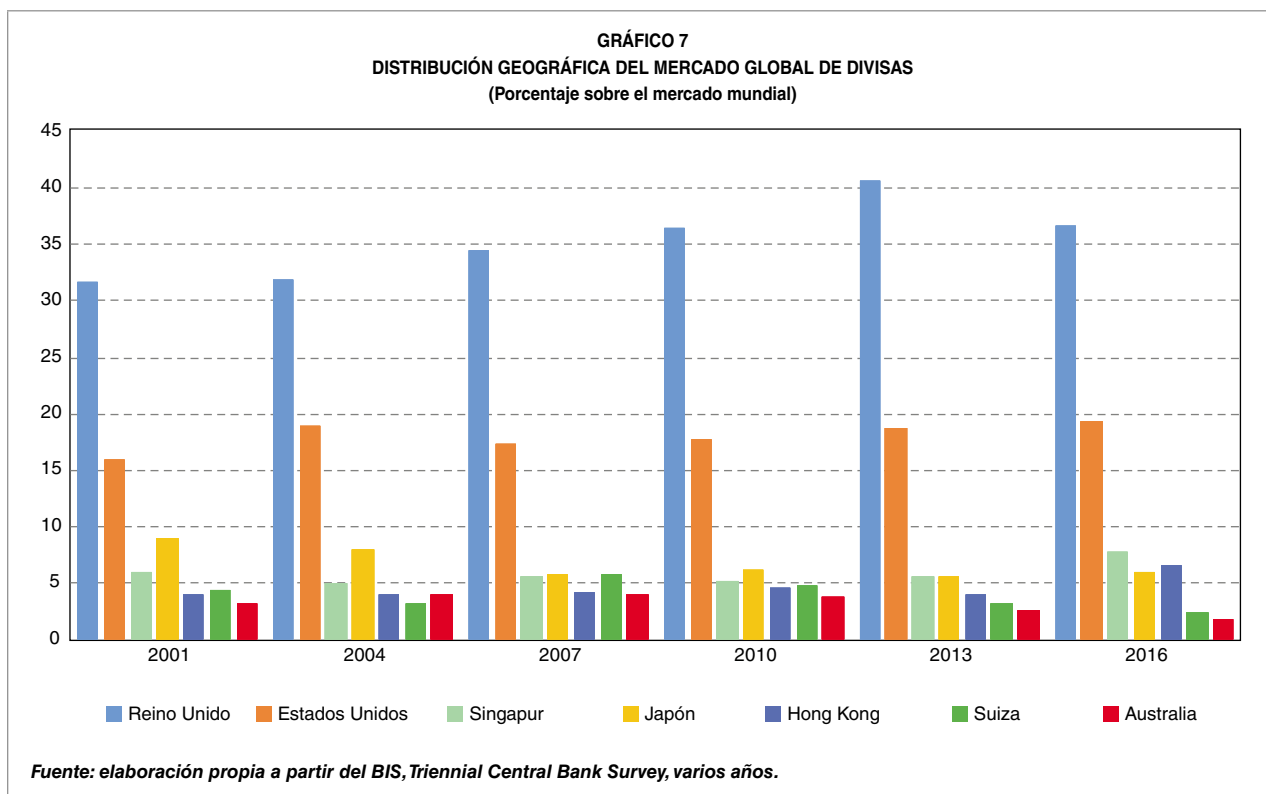
El tercer y cuarto lugar de este *ranking* lo ocupan Singapur y Hong Kong, pero con volúmenes de operaciones diarias mucho más reducidos (517 y 437 miles de millones, respectivamente).

Por otro lado, Japón, que ya perdió un puesto en favor de Singapur en la encuesta de 2013, vuelve a perder otro en la de 2016, en este caso a favor de Hong Kong, ocupando el quinto lugar, lo que marca la tendencia de la pérdida de peso específico de este país en el mercado global, al igual que le ha ocurrido a Suiza en los últimos años, ocupando el séptimo lugar en el último trienio.

Si atendemos ahora a la cuota de mercado de los distintos centros de negociación, es obvio que las conclusiones son similares a las que acabamos de analizar, aunque cabe realizar alguna matización, sobre todo respecto al mercado británico y al estadounidense.

Efectivamente, tal como se recoge en el Gráfico 7, el mercado de divisas londinense ha experimentado un continuo aumento en su ▷





importancia relativa, al pasar de los 835.000 millones diarios en 2004 (un 32 por 100 del mercado mundial) a los 2,4 billones de dólares en 2016, observándose una caída en la cuota de mercado de cuatro puntos respecto a 2013, al situarse en el 36,9 por 100. Es decir, en un mercado global en retroceso, el mercado británico lo ha hecho en una proporción menor, en contraste con épocas anteriores en las que superaba la tendencia del mercado global<sup>15</sup>.

Por lo que respecta al mercado estadounidense, cabe destacar que representa en 2016 un 19,5 por 100 del total, lo que supone el mayor valor de la serie analizada.

Por último, el Cuadro 5 recoge la distribución regional del mercado global de divisas

derivada de las dos últimas encuestas realizadas por el BIS.

De su contenido comprobamos, en primer lugar, que dicha distribución regional no ha variado sustancialmente en este trienio, prevaleciendo las mismas tres regiones más importantes.

En segundo lugar, que el mayor volumen de transacciones se concentra en Europa Occidental, con un 50,3 por 100, habiendo disminuido ligeramente respecto a los datos de la encuesta anterior. Ello es el reflejo del importante peso del mercado londinense, ya citado, al que se le suman otros mercados nacionales importantes (Suiza, Francia, Holanda, Alemania, etcétera).

América del Norte y Asia-Pacífico son las otras dos grandes regiones, con una importancia relativa superior al 20 por 100, pudiendo resaltar el ligero crecimiento de la primera, pero, sobre todo, el considerable crecimiento de la segunda, hasta el 26,3 por 100 del ▷

<sup>15</sup> A este respecto, será necesario evaluar el impacto que el *bretxit* pueda provocar en esta importancia relativa del mercado británico, aunque, presumiblemente, puede suponer una cierta pérdida de cuota para la City en beneficio de París o Frankfurt (Bankia Estudios, 2016). En relación con esta cuestión puede verse también Cretien (2017).



**CUADRO 5**  
**DISTRIBUCIÓN REGIONAL DEL MERCADO GLOBAL DE DIVISAS**  
 (Miles de millones de dólares. Medias diarias en abril)

	2013	% s/total	2016	% s/total
1. América del Norte	1.328	19,9	1.358	20,8
2. Europa Occidental	3.715	55,7	3.277	50,3
3. Asia-Pacífico	1.434	21,5	1.714	26,3
4. Europa Oriental	83	1,2	68	1,0
5. Latinoamérica	68	1,0	54	0,8
6. África y Oriente Medio	43	0,6	43	0,7
Total regiones (1+2+3+4+5+6)	6.671	100,0	6.514	100,0
Ajuste por doble contabilización	-1.314	-	-1.447	-
Volumen global	5.357	-	5.067	-

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

mercado global de divisas como consecuencia del aumento de la importancia relativa de los mercados de Singapur y Hong Kong antes citados.

### 3. Conclusiones

En este artículo hemos realizado un análisis de los principales resultados del mercado global de divisas recogidos en la última encuesta que, con una periodicidad trianual, coordina el Banco Internacional de Pagos de Basilea en colaboración con un número creciente de bancos centrales del mundo.

A pesar de que a lo largo del mismo ya hemos ido destacando las principales conclusiones, vamos a continuación a extraer aquellas que, en nuestra opinión, pueden ser más relevantes.

En primer lugar, el mercado de divisas ha mostrado, por primera vez desde 2001, una caída del 5,5 por 100 respecto a los datos de 2013. Además, el dólar USA sigue siendo la principal moneda de referencia, al participar en el 87,6 por 100 de las transacciones de divisas a nivel mundial, seguida del euro y del yen, con

una participación del 31,4 por 100 y del 21,6 por 100, respectivamente. Sin embargo, cabe destacar que la primera ha mejorado su importancia relativa en el último trienio en detrimento de las otras dos, debido, fundamentalmente, a la crisis de deuda soberana experimentada desde 2010 por algunos países europeos, que introdujo un alto grado de incertidumbre respecto a la eurozona y a su posible ruptura, y al incremento de la participación en el mercado de monedas de países emergentes, especialmente el renminbi.

En segundo lugar, los pares de divisas más negociados son el dólar frente al euro, con más del 23 por 100 de los intercambios, y la divisa norteamericana frente al yen (17,8 por 100 de las transacciones).

En tercer lugar, atendiendo a las operaciones realizadas, se mantiene la mayor importancia de los *swaps*, tanto en términos absolutos como relativos, al haber caído las operaciones al contado un 19,3 por 100 en el último trienio.

En cuarto lugar, las operaciones en las que las denominadas «otras instituciones financieras» actúan como contrapartida han mantenido su importancia, superando con ▷

claridad a los *dealers*, como ya hicieron en la encuesta anterior. Igualmente predominan las operaciones transfronterizas, representando casi un 65 por 100 del mercado.

Por último, por lo que se refiere a los centros financieros más activos en el mercado de divisas, Reino Unido ocupa el primer lugar, con una cuota de mercado del 36,9 por 100, frente al 19,5 por 100 de su inmediato perseguidor, Estados Unidos, que alcanza así el mayor valor de la serie analizada. De la misma forma, la región más activa es Europa Occidental, seguida de Asia-Pacífico y América del Norte.

## Bibliografía

- [1] ALCALDE, E.; CALVO, A. y PAÚL, J. (2014). «La evolución del mercado global de divisas y su situación en el contexto de la crisis financiera». *Boletín de Información Comercial Española*, n.º 3049, marzo, pp. 3-14. Madrid.
- [2] BANCO DE ESPAÑA (2016). «Encuesta sobre el mercado de divisas y el mercado de derivados OTC en España durante el mes de abril de 2016». *Nota de prensa*, septiembre. Madrid.
- [3] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013). *Triennial Central Bank Survey. Global Foreign exchange market turnover in 2013*, diciembre. Basilea.
- [4] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2016). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016*, septiembre (tablas anexas revisadas el 11 de diciembre de 2016). Basilea.
- [5] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (VVAA). *Triennial Central Bank Survey*. Basilea.
- [6] BANKIA ESTUDIOS (2016). *Aspectos destacables del informe de divisas del BIS*, septiembre. Madrid.
- [7] CALVO, A. y PAÚL, J. (2008). «El mercado mundial de divisas: evolución, volumen y composición». *Boletín de Información Comercial Española*, n.º 2938, mayo, pp. 19-35. Madrid.
- [8] CRETEN, P.D. (2017). «Brexit & currency wars», *Modern Trader* (Digital Edition).
- [9] GALATI, G. y HEATH, A. (2007). «What drives growth in FX activity? Interpreting the 2007 Triennial Survey». *BIS Quarterly Review*, diciembre. Basilea.
- [10] L'HOTELLERIE-FALLOIS, P.; SÁNCHEZ, L. y SERRA, X. (2016). «La incorporación del renminbi en los derechos especiales de giro. Implicaciones técnicas y económicas». *Boletín Económico Banco de España*, diciembre, pp. 62-76. Madrid.
- [11] MOORE, M.; SCHRIMPF, A. y SUSHKO, V. (2016). «Downsized FX markets: causes and implications». *BIS Quarterly Review*, diciembre. Basilea.
- [12] PAÚL, J. y CALVO, A. (2011). «Evolución y situación actual del mercado global de divisas». *Boletín de Información Comercial Española*, n.º 3017, septiembre, pp. 25-35. Madrid.
- [13] SCHRIMPF, A. y RIME, D. (2013). «The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013 Triennial Survey». *BIS Quarterly Review*, diciembre. Basilea.



*Pedro L. Angosto Fernández\**

*Victoria Ferrández Serrano\**

## LAS ELECCIONES DE ESTADOS UNIDOS EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL: EL EFECTO TRUMP

¿Qué pasó en el mercado financiero cuando el polémico Donald Trump ganó las elecciones? En España muchas compañías tienen intereses en Estados Unidos o países afectados por el programa del presidente y este artículo trata de relacionar el impacto de estas elecciones en una selección de empresas del IBEX 35. Usando el premio bursátil como indicador, observamos un mercado dividido que evidencia el acercamiento o la tensión de los objetivos corporativos ante el nuevo escenario político mundial.

**Palabras clave:** premio bursátil, estudio del evento, contagio financiero, interdependencia.

**Clasificación JEL:** F65, G12, G14.

### 1. Introducción

Desde 2007-2008 el mundo ha experimentado una de las mayores crisis desde los años treinta. Esto ha dado lugar a una gran inestabilidad en los mercados y, paralelamente, en los sistemas electorales tradicionales. Partidos de toda índole —aunque sobre todo escorados a la derecha (Guibernau, 2010; Golder, 2016)— emergen con fuerza en Europa, mientras que en Estados Unidos es imposible pasar por alto la llegada del presidente Trump, dentro del bipartidismo, que incuestionablemente ha roto la fachada de «políticamente correctos» que ostentaban ambos partidos (Greven, 2016).

Victorias como la del presidente Trump abren una puerta a nuevas investigaciones, ya que la etapa en la que se ha desarrollado la mayoría de la literatura financiera reciente ha coincidido con un periodo histórico y económico relativamente relajado, al menos para Europa y Estados Unidos, donde los dos partidos dominantes tampoco estaban en las antípodas el uno del otro, al menos en lo económico. La etapa de candidatos «moderados» está en declive y Donald Trump es un buen ejemplo.

La literatura que se centra en el estudio de los mercados ante un evento en particular, tanto en España como en el resto del mundo, trata de relacionar diversos hechos de carácter exógeno con los rendimientos (premios bursátiles), la volatilidad o el volumen de las empresas cotizadas. De manera recurrente, uno de estos hechos son las elecciones parlamentarias ▷

---

\* Universidad Miguel Hernández de Elche. Investigación en el desarrollo de la empresa actual. Área de Economía Financiera y Contabilidad.

Versión de marzo de 2018.

(Herron *et al.*, 1999; Leblang *et al.*, 2005; Pastor *et al.*, 2011; etcétera).

Los procesos electorales representan un momento de incertidumbre que afecta a todos los mercados financieros con mayor o menor intensidad. Además, ante un mercado cada vez más global, las elecciones de ciertos países pueden afectar a terceros (Gagnon *et al.*, 2006).

Las elecciones en las que se centra nuestro estudio son las que tuvieron lugar en Estados Unidos el 8 de noviembre de 2016. Varias son las características que hacen muy atractivo este suceso: ambos candidatos tenían la más baja aceptación popular en la historia de Estados Unidos (Sabato *et al.*, 2017), Trump ganó contra todo pronóstico, representa los intereses del lado más extremo del Partido Republicano, el Tea Party<sup>1</sup>, y puso sobre la mesa propuestas de ruptura con la legislatura demócrata de Barack Obama.

En nuestro país, la interdependencia de las grandes empresas con Estados Unidos es muy fuerte y también existen otros lazos de interdependencia con terceros que a su vez están estrechamente vinculados a los Estados Unidos. Por último, aflora un efecto contagio en el que distintas empresas se ven afectadas por la volatilidad de otras, aunque ellas no tengan intereses en la región.

Con el objetivo de medir el efecto de la victoria del candidato republicano en el mercado español, hemos creado una «Cartera Trump», seleccionando una serie de empresas del IBEX 35 vinculadas al mercado estadounidense y hemos obtenido sus premios bursátiles, como exceso de los retornos sobre el índice.

Por último, comparamos la rentabilidad de nuestra cartera con las de los índices bursátiles

de referencia, IBEX 35 y Dow Jones, para los mismos periodos, descubriendo que la reacción en el país donde se celebraron las elecciones no tiene por qué ser de la misma magnitud ni signo que la reacción en otros países, como España.

El artículo comienza con una revisión previa de la literatura, para dar paso a la descripción de las políticas propuestas por Trump y la descripción de los valores seleccionados. Seguidamente se calculan los resultados de los premios bursátiles, algunas ampliaciones y datos para su comparabilidad. Por último, se resumen y detallan las conclusiones y el planteamiento de futuras líneas de discusión.

## 2. Discusiones previas

El trabajo viene precedido de una serie de discusiones acerca de los mercados financieros y las elecciones, ampliamente debatidas en la literatura existente que servirán de punto de partida para la exposición posterior. La primera cuestión es conocer cómo se relacionan los mercados financieros y las elecciones parlamentarias.

En este sentido, la literatura sobre elecciones electorales y bolsa de valores es muy amplia. Existen análisis de la volatilidad, volumen y el premio bursátil (o retornos anormales).

A través de artículos como Herron *et al.*, 1999; Smales, 2016; Peel *et al.*, 1993; Vuchelen, 2003, etcétera, se constata la anormalidad en la volatilidad y/o volumen o bien la existencia de un premio bursátil durante el periodo electoral. Todos estos artículos concluyen, de una u otra manera, que existe una reacción bursátil provocada por un evento electoral.

La segunda pregunta tiene que ver con el grado en que la incertidumbre electoral se transmite a los mercados de valores. ▷

<sup>1</sup> Trump se ha dirigido varias veces al Tea Party, incluso antes de ser candidato. El 1 de diciembre *The Washington Post* (TWP) lo explicaba así. También la Fox News (FN).

Varios artículos establecen que cuanto menos claro está quién será el futuro presidente, más tiemblan los mercados, debido precisamente a la posible falta de previsión de quién va a ganar y qué políticas va a aplicar, como sugiere la Teoría de la Información Incierta (Brown, 1988).

Chen *et al.*, 2017, comprobaron si los principales fondos de inversión mueven sus inversiones cuando crece la incertidumbre política. Una de sus conclusiones es que este cambio de estrategia es menos pronunciado cuando está más decantado el resultado.

Smales, 2016; y Bialkowski *et al.*, 2008, llegaron a conclusiones similares sobre la incertidumbre electoral en diferentes mercados bursátiles.

En síntesis, ante la situación descrita, los inversores no podrían predecir las consecuencias de las elecciones y no actuarían hasta el día en que conociesen los resultados definitivos, provocando variaciones en volatilidad, volumen y rendimientos más grandes que en unas elecciones con un vencedor/a evidente.

La tercera de las cuestiones es si la investigación precedente relaciona el estado de la economía durante las elecciones con la reacción en los mercados. Kelly *et al.*, 2016; y Pastor *et al.*, 2011, concluían que incertidumbre electoral y economía débil están íntimamente relacionadas, puesto que cuando la economía tiene graves problemas es más probable que ocurran cambios «bruscos» en las políticas económicas y «sorpresas» electorales.

La siguiente pregunta es quizás la más importante para fundamentar el trabajo, y es conocer si tiene sentido o no realizar un análisis de este tipo en un país donde no han ocurrido las elecciones en cuestión. Si hablamos en un sentido más amplio y no lo reducimos al evento electoral, la literatura es enorme. Tanto que Gagnon, *et al.*, 2006, realizaron una revisión

bibliográfica al respecto extensísima, y los 43 artículos seleccionados concluyen sin lugar a dudas que existe esta interrelación, es decir, que los activos a nivel internacional presentan correlación y que, por tanto, los *shocks* se propagan mundialmente.

De hecho, actualmente la investigación se centra más en las fuentes de esta correlación, es decir, cómo se propagan los cambios de uno a otro mercado (Bekaert *et al.*, 2014; Forbes *et al.*, 2002; Connolly *et al.*, 2003, etcétera).

Concretamente, la interrelación de Estados Unidos con el resto del mundo está muy documentada, destacando entre las conclusiones que el país americano es uno de los principales centros financieros y es capaz de propagar perturbaciones a nivel mundial (Eun *et al.*, 1989, o Kilic *et al.*, 2015).

Para ir terminando, una última cuestión es escoger la frecuencia de los datos, así como la ventana temporal del evento. De las publicaciones ya citadas todas tienen en común que escogieron retornos diarios al cierre y un día como ventana temporal, con lo que parece académicamente aceptado. Al menos uno amplió la ventana temporal a una semana para comparar resultados una vez transcurrido algo más de tiempo (Bialkowski *et al.*, 2008). Estas son las dos ventanas temporales escogidas para examinar los retornos de las empresas y si existió o no prima bursátil.

Resumiendo, existe literatura suficiente para pensar que hay un considerable aumento de la volatilidad en los mercados financieros cuando hay elecciones; además hay factores que magnifican esta relación, como la incertidumbre acerca del ganador y de sus propuestas o el estado de la economía. También está comprobado que los *shocks* se propagan entre los mercados, dado que los agentes económicos se interrelacionan a nivel global. Y todos los estudios ▷

examinados escogen rendimientos diarios como muestra.

### 3. Selección de empresas

Las diferentes propuestas y declaraciones del entonces candidato Donald Trump han sido la base para la selección de empresas; en este sentido, el programa electoral de Trump era la información pública más relevante accesible a todos los electores antes del 8 de noviembre y la mejor muestra de en qué dirección iba a ir la política económica americana tras la victoria del candidato. También nos ayudó a decidir un informe del Hispanic Council, donde se detallaban algunas de sus propuestas y sus consecuencias para gran parte de la población estadounidense.

En resumen, algunas de estas propuestas son:

#### *Proteccionismo e inmigración*

- Endurecer la entrada al país en general, desde México en particular.
- Subir aranceles y revisar los tratados de libre comercio. Entre otros, afirmaba tener la intención de «revisar» el tratado que concierne a Canadá, México y Estados Unidos, o impedir que continúen las negociaciones del TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership).
- Restringir y aumentar el control en vuelos, especialmente los procedentes de Oriente Medio.
- Intentar aplicar sanciones en los organismos internacionales a los países que «agredan» a Estados Unidos.

#### *Inversión pública*

- Cancelar fondos en la lucha contra el cambio climático. Incluyendo subvenciones a

la energía renovable y programas de Naciones Unidas.

- Recortar inversiones y gasto corriente en el sistema de salud nacional y terminar con el «Obama Care»<sup>2</sup>.
- Plan de infraestructuras por un billón de dólares con efecto fiscal neutro. Acorde a la información que había disponible en la fecha, la financiación sería indirecta, a través de deducciones y/o herramientas fiscales similares.

De toda la información anterior, tanto de la discusión bibliográfica como de las propuestas electorales, podemos extraer varias conclusiones preliminares.

Como se ha sugerido anteriormente, una cosa parece clara: las elecciones crean incertidumbre y esto repercute en la volatilidad de los mercados financieros.

La cuestión no es anecdótica, ya que en las elecciones de 2016 la incertidumbre acerca del ganador era muy grande. Las encuestas daban por ganadora a la candidata demócrata, incluso llegando (Princeton Election Consortium) a darle un 99 por 100 de posibilidades de victoria solo unos días antes de las elecciones. Pero las encuestas también indicaban un ascenso veloz en la intención de voto hacia el republicano.

Con respecto a la tesitura económica, aunque las variables macroeconómicas lleven algún tiempo mejorando, tanto Europa como Estados Unidos han sufrido una crisis muy profunda y muchas de sus consecuencias prevalecen en la mayoría de la población. Muchas de las propuestas de Trump responden a esta posible percepción en la sociedad norteamericana (restringir la entrada de inmigrantes). ▷

<sup>2</sup> Término coloquial de la *Patient Protection and Affordable Care Act*.

Con todo lo expuesto, quedaría puntualizar que Estados Unidos no es un país cualquiera: las interrelaciones con el resto del mundo son muy intensas. La gran mayoría de las empresas del IBEX 35 controla directa o indirectamente empresas en Estados Unidos y en México. En este sentido, todas las empresas escogidas tienen grandes intereses en uno u otro país y normalmente en los dos.

Tras consultar diversos medios de comunicación, declaraciones de las sociedades y, sobre todo, las últimas cuentas anuales disponibles (2015), un total de diez empresas del IBEX 35 fueron escogidas. Un resumen de las principales razones se expone a continuación<sup>3</sup>:

1. Grifols, SA. Única farmacéutica en el IBEX 35. El 66 por 100 de su facturación correspondía a Estados Unidos. La compra de Talecris (2011) y Novartis (2014) provocaron un crecimiento exponencial en ese país. Cotiza en el NASDAQ.
2. BBVA, SA. EBIT en México superior al 50 por 100 sobre el total; en EEUU, casi el 10 por 100. Primer banco de México en función de los activos. Además, un informe de *Forbes* de 2015 recogía que la entidad es la primera del país como prestataria del Estado mexicano. Planeaba invertir en México 1.515 millones de dólares hasta 2021.
3. Banco Santander, SA. México y Estados Unidos representaban un 11,04 por 100 y 16,08 por 100, respectivamente, sobre el beneficio antes de impuestos.
4. Repsol, SA. El INCN era en Norteamérica y Sudamérica del 20,69 y 39,9 por 100 respectivamente. Sin intereses particulares en México, donde recientemente (2014) había roto relaciones con PEMEX (Petróleos Mexicanos). Las inversiones netas de capital representaron el 1,9 y 9,6 por 100, para el mismo año y, de nuevo, para Norteamérica y Sudamérica.
5. Iberdrola, SA. Especialmente por Iberdrola Renovables. Iberdrola tenía su segunda unidad de negocio de energías renovables más grande en Estados Unidos y creciendo a un ritmo superior a la primera (España); en el mismo año Iberdrola era el generador de energía privado más grande de México. Estaba construyendo cuatro parques eólicos en EEUU con una potencia total de 750 MW y tres centrales de ciclo combinado. El 34,82 por 100 del EBIT en energías renovables fue conseguido en EEUU.
6. Acciona, SA. Casi únicamente dedicada al sector renovable (76,15 por 100 del EBITDA). EEUU y México representaron un 11,04 y 12,94 por 100 sobre el total de energía eólica producida, respectivamente. EEUU fue el segundo país por inversiones netas de capital (después de España).
7. Gamesa Corporación Tecnológica, SA. Sobre el INCN, EEUU suponía un 13,4 por 100 y México, un 5,1 por 100. Estados Unidos, segundo país en nueva potencia instalada, con un 13,6 por 100. La inversión en EEUU fue del 5,6 por 100 sobre el total y en México, del 2,1 por 100. También es líder por cuota de mercado en México, donde tiene su propia universidad. En EEUU es líder en fabricación de turbinas, las mismas que suministra a Iberdrola.
8. Actividades de Construcción y Servicios, SA (ACS). Por INCN del área de construcción, Canadá más Estados Unidos representaron algo más del 50 por 100. ▷

<sup>3</sup> Existe información más detallada para cada uno de los valores escogidos no incluida en el artículo.

Además, las inversiones previstas o en curso en Estados Unidos representan el 44,01 por 100 del total de la empresa. Propietaria del Grupo Turner, un gran contratista en EEUU.

9. Ferrovial, SA. Para 2015, del mercado estadounidense provenían el 14,28 por 100 de las ventas totales, solo superado por España y Reino Unido. Sobre el beneficio neto, el 32,2 por 100 se produjo en EEUU, solo superado por Reino Unido. Adjudicataria de autopistas en Estados Unidos.
10. Meliá Hotels International, S.A. El número de habitaciones en cada región fueron: el 15 por 100 en Cuba, el 4 por 100 en Brasil y un 11 por 100 en el resto de América. México fue el segundo país por ingresos operativos y el complejo Playa del Carmen (México), el primer contribuyente al EBITDA por hoteles.

Estas diez empresas forman la selección para el cálculo del premio bursátil (diario y semanal) que expondremos a continuación.

#### 4. Premio bursátil

En este apartado calculamos el premio bursátil para las diez empresas. La muestra se compone de 10 rentabilidades diarias (de cierre a cierre), una por cada empresa para el día posterior a las elecciones, y 10 rentabilidades semanales (de cierre a cierre), para la semana posterior. Excluyendo posibles dividendos.

El premio bursátil ha sido calculado para cada una de las empresas individualmente, siguiendo el procedimiento de Ferrández (2001) basado en Bel (1998).

Primero es necesario realizar un ajuste en la propia rentabilidad del IBEX 35:

$$R_{IBEXa} = (R_{IBEX\ 35} - W_i * R_i) / (1 - W_i)$$

$R_{IBEXa}$  es la rentabilidad del IBEX 35 ajustada descontando el activo en cuestión.  $R_{IBEX35}$  es la rentabilidad del índice.  $W_i$  es el peso relativo en el IBEX 35 del activo a descontar.  $R_i$  es la rentabilidad del activo durante el día o semana siguiente.

Por último, reformulamos la ecuación de la rentabilidad simple:

$$PB_T = \frac{[P_1 - P_0 * (1 + R_{IBEXa})]}{[P_0 * (1 + R_{IBEXa})]} * 100$$

$PB_T$  quiere decir Premio Bursátil Trump. Con este método lo que pretendemos es conseguir un término que refleje la rentabilidad del activo una vez descontado el efecto del mercado (expresado mediante el índice IBEX 35) pero además sustrayendo la rentabilidad del activo del propio IBEX 35, ya que los 10 valores seleccionados se encuentran dentro del índice. ▷

TABLA 1  
PREMIO BURSÁTIL DÍA

	$R_i$ Día %	$R_{IBEXa}$ %	$PB_T$ Diario %
BBVA	-5,70	0,11	-5,81
Gamesa	-4,22	-0,35	-3,88
Iberdrola	-2,05	-0,25	-1,81
Acciona	-1,34	-0,39	-0,95
Meliá	-1,00	-0,39	-0,61
Santander	0,20	-0,49	0,70
Repsol	0,92	-0,45	1,38
Ferrovial	1,28	-0,44	1,73
Grífols	3,94	-0,47	4,43
ACS	5,22	-0,51	5,76

Nota: el 26 de octubre Ferrovial anunciaba una caída del 42,2 por 100 en los beneficios con respecto al año anterior, debido al efecto *brexit*. Coincide también con un programa de recompra de acciones.  
El 10 de noviembre, Sacyr anunció caída en resultados. Sacyr era el segundo accionista de Repsol.  
**Fuente: elaboración propia.**



En la Tabla 1 pueden observarse las rentabilidades diarias post Trump ( $R_{iDía}$ ), el IBEX ajustado del día ( $R_{IBEXa}$ ) y el premio bursátil para el día posterior a las elecciones ( $PB_T Diario$ ).

Lo primero que llama la atención es la variabilidad de los premios bursátiles, con un máximo de 5,76 por 100 y un mínimo de -5,81 por 100, lo que indica una dispersión muy grande.

Con este primer resultado podemos observar una reacción muy dispar entre los activos, con premios bursátiles extremos y de signos contrarios, y con muy pocos cerca de la rentabilidad del IBEX ese día (Meliá y Santander).

En la Tabla 2 pueden observarse las rentabilidades semanales tras las elecciones ( $R_i Semana$ ), el IBEX ajustado para la semana ( $R_{IBEXas}$ ) y el premio bursátil tras la semana ( $PB_T Semana$ ).

Sobre la semana, tras la victoria de Trump, el análisis es similar, como se observa en la amplitud de los premios: se mantiene la alta dispersión de los mismos. En este caso, Ferrovial, Meliá y Gamesa son los únicos que no se alejan de la rentabilidad acumulada del IBEX 35.

Comparando las tablas, en 7 de las 10 empresas se incrementó el premio bursátil en valor absoluto, aunque 2 de las 7 no aumentaron ni 3 puntos básicos (Meliá y ACS).

Teniendo en cuenta que la Tabla 2 muestra rentabilidades acumuladas, el premio bursátil no siguió aumentando como el primer día; de hecho, si dividiéramos la rentabilidad acumulada en la semana para obtener una media diaria, observaríamos unas primas muy discretas. Por tanto, la mayoría de la variación se produjo el primer día.

De estos resultados entendemos que el día tras las elecciones es un momento de «pánico» que se contagia entre los agentes que operan en el mercado, pero a la postre, y cuando pasa algún tiempo, los valores se estabilizan a la espera de que las posibles consecuencias de la victoria de Trump finalmente se materialicen.

También podemos observar el efecto del mercado en su conjunto. Si en la Tabla 1 observábamos tantas rentabilidades positivas como negativas (5 contra 5), esta divergencia se disipa en la semana posterior (8 contra 2), y las dos empresas que se mantienen en positivo (ACS y Grifols) lo hicieron perdiendo valor con respecto al que tenían el día posterior a las elecciones.

Por otro lado, esta heterogeneidad coincide con el estudio de Herron *et al.* (1999) sobre las elecciones estadounidenses de 1992, en el que el signo y la significatividad de los rendimientos anormales dependía del sector. En nuestro trabajo los premios bursátiles no van en la misma dirección, pero ni siquiera dentro del mismo sector (Santander y BBVA), lo que haría interesante un análisis de los efectos empresa por empresa.

TABLA 2  
PREMIO BURSÁTIL SEMANA

	$R_i Semana$ %	$R_{IBEXas}$ %	$PB_T Semana$ %
BBVA	-7,55	-2,34	-5,34
Iberdrola	-6,48	-2,47	-4,12
Acciona	-5,08	-2,78	-2,36
Gamesa	-3,44	-2,79	-0,67
Meliá	-3,41	-2,79	-0,63
Ferrovial	-2,29	-2,81	0,53
Repsol	-1,28	-2,86	1,63
Santander	-1,00	-3,09	2,16
ACS	2,69	-2,91	5,77
Grifols	2,96	-2,90	6,03

Fuente: elaboración propia.

## 5. «Cartera Trump» y comparación de resultados

Llegados a este punto construimos una cartera a partir de los 10 valores para ver el resultado en conjunto y para que sea más comparable con la cartera de mercado. ▷

**TABLA 3  
PONDERACIONES**

	$W_{i:CT}$ %
Santander	31,94
BBVA	20,11
Iberdrola	18,85
Repsol	9,27
Ferrovial	6,30
ACS	4,46
Grifols	3,97
Gamesa	2,57
Acciona	1,54
Meliá	1,00

*Fuente: elaboración propia.*

La cartera se compone de los 10 valores ponderados, de manera que se respeten las ponderaciones del índice español en octubre de 2016, el último mes antes de las elecciones. La fórmula sería la siguiente:

$$W_{i:CT} = W_{i:IBEX35} / \sum_{i=1}^{10} W_{i:IBEX35}$$

Con ello, hemos normalizado los pesos para la nueva cartera, manteniendo el peso individual en el IBEX 35 ( $W_{i:IBEX35}$ ), pero sobre el nuevo peso total ( $\sum_{i=1}^{10} W_{i:IBEX35} = 43,57\%$ ); el resultado es el peso en la «Cartera Trump» y puede verse en la Tabla 3.

Como se puede observar, los tres primeros valores por ponderación (Santander, BBVA e Iberdrola) superan el 70 por 100 de nuestra cartera, con lo cual, lo que ocurra en el rendimiento agregado de la cartera dependerá de unos pocos valores. Mientras que los tres últimos (Gamesa, Acciona y Meliá) apenas llegan a sumar el 5 por 100, con lo que no influenciarán en gran medida el resultado.

En la Tabla 4 encontramos el rendimiento agregado de nuestra cartera ( $R_{CT}$ ) para el día y la semana:

$$R_{CT} = \sum_{i=1}^{10} (W_{i:CT} * R_i)$$

**TABLA 4  
COMPARATIVA DE RENTABILIDAD**

	Día %	Semana %
$R_{CT}$	-1,05	-3,28
$R_{IBEX35}$	-0,40	-2,80
$R_{DOWJONES}$	1,40	3,22

*Fuente: elaboración propia.*

Para ilustrar este resultado se compara con la rentabilidad del IBEX 35 y el Dow Jones para el día y semana después de la victoria de Trump.

Como podemos ver, la cartera obtuvo rendimientos muy por debajo del índice español. Esto se debe al peso en nuestra cartera de las empresas que bajaron, sobre todo BBVA e Iberdrola (20,11 y 18,88 por 100, respectivamente). Mientras que el precio de Santander (31,94 por 100) apenas aumentó, que es la que más peso tiene de las que sufrieron alzas.

Además, esta rentabilidad negativa, mayor que la del IBEX 35, quiere decir que hemos analizado algunas de las empresas que hicieron que el índice acabara la jornada en negativo y entrara en tendencia bajista. Recordemos (Tabla 1) que sin BBVA, el IBEX 35 habría subido un 0,11 por 100 el día después de los comicios.

Por otra parte, el principal indicador estadounidense no solo no acabó en negativo, sino que obtuvo rendimientos positivos y grandes. Así es: un mercado europeo se resintió más que una de las principales bolsas del propio país. Dado los efectos totalmente contrarios a nivel empresa que hemos analizado (como Grifols y las renovables), probablemente en Estados Unidos sectores como el farmacéutico, con mucho más peso que en España, hicieron subir el selectivo (14,7 por 100 sobre el total del Dow Jones)<sup>4</sup>. ▷

<sup>4</sup> De acuerdo con el criterio GICS (Global Industry Classification Standard).

De la comparativa diaria y semanal también podemos extraer algunas conclusiones.

Primero: el mercado español, a pesar de que el primer día hubo tantas rentabilidades positivas como negativas y un débil resultado global de -0,40 por 100, acabó entrando en una tendencia bajista con una caída notable al terminar la semana (inferior a -0,40 por 100 por día), ilustrando el efecto del mercado.

Segundo: nuestra cartera actúa de manera similar al IBEX 35, pero con una notable diferencia: el detrimento en la rentabilidad de nuestra cartera no se mantiene en los días siguientes, ya que si no, nos encontraríamos con una rentabilidad semanal inferior al -5 por 100. Al contrario, tras la semana el comportamiento es más similar al del índice en conjunto. Comparando ambas carteras, para el día posterior nuestra rentabilidad es más de dos veces y media menor que la del mercado y para la semana no llega a ser ni un 20 por 100 inferior.

Tercero: el índice norteamericano se comportó justo al contrario que el IBEX 35. Aunque hubo grandes empresas con caídas el día que conocimos los resultados, el peso y la intensidad de las empresas que subieron acabaron por revalorizar el mercado en su conjunto y entrando en tendencia alcista.

Analizando la comparativa, esta reacción totalmente contraria a la del mercado estadounidense probablemente se deba al sector al que pertenecen las empresas que componen el índice, pero también al carácter proteccionista de algunas propuestas que no tienen el mismo efecto en las empresas del país que las propone que en el resto.

Por último, queríamos ilustrar en qué grado la rentabilidad de la cartera se debe a la variación en el propio IBEX 35 o a particularidades de las empresas; para ello definimos la línea característica de la «Cartera Trump» determinando

TABLA 5  
BETAS

	$\beta_i$
Santander	1,61
BBVA	1,39
Iberdrola	0,60
Repsol	1,21
Ferrovial	0,71
ACS	0,99
Grifols	0,50
Gamesa	0,81
Acciona	0,65
Meliá	0,79
$\beta_{CT}$	1,17

Fuente: elaboración propia.

TABLA 6  
ALFAS

	Día %	Semana %
$\alpha_{CT}$	-0,59	-0,02

Fuente: elaboración propia.

su alfa y su beta (W. Sharpe, 1963). Para el caso, podría expresarse así:

$$R_{CT} = \alpha_{CT} + \beta_{CT} * R_{IBEX 35} + \mu$$

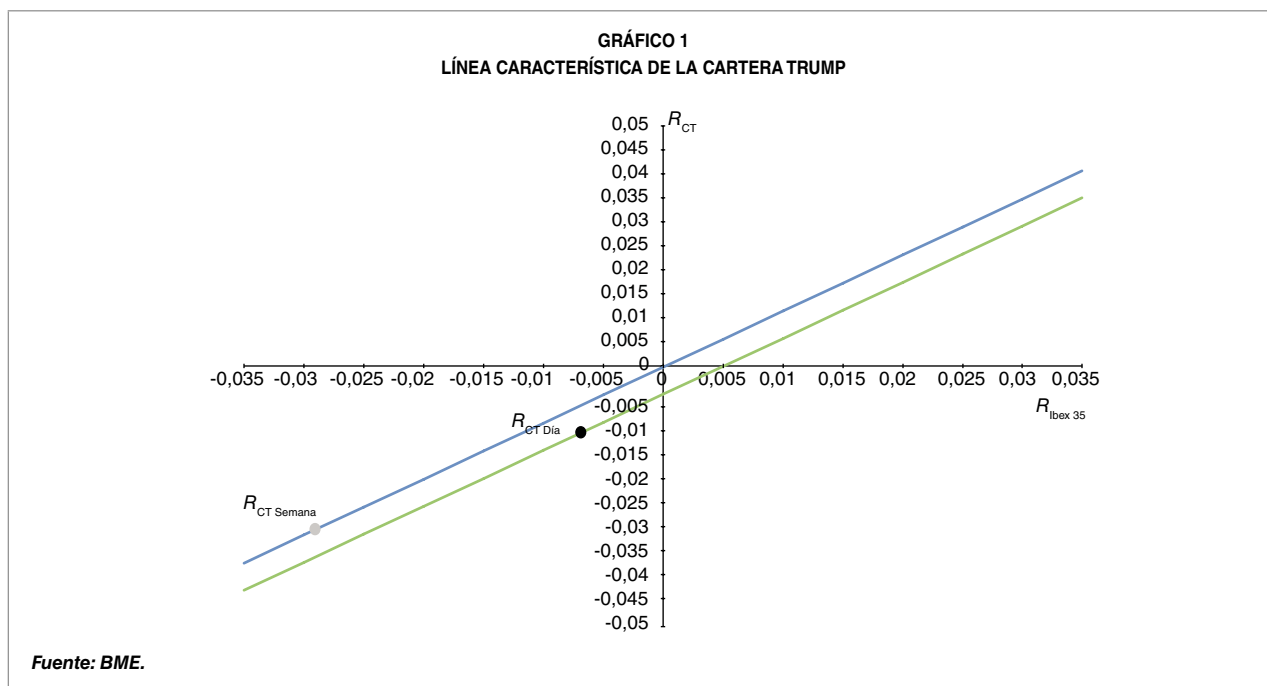
Donde la rentabilidad de nuestra cartera dependería en parte del mercado ( $\beta_{CT}$ ) y en parte de características propias ( $\alpha_{CT}$ ), como pudieran ser un alto grado de dependencia de EEUU o México. También dependería de una perturbación o error que por simplificación asumimos como insignificante.

Primero, en la Tabla 5 se adjuntan las betas de 250 sesiones ( $\beta_i$ ) del Informe de Mercado Continuo de octubre de 2016 y la beta ponderada de acuerdo a los pesos anteriormente descritos.

Después, extraemos el alfa de la cartera para el día y la semana tras los resultados de las elecciones (Tabla 6):

$$\alpha_{CT} = R_{CT} - \beta_{CT} * R_{IBEX 35}$$





A partir de los datos anteriores obtenemos las dos líneas características (día y semana):

$$R_{CT \text{ Día}} = -0,59\% + 1,17 * R_{IBEX 35}$$

$$R_{CT \text{ Semana}} = -0,02\% + 1,17 * R_{IBEX 35}$$

El Gráfico 1 muestra la rentabilidad del día (línea verde) y semana (línea azul) en relación a la rentabilidad del IBEX 35. Por donde las rectas cortan la ordenada, se percibe cómo en la diaria tiene gran importancia el *shock* Trump (parte de un punto más bajo, aunque el mercado no se mueva), mientras que la semanal responde casi únicamente a las variaciones en el mercado. También se observa cómo la cartera continúa cayendo en la semana, pero ahora la variación del mercado es capaz de explicar casi todo el movimiento de nuestra cartera.

Finalmente, la Tabla 7 muestra en qué proporción la rentabilidad de nuestra cartera viene explicada por la variación del mercado, o por el contrario se debe a particularidades de las empresas.

Los datos concuerdan con lo tratado anteriormente: más de la mitad del movimiento de la «Cartera Trump» el día después de las elecciones se debe a las características de las empresas y no a un efecto «arrastre» del mercado en general. Por el contrario, casi toda la depreciación que la cartera acumuló durante la semana era el esperado para el nivel de riesgo sistemático.

En cualquier caso, hemos examinado la dispersión de los premios bursátiles y las conclusiones sobre la cartera y el propio IBEX 35<sup>5</sup> tienen un alcance limitado.

De ser esta dispersión habitual en otras elecciones, resultados como el de Leblang y Mukherjee (2005 y 2007) tendrían mucho ▷

**TABLA 7**

**PORCENTAJE DE LA RENTABILIDAD EXPLICADO POR  $\alpha$  Y  $\beta$**

	Día %	Semana %
$\alpha$	55,97	0,71
$\beta$	44,03	99,29

*Fuente: elaboración propia.*

<sup>5</sup> Al igual que en la «Cartera Trump», en el índice las empresas con rentabilidades negativas y positivas se dividieron prácticamente a la mitad.

sentido, en el que encontraron significativo el aumento de la volatilidad durante los periodos electorales, pero no un rendimiento anormal del mercado en general, que si podría encontrarse a nivel empresa.

## 6. Conclusión y extensión de la investigación

Los mercados financieros son extremadamente sensibles a sucesos que no dependen del comportamiento de las propias empresas y que pueden alterar el valor fundamental o teórico de las mismas, aunque sea por un tiempo limitado.

En ocasiones, estas variaciones se producen por interdependencia, donde un hecho exógeno a la empresa afecta a esta de manera directa (la aprobación de una ley que restringe el uso del petróleo en Repsol) y otras veces es producto de mero contagio (la quiebra del Santander en el resto del mercado continuo).

En este trabajo hemos escogido el efecto cruzado de las elecciones estadounidenses en el IBEX 35 español para una selección de empresas, elegidas en relación a las propuestas del presidente y que formaban una cartera de valores muy interdependientes de las economías estadounidense y mexicana.

El efecto se ha analizado de manera individual y conjunta, a partir de las rentabilidades y premios bursátiles, para el día y la semana posterior. Encontramos unos resultados dispersos, con grandes perjudicadas y beneficiadas que dejan un valor en media que apenas parece que hubiese pasado nada y hacen más interesante el análisis individual.

Por un lado, BBVA es la gran perjudicada, castigada por su vinculación con México, con su tejido empresarial e incluso con su Estado.

Ambas son instituciones que pueden verse muy perjudicadas por las políticas comerciales de Estados Unidos. Las vinculadas con la energía verde (Gamesa, Acciona e Iberdrola) también sufren unas caídas superiores al IBEX 35, grandes dependientes del crecimiento de la energía alternativa que podría verse castigada si se modifica la política energética.

En el otro lado, Grifols y ACS lideran las subidas por encima del selectivo. La primera viene creciendo constantemente en el país norteamericano desde hace más de una década, y la cancelación del *Obama Care* y las posibles privatizaciones pueden beneficiar a la española. La segunda, libre de otros efectos (Ferrovial estaba muy vinculada a Gran Bretaña), se podría adjudicar algunos de los contratos de infraestructuras prometidos en campaña.

Por último, los efectos en empresas como Santander o Meliá son desconcertantes: es difícil concluir si de alguna manera se vieron afectadas o no por el «efecto Trump» o si pudo cruzarse algún otro efecto, o si el perjuicio no fue tan grave como para repercutir en su valor, ni siquiera a corto plazo.

Parece que el efecto no arrastró a las empresas del IBEX en una sola dirección. Los efectos positivos y negativos fueron robustos como para coexistir, dejando cierta ambigüedad sobre cómo afecta la llegada de Trump a las grandes empresas españolas.

Esto último se aplica, sobre todo, para el efecto registrado en el primer día, en que la beta de las acciones no llega a explicar ni la mitad del cambio acaecido ese día poselectoral, mientras que para la semana, la beta de la cartera explica prácticamente todo el movimiento que sufrió la misma. Una posible interpretación es que tras el *shock* del primer día se abrió paso un efecto más «arrastre» o «contagio», en este caso con un mercado a la baja. ▷

Así podemos concluir que en el primer día la perturbación ya es absorbida por el mercado, y aunque observamos aún primas positivas, todas las acciones pierden valor transcurrida la semana. Es un ejemplo de cómo la fuerza del mercado en su conjunto es superior a la de los valores individuales, haciendo perder impulso a acciones que poco o nada tenían que perder con la llegada del nuevo presidente.

Por último, son varias las posibles extensiones de esta investigación. Por ejemplo, podríamos ver si los premios, la volatilidad o el volumen son significativamente anormales, acordes a los métodos usados en la literatura reciente.

También se podría hacer un seguimiento de las políticas que consiga llevar a cabo un análisis evento por evento, similar a la metodología de Martínez *at al.* (2017).

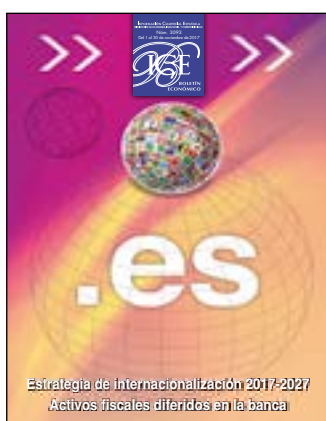
En general, la época actual nos brinda una importante oportunidad de estudiar cómo se relacionan las elecciones políticas y las decisiones que los agentes económicos toman en el mercado para conocer qué causas alinean o alejan las expectativas de unos y de otros.

## Bibliografía

- [1] AMMER, J. y MEI, J. (1996). «Measuring International Economic Linkages with Stock Market Data». *The Journal of Finance*, vol. 51, n.º 5, pp. 1743-1763.
- [2] BABECKI, J. e ISASI, L. (1991). «Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales». *Economistas*, n.º 49, pp. 18-27.
- [3] BEKAERT, G.; EHRMANN, M.; FRATZSCHERM, M. y MEHL, A. (2014). «The Global Crisis and Equity Market Contagion». *The Journal of Finance*, vol. 69, n.º 6, pp. 2597-2649.
- [4] BEL, G. (1998). «Los costes financieros de la privatización en España». *Información Comercial Española*, n.º 772 (julio-agosto).
- [5] BIALKOWSKI, J.; GOTTSCHALK, K. y WISNIEWSKI, T. (2006). «Stock Market Volatility around National Elections». *Auckland University of Technology, Research Paper Series*, n.º 26.
- [6] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) (2016). *Informe Mensual Octubre 2016*. Madrid.
- [7] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) (2017). *Informe Anual 2016*. Madrid.
- [8] BROWN, K.; HARLOW, W. y TINIC, S. (1988). «Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency». *Journal of Financial Economics*, vol. 22, n.º 2, pp. 355-385.
- [9] CONNOLLY, R. y WANG, F. (2003). «International Equity Market Comovements: Economic Fundamentals or Contagion». *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11, n.º 1, pp. 23-44.
- [10] DONALD J. TRUMP (2017). «First 100 days report». *Informe de Donald J. Trump for President, Inc.* Disponible en: [https://www.donaldjtrump.com/100/?utm\\_medium=web&utm\\_source=djt\\_web\\_topbar](https://www.donaldjtrump.com/100/?utm_medium=web&utm_source=djt_web_topbar) [Recuperado: 2017, 27 de marzo].
- [11] EUN, C. y SHIM, S. (1989). «International Transmission of Stock Market Movements». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, n.º 2, pp. 241-256.
- [12] FERRÁNDEZ SERRANO, V. y GONZÁLEZ CARBONELL, J.F. (2012). «Capítulo 9: Cálculo del premio bursátil con la opción de compra Greenshoe», en *Los costes de las privatizaciones por OPV en España*. Madrid: EAE, Editorial Académica Española.
- [13] FORBES, K. y RIGOBON, R. (2002). «No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements». *The Journal of Finance*, vol. 57, n.º 5, pp. 2223-2261.
- [14] GAGNON, L. y KAROLYI, G. (2006). «Price and Volatility Transmission across Borders». *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 15, n.º 3, pp. 107-158.
- [15] GOLDBERGER, M. (2016). «Far Right Parties in Europe». *Annual Review of Political Science*, vol. 19, pp. 477-497.
- [16] GREVEN, T. (2016). *The Rise of Right-wing Populism in Europe and the United States: A Comparative Perspective*. Friedrich Ebert Foundation. ▷

- [17] GRUBEL, H. y FADNER, K. (1971). «The Interdependence of International Equity Markets». *The Journal of Finance*, vol. 26, n.º 1, pp. 89-94.
- [18] GUIBERNAU, M. (2010). «Migration and the Rise of Radical Right: Social Malaise and the Failure of Mainstream Politics». *Policy Network, Paper*.
- [19] HERRON, M.; LAVIN, J.; CRAM, D. y SILVER, J. (1999). «Measurement of Political Effects in the United States Economy: a Study of the 1992 Presidential Election». *Economics and Politics*, vol. 11, n.º 1, pp. 51-81.
- [20] HIBBS, D. (1977). «Political Parties and Macroeconomic Policy». *The American Political Science Review*, vol. 71, n.º 4, pp. 1467-1487.
- [21] JIMÉNEZ, I. (2015). «Los 20 bancos más grandes de México». *Forbes*. México.
- [22] KELLY, B.; PASTOR, L. y VERONESI, P. (2016). «The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market». *The Journal of Finance*, vol. 71, n.º 5, pp. 2417-2480.
- [23] KILIC, E. y ULUSOY, V. (2015). «Evidence for Financial Contagion in Endogenous Volatile Periods». *Review of Development Economics*, vol. 19, n.º 1, pp. 62-74.
- [24] LEBLANG, D. y MUKHERJEE, B. (2005). «Government Partisanship, Elections, and the Stock Market: Examining American and British Stock». *American Journal of Political Science*, vol. 49, n.º 4, pp. 780-802.
- [25] MARKOWITZ, H. (1952). «Portfolio Selection». *The Journal of Finance*, vol. 7, n.º 1, pp. 77-91.
- [26] MARTÍNEZ, M.; GARCÍA, J. y CASTILLO, D. (2017). «Are Investors Concerned by Annual Corporate Governance Reports? Some Evidence from the Spanish Stock Market». *European Management Review*.
- [27] MERVIGLIA, A. y CORTINAS, C. (2017). «Las constructoras españolas a por las obras urgentes de Trump». *Cinco Días*.
- [28] MUKHERJEE, B. y LEBLANG, D. (2007). «Partisan Politics, Interest Rates and the Stock Market: Evidence from American and British Returns in the Twentieth Century». *Economics and Politics*, vol. 19, n.º 2, pp. 135-167.
- [29] PASTOR, L. y VERONESI, P. (2011). «Political Uncertainty and Risk Premia». *Milton Friedman Institute Paper Series*, n.º 2011-007.
- [30] PEEL, D.; POPE, P. y YADAV, P. (1993). «Deregulation and UK Stock Market Volatility». *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 20, n.º 3, pp. 359-372.
- [31] REVESZ, R. (2016). «Survey finds Hillary Clinton has 'more than 99% chance' of winning election over Donald Trump». *Independent*.
- [32] ROLL, R. (1989). «Price Volatility, International Market Links, and Their Implications for Regulatory Policies». *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, pp. 211-246.
- [33] ROYO, I. y UREÑA, D. (2015). «Análisis de la campaña presidencial de Donald Trump: claves y consecuencias». *The Hispanic Council*. Policy paper n.º 7.
- [34] SABATO, L.; KONDIK, K. y SKELLEY, G. (2017). *Trumped: The 2016 Election That Broke All the Rules*. Ed. Rowman & Littlefield.
- [35] SEMPRÚN, Á. (2017). «Pese a Trump, las empresas españolas confían en México». *El Universal*.
- [36] SMALES, L. (2016). «The Role of Political Uncertainty in Australian Financial Markets». *Accounting and Finance*, vol. 56, n.º 2, pp. 545-575.
- [37] VARIOS (2016). *Informes anuales de las 11 empresas del año 2015*.
- [38] VUCHELEN, J. (2003). «Electoral Systems and the Effects of Political Events on the Stock Market: the Belgian Case». *Economics and Politics*, vol. 15, n.º 1, pp. 85-102.

## TÍTULOS PUBLICADOS EN 2017







*Carlota Lorenzo Romero\**  
*Juan Antonio Mondéjar Jiménez\*\**  
*Leticia del Pozo Ruiz\**

## **PARTICIPACIÓN DEL CONSUMIDOR *ONLINE* EN EL SECTOR TEXTIL**

Los canales de distribución *online* son significativas plataformas de venta que ofrecen la posibilidad de aplicar estrategias de colaboración e innovación entre clientes y marcas. El objetivo del presente documento es destacar a través de una revisión de la literatura, la continua transformación *online* en la industria textil a través de acciones de interacción más personalizadas por parte de las marcas textiles. Con la finalidad de poder satisfacer la exigente demanda de los actuales consumidores en el sector textil, la constante evolución en la industria de la moda también es percibida a través de planteamientos que aportan un nuevo valor al consumidor final, como la *cocreación online*. Situando actualmente al consumidor final, también a través de estrategias multicanal, como un agente clave en los procesos de creación y decisión.

**Palabras clave:** *cocreación en moda, experiencia de cocreación, distribución online, multicanalidad.*  
**Clasificación JEL:** L1, L11, L170, M19.

### **1. Introducción**

La participación de los consumidores en acciones de colaboración *online* con marcas textiles define un nuevo escenario de actuación conjunta a través de las múltiples opciones que ofrece un canal como Internet. Empresas de diversos sectores enfocan actualmente una interacción de forma *online* entre la marca y el

cliente basada en el individuo como elemento clave, como por ejemplo a través de las comunidades *online* que fomentan la comunicación, la participación y la compra (Chae y Ko, 2016). La elevada competencia global ha ido cambiando la manera de introducir nuevos productos y servicios en el mercado, analizando los diferentes segmentos de cliente (Hu, Lin, Qian y Sun, 2018) o aplicando estrategias que, basadas en la tecnología, gestionan la relación con el cliente, el comportamiento del consumidor, las comunidades de marca *online* o las redes sociales (Gruner, Homburg y Lukas, 2014; Hinz, Skiera, Barrot y Becker, 2011). Anteriormente, se planteaba una interacción empresarial con el cliente basada en el producto, el consumidor y el contexto de la ▷

---

\* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Castilla-La Mancha.

\*\* Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Castilla-La Mancha.

Versión de junio de 2018.

El presente trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación en curso titulado: *La colaboración abierta en Internet como estrategia de innovación e internacionalización del sector de moda y complementos* (2015-2018), otorgado por la Fundación Ramón Areces.

ventas (Kasof, 1995), pero ese enfoque tradicional se ha transformado en acciones más directas y centradas en el consumidor, permitiendo que la experiencia del cliente sea ahora mucho más personalizada y satisfactoria (Hosany y Witham, 2010; Rubera, Ordanini y Mazursky, 2010; Tsiotsou y Ratten, 2010). En base a las actuales tendencias de comunicación, Internet se configura como una excelente plataforma en la que cada vez más empresas confían para ofrecer diversas herramientas de interacción con los clientes, de forma más personalizada (Leeflang, Verhoef, Dahlström y Freundt, 2014). De esta forma, Internet es una plataforma capaz de elevar el valor de la marca a través del intercambio de ideas o de la transmisión de información entre personas, de forma *online* (Kim y Ko, 2012). Las opciones de interacción *online* entre clientes y marcas también dentro del sector textil no solo brindan al consumidor la oportunidad de generar ideas, sugerencias, reflexiones o experiencias, sino que, además, permiten a las empresas de la industria textil aplicar estrategias *online* con menor inversión económica. De forma general, los proyectos con enfoques altamente creativos se basan en motivaciones muy diversas, que pueden abarcar perspectivas culturales, sociales o económicas (Ordanini, Miceli, Pizzetti y Parasuraman, 2011). La innovación en ámbitos empresariales se enfoca principalmente en obtener el máximo crecimiento a través de acciones diferenciadoras, consideradas como un factor de éxito en las organizaciones que operan en mercados altamente competitivos (Naranjo-Valencia, Jiménez-Jiménez y Sanz-Valle, 2016). Por ello, las empresas que aplican estrategias innovadoras de forma *online* son más proclives a obtener mayor rentabilidad a través de acciones que aporten innovación al consumidor. Respecto a las fuertes demandas

de los consumidores actuales o a su percepción sobre las características que deben cumplir las tiendas para satisfacer mejor las demandas del cliente (Goodman y Remaud, 2015; Im, Montoya y Workman, 2012; Maruyama y Wu, 2014), las marcas efectúan acciones en ambientes de mercado caracterizados por continuos cambios técnicos o de incertidumbre. Por ello, la innovación o aquellas estrategias que la incluyan son consideradas fundamentales para obtener la máxima competitividad y diferenciación entre empresas de cualquier sector (Damanpour y Gopalakrishnan, 2001). En la industria de la moda, los elementos sensoriales son altamente relevantes porque los consumidores buscan durante sus procesos de compra factores como la atracción visual del producto o el entretenimiento. De modo que las marcas textiles enfocan sus estrategias hacia la obtención de una experiencia de cliente única e irrepetible (Eroglu, Machleit y Davis, 2003). Las nuevas tecnologías facilitan ampliamente este proceso de satisfacción de experiencias, ya que permiten generar, incluso, una experiencia integrada entre la tienda física y la tienda *online*. El actual comercio *retail* o minorista concentra diferentes canales con el objetivo de mejorar la experiencia del consumidor a través de estrategias de venta más atractivas. En los actuales canales de venta al por menor se aprecia una evolución desde la multicanalidad, basada en la venta a través de varios canales, pero de forma independiente, hacia estrategias de omnicanalidad, centradas en la venta a través de varios canales simultáneos pero con un trato unificado hacia el cliente en cada uno de ellos. La evolución de la multicanalidad hacia la omnicanalidad en la venta al por menor (Verhoef, Kannan e Inman, 2015) se aprecia en acciones de consumo como la recogida de un producto textil en tienda física mediante ▷

previa compra *online*, o de estrategias de tecnología avanzada, como la presencia de espacios interactivos en tiendas físicas para la elección de prendas, conectados con las redes sociales (Blázquez, 2014). Además, como destacaron autores como Chen, Shang y Kao, (2009), factores como la actitud o el control percibido inciden de forma relevante sobre el comportamiento del consumidor en su experiencia de compra, en la fase postcompra o en las decisiones que pueden motivar a los consumidores a repetir sus experiencias de compra o participación, en canales electrónicos. Resulta necesario que las compañías ofrezcan herramientas de participación al cliente, para que su experiencia de compra pueda transformarse en algo único, agradable y diferenciador (Chen, Shang y Kao, 2009; Sicilia y Ruiz, 2010), evitando, gracias a ello, que los consumidores puedan experimentar emociones negativas durante sus procesos de compra o de participación *online*. De igual forma, las marcas textiles se mantienen constantes en establecer el máximo contacto entre el consumidor y la tecnología para obtener mejoras en la experiencia del cliente tanto en tiendas físicas como en tiendas *online* (Ono *et al.*, 2012).

## 2. Desarrollo

### 2.1. *Nuevo marco online en el sector de la moda en España*

La moda y su relación con la comunicación es un planteamiento cada vez más desarrollado en las investigaciones actuales (Granata, 2012; McNeil, 2010; Tseñlon, 2010), pero que, por las variables, características y diferentes formas de expresión que conforman este sector, todavía plantea dificultades para poder

delimitar estudios más significativos respecto a esta relación. Para autores como Torregrosa, Noguera, Sánchez-Blanco y del Río (2014), la moda es un concepto que enmarca diversas perspectivas, donde destacan claramente tres dimensiones: dimensión antropológica (es una realidad que se apoya en la naturaleza corporal de cada persona), dimensión económica (ofrece la posibilidad de vender productos a través de la innovación estética) y dimensión cultural (está compuesta de un contexto altamente creativo y perdurable). No obstante, a pesar de su importancia como concepto en sí mismo, la industria de la moda no tendría tal visibilidad y relevancia entre los consumidores del mercado y en la sociedad actual sin la difusión otorgada durante décadas por los medios de comunicación masivos (Jackson y Shaw, 2006; Kuruk, 2008). A esta perspectiva se unen actualmente los canales de comunicación *online*, que no solo permiten la distribución de las prendas textiles de forma global, sino que también son excelentes plataformas para compartir información y establecer una mayor interacción entre los consumidores y las marcas textiles. La importancia de aplicar herramientas *online* que puedan determinar cambios conductuales de los consumidores en base a su participación y a su percepción de valor reside en la interacción, el diálogo y la aportación, como factores fundamentales para obtener mejores resultados de forma conjunta entre consumidores y empresas (Sánchez, Mieres y Vijande, 2013).

La moda conforma un sector en relación directa con la innovación, los cambios sociales o culturales, la transformación y el crecimiento económico, teniendo el sector textil una estrategia diferenciadora en un canal de distribución como Internet. Numerosas marcas de moda buscan construir y mantener relaciones de ▷

lealtad con sus clientes a través de Internet y de herramientas como los dispositivos móviles, donde la participación del cliente es instantánea y requiere una implicación muy elevada, siendo posible personalizarla al máximo (Carlson, O’Cass y Ahrholdt, 2015; Chae, Ko y Han, 2015). Esta nueva situación se refuerza gracias a plataformas como los *blogs* o las redes sociales, donde el usuario o cliente *online* se identifica con el contenido expuesto por la empresa de moda, siguiendo a la marca de forma *online*, opinando o aconsejando a otros usuarios o clientes sobre su propia experiencia o convirtiendo la simple acción de pulsar el botón «me gusta» en una potente herramienta, aportando valiosa información para futuras estrategias comerciales (Llorente, Bartolomé y Navarro, 2013). Gracias a las redes sociales se establece una comunicación mucho más directa con el consumidor actual y las marcas pueden conocer de forma más detallada las preferencias o las exigencias de cada uno. Para ello, es necesario que los clientes aporten información a las compañías de forma previa, y cada vez más marcas ofrecen a los usuarios la posibilidad de crear, participar o debatir de forma *online* a través de estas plataformas, con la finalidad de redirigir la información obtenida hacia nuevas planificaciones de negocio enfocadas al mayor beneficio económico (Varadarajan y Yadav, 2010). Este tipo de estrategias vienen precedidas por la situación actual de un mercado global donde cada vez existen clientes más complejos y con mayor diversidad de necesidades de consumo, pero más interconectados (Gambeti y Graffigna, 2011). El hecho de que los consumidores participen de forma activa en un nuevo marco *online* permite una generación de experiencias que los clientes identificarán de forma directa con las marcas adquiriendo el denominado *brand engagement* (Hollebeek,

2011). En este nuevo contexto *online*, en el que el sector textil cuenta con activa presencia, las empresas se esfuerzan en conseguir que los consumidores identifiquen las marcas de cada sector como modelos de confianza con los que participar y colaborar de forma *online*. Marcas españolas como Grupo Inditex, Camper, Mango, Bimba y Lola o Grupo Cortefiel cuidan al máximo el contenido de sus páginas web y de sus perfiles corporativos en redes sociales. Incluso aplican estrategias *online* asignando perfiles destacados en plataformas como Instagram a personas influyentes en el sector de la moda en España, denominados *influencers* de moda. La gran influencia de Internet en el contexto social y en sectores como la moda ha transformado de tal modo las relaciones de comunicación y de consumo que los nuevos líderes de opinión en un canal *online* se han convertido en elementos fundamentales en los procesos de comunicación con el receptor (Sádaba y San Miguel, 2014).

La finalidad de las marcas minoristas en todo este proceso se orienta en generar relaciones a largo plazo con los usuarios o clientes *online*, creando una relación más personal con el consumidor para obtener el máximo beneficio empresarial (Del Pino, Galán, Castelló y Ramos, 2014). Respecto a la compra a través del canal *online* en España, según datos aportados por el último estudio anual de *ecommerce* elaborado por IAB Spain (2017), un 73 por 100 del total de la población internauta española compró de forma *online* en 2017, suponiendo una cifra de 16,4 millones de compradores *online* y siendo el 98 por 100 de estos usuarios de alguna red social. Respecto a los usos y hábitos de compra *online* en España durante 2017, destacó la preferencia para productos físicos (92 por 100), como el caso de las prendas textiles, respecto a la compra de servicios (83 por ▷

100). La moda, el calzado y los complementos se establecieron como preferencias de compra de los consumidores *online* (60 por 100), precedidas ligeramente por viajes (75 por 100), ocio y cultura (72 por 100) o tecnología (67 por 100). Respecto al lugar de adquisición de la compra, el mismo informe IAB Spain (2017) indica que el 87 por 100 de los internautas españoles prefirió adquirir los productos en tiendas con venta únicamente *online* (destacando como factores positivos la comodidad, la lejanía de las tiendas físicas o la disponibilidad horaria del usuario para la compra), frente al 73 por 100, que prefirió la compra en aquellas tiendas que vendiesen de forma combinada, *online* y física. Igualmente en 2017, el 95 por 100 de los compradores *online* en España realizaron sus compras mediante el ordenador, frente al 37 por 100 que las realizaron a través de sus teléfonos móviles. Respecto a los motivos por los que los usuarios españoles optan por realizar sus compras de forma *online*, un 98 por 100 respondió a motivos de conveniencia; un 97 por 100 a motivos basados en la amplia variedad de los productos en este canal; un 93 por 100 a motivos relativos al precio; un 74 por 100 por la confianza de compra respecto al canal *online*; un 49 por 100 por recomendación de terceros y un 31 por 100 debido al impacto de la publicidad *online*.

En el sector textil, las plataformas *online* otorgan oportunidades altamente competitivas y diferenciadoras, basadas en la comunicación, la difusión y la comercialización de las prendas y los complementos textiles de forma mucho más eficaz. El Informe de la moda *online* en España (2018), destaca la relevante importancia de Internet en el sector de la moda, siendo cada vez más significativa la compra de moda a través del canal *online* y suponiendo durante el año 2017 una cuota de mercado del

5,4 por 100 sobre el total de las ventas de moda en España. Respecto al total de ventas de moda *online* en España en 2017, el calzado supuso un 7,5 por 100, por delante del 5,6 por 100 para los accesorios, del 5,2 por 100 para el textil de hogar y del 4,7 por 100 para las prendas de vestir. Dentro del mismo Informe de la moda *online* en España (2018), y según la información de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), se expone un evolutivo en las ventas de moda *online* entre los años 2012 y 2017. Según los datos de CNMC (2018), hasta el tercer trimestre de 2017 el beneficio obtenido en venta fue de 1.658,9 millones de euros, el cual contrasta de forma significativa con el beneficio obtenido en el año 2013 (773,7 millones de euros) y en el año 2015 (1.766,4 millones de euros), superados únicamente todos ellos por el mejor registro en ventas de moda *online* en España hasta el momento, obtenido en el año 2016 y correspondiente a una cifra de 2.015,2 millones de euros. En referencia a las ventas *online* de las prendas de vestir en España, según la CNMC (2018), hasta el tercer trimestre del año 2017 el beneficio obtenido fue de 1.215,7 millones de euros, en comparación por ejemplo con el año 2014, cuando supuso una cifra de 527,5 millones de euros. No obstante, el máximo valor fue alcanzado en el año 2016 con 1.460,1 millones de euros. Respecto al calzado y artículos de cuero, igualmente la cifra máxima de venta fue obtenida en el año 2016, correspondiendo a 272,2 millones de euros, por encima de los 226,5 millones de euros registrados en el año 2017. Los consumidores *online* son ampliamente diversos y cambiantes y este factor exige también a las empresas del sector textil una constante transformación para la obtención de clientes a través de plataformas de venta *online* que apliquen estrategias diferenciadoras. Se ▷

observa una evolución respecto al tradicional planteamiento sobre la venta de la moda, la comunicación y el consumidor en España con la gestión de actuales espacios *online* que permiten al público aportar sus opiniones sobre las marcas, compartir información de forma más activa y comunicarse de forma más global, a través de múltiples acciones planteadas en el canal *online* (Pereira, García, González y Contreras-Espinosa, 2014).

## 2.2. **Importancia de las acciones de cocreación**

Los procesos de producción, distribución y consumo se han ido modificando con la necesidad de ir adaptando los productos y servicios hacia un nuevo mercado globalizado en el que los consumidores son cada vez más exigentes y complejos. La evolución del mercado ha generado que el valor sea considerado como un activo relevante, convirtiendo con ello a las marcas en elementos fundamentales de propuestas de creación de valor e interviniendo éstas de forma directa en los niveles de confianza y de fidelidad de los clientes. Como indican diversos autores (Prahalad y Ramaswamy, 2000; Vargo y Lusch, 2004; Von Hippel, 2005), las empresas potencian sus estrategias corporativas y a través de acciones de participación conjunta con los clientes, en las que estos adoptan un rol más participativo desarrollando nuevos productos y servicios y otorgando amplios beneficios a las corporaciones. En este contexto de intercambio y de forma genérica, el concepto de cocreación es expuesto por diversos autores (Bason, 2010; Prahalad y Ramaswamy, 2004) como un proceso de creación de nuevas ideas, diseñadas a través de la participación conjunta y evolutiva entre diversos agentes involucrados (clientes,

públicos objetivos, empresas, etcétera) en procesos de creación y desarrollo de nuevos productos o servicios y con la finalidad de generar una aportación más significativa de valor conjunto. La cocreación se configura como una actividad de participación en la creación de valor entre varias partes implicadas, a través de una participación impulsada por motivaciones personales o propuestas externas, pero orientada a colaborar, experimentar, diseñar o dialogar con la organización (Prahalad y Ramaswamy, 2004; Sawhney, Verona y Prandelli, 2005; Vargo y Lusch, 2004). La adecuada gestión de las acciones de cocreación deriva en ventajas competitivas para las organizaciones, tales como mayor productividad y reducción de costes de producción y mejor eficiencia e innovación en los procesos de desarrollo de los productos y servicios (Hull, 2004; Payne, Storbacka y Frow, 2008; Prahalad y Ramaswamy, 2000; Sánchez *et al.*, 2013; Vargo y Lusch, 2004). Las acciones de cocreación suponen, de igual forma, nuevas herramientas capaces de diseñar o configurar entre las empresas y consumidores ambientes de experiencia, aportando beneficios mutuos para ambas partes (Ramaswamy y Gouillart, 2010). Actualmente, los consumidores interactúan con las marcas de forma más directa y natural, dentro de procesos propuestos por las compañías, con una integración entre las partes que comprende varios canales y donde el objetivo es desarrollar la experiencia de cliente de forma integral y más satisfactoria (Lemon y Verhoef, 2016). A pesar de que las actividades de creación en sí se han desarrollado con un largo enfoque en el tiempo, identificar el concepto de cocreación en la literatura referente al *marketing* es relativamente novedoso (Grönroos, Strandvik y Heinonen, 2015; Ind y Coates, 2013), ya que las actuales formas de comunicación entre empresas y consumidores han originado ▷

nuevas acciones de creación de valor donde los consumidores participan ahora de forma más activa con las empresas del mercado (Saarijärvi, Kannan y Kuusela, 2013). Igualmente, las acciones de cocreación se identifican con creaciones de aportación de valor desarrolladas a través de interacciones que otorgan al individuo la posibilidad de aportar y participar, obteniendo experiencias personalizadas (Pralhad y Ramaswamy, 2004). Otros autores (Grönroos *et al.*, 2015; Neghina, Caniëls, Bloemer y Van Birgelen, 2015; Vargo y Lusch, 2011) también indican que las acciones de cocreación pueden implicar más o menos agentes (consumidores, organizaciones, proveedores, etcétera), pero que, de cualquier forma, se produce una interacción conjunta entre todos ellos, obteniendo como resultado un proceso creativo, interactivo y social para crear valor gracias a la participación y aportación compartida (Roser, Defillippi y Samson, 2013).

La importancia de que exista conexión entre las empresas y los consumidores se refuerza, más si cabe, con el actual rol activo del consumidor para crear valor. El consumidor ya no actúa únicamente de forma pasiva ante lo que la empresa pueda ofrecerle, sino que a través de acciones de cocreación es mucho más participativo y más activo en sus decisiones, aportando, configurando o rediseñando productos o servicios (Pralhad y Ramaswamy, 2004). Este planteamiento se integra actualmente en comunidades virtuales, foros de discusión *online* o plataformas *online* donde los consumidores y usuarios pueden exponer sus opiniones, sugerencias, quejas o ideas respecto a los productos o servicios que comercializan las empresas. De esta forma, las compañías entienden la importancia de fomentar el valor con el consumidor, de forma unida y personalizada (Pralhad y Ramaswamy, 2000 y 2004). En este aspecto, las

organizaciones proponen procesos externos de creación, innovación o desarrollo a sus diferentes públicos, alejados de los anteriores procesos de I+D, que estaban realizados únicamente dentro de la organización. Las empresas aplican ahora estrategias que les permiten integrar opciones y recursos con los consumidores del mercado, con otros agentes externos o con la sociedad, con el objetivo de obtener acciones de valor conjunto (Bettencourt, Lusch y Vargo, 2014). Por ello, las acciones de cocreación de valor son muy relevantes respecto a la transferencia de información y comunicación, integrando, gracias a ellas, recursos para generar un beneficio mutuo respecto a factores como capacidades, necesidades, conocimiento o técnicas (Ballantyne y Varey, 2008; Gummesson y Mele, 2010). Por ello, las organizaciones que buscan diferenciación respecto a sus competidores del mercado deberían aplicar sus estrategias hacia acciones de valor conjunto más personalizadas con el consumidor para poder obtener nuevos beneficios y procesos de interacción mucho más satisfactorios (Grönroos y Voima, 2013; Prahalad y Ramaswamy, 2004).

### **2.3. El consumidor como cocreador en el entorno online**

Con base en la importancia que adopta el consumidor en todo este proceso, cabe resaltar que aquel es un agente clave en la relación establecida entre la creación, el *marketing* y el consumo, ya que a través de sus aportaciones hacia los productos o servicios es capaz de crear valor autónomamente (Grönroos y Voima, 2013). De igual forma, el comportamiento altamente activo y participativo del consumidor actual posibilita las acciones de cocreación con las empresas (Yi y Gong, 2013), ya que la ▷

actitud para participar en la cocreación se conforma por diversos factores. Entre ellos se puede encontrar el grado de intención del usuario de participar en acciones de cocreación *online* (Constantinides, Brünink y Lorenzo-Romero, 2015) o incluso las diferentes dimensiones de experiencia de cocreación que puede obtener el usuario cocreador con este proceso (Verleye, 2015).

Varios estudios destacan la importancia de analizar el comportamiento del consumidor en los procesos de cocreación de valor (Vega, Revilla y Cossío, 2013; Yi y Gong, 2013). En mercados cada vez más cambiantes y competitivos, como el del sector textil, la participación activa de los consumidores con las marcas y los nuevos roles de los consumidores como cocreadores representan una ventaja diferencial para las empresas. Desde una perspectiva tradicional, el diseño o desarrollo de productos y servicios ha sido considerado un proceso interno dentro de las organizaciones. Sin embargo, esa configuración se ha transformado actualmente, otorgando al consumidor un rol más activo, apareciendo una tipología de consumidor-creador hacia los productos y servicios que compra o utiliza activamente (O'Hern y Rindfleisch, 2010). Según Ramaswamy y Guillard (2010), el nuevo concepto de consumidor se diferencia del concepto tradicional, ya que ahora existe un compromiso personal del individuo con el valor de la cocreación. Grönroos y Voima (2013) indican que los negocios actuales deben fundamentarse en las creaciones recíprocas de valor, dejando en un segundo plano el producto o el servicio en sí para enfocarse en las transmisiones de diálogo y de aportación conjunta a través de métodos de cocreación. Y para autores como Heinonen y Strandvik (2015), la clave de las acciones de cocreación de valor se encuentra en las intenciones, motivaciones y acciones de cada consumidor, así como en el valor que los

consumidores perciben y que posteriormente aportan. Respecto a los motivos por los que los individuos participan en comunidades *online* y en acciones de cocreación como las efectuadas en el sector textil, una de las principales investigaciones centradas en ello fue expuesta por los autores Wasko y Faraj (2000), indicando que existen factores motivadores que incitan a participar en acciones de cocreación, como el propio interés del usuario en desarrollar una actividad novedosa o su previa relación directa con una comunidad *online*. Otros autores expusieron de forma posterior (Ahearne, Bhattacharya y Gruen, 2005) que los consumidores se identifican con las empresas de forma personal, lo cual les proporciona querer participar, colaborar o aportar en este tipo de procesos. Desde otro enfoque más actual, Fuchs y Schreier (2011) indican que los consumidores tienen un amplio poder de decisión y son más proclives a este tipo de acciones comportamentales, gracias, también, a la gran interacción que ofrecen las empresas con el cliente. Autores como Füller, Hutter y Faullant (2011) destacaron la importancia de cómo los consumidores que participan en acciones de cocreación *online* perciben un mayor compromiso o *engagement* con las marcas, ya que a través de la participación en este tipo de acciones el consumidor asume un rol de poder definido por su experiencia individual, autodeterminación o eficacia que conduce hacia una mayor confianza sobre la marca concreta con la que realiza las acciones de cocreación.

#### **2.4. Experiencia del consumidor en cocreación textil**

Diversos autores (Hoyer, Chandy, Dorotic, Krafft y Singh, 2010; Nambisan y Baron, 2009; Verleye 2015) han planteado interesantes ▷



estudios sobre los factores motivacionales de los usuarios para participar en acciones de co-creación *online*, destacando la importancia motivacional de los individuos en este tipo de procesos. El sector textil es un claro reflejo de la imagen externa de cada individuo, por lo que las opiniones o sugerencias sobre las marcas o las tendencias de moda ganan relevancia en una esfera *online*, donde la información es compartida de forma muy amplia. Como señalan autores como Vallejo, Redondo y Acerete (2015), una práctica común en las empresas es incorporar, en sus propias plataformas de venta *online*, espacios donde los usuarios puedan compartir información sobre los productos y servicios ofertados para generar un boca-óído electrónico (eWom) entre consumidores. Esta información supone igualmente una relevante base de datos para las empresas del sector textil, ya que les permite poder configurar mejor las necesidades del mercado. Según exponen Del Olmo y Gascón (2014), las empresas del sector de la moda pueden aproximarse al cliente de una forma diferente gracias al entorno *online*, ofreciéndole alternativas para la creación y la difusión a través de herramientas colaborativas, donde en numerosas ocasiones el proceso ya no corresponde a la empresa en sí, sino que los consumidores son los que gestionan toda la información a través de espacios donde indicar sus opiniones o su grado de satisfacción personal con la marca textil. Los mismos autores indican que las empresas textiles involucran a los usuarios *online* consiguiendo que participen libremente en procesos de co-creación donde diseñan, comparten su experiencia, recomiendan o disuaden sobre las prendas del mercado. Exponen el ejemplo de la marca de calzado deportivo Munich, que ofrece a través de la aplicación Munich my Way la opción de diseño y posterior obtención del

producto. También, el ejemplo de plataformas como eYeka.com, donde las empresas pueden organizar iniciativas libres de co-creación *online* para los usuarios.

Respecto a las marcas españolas del sector textil y complementos que ofrecen la posibilidad de co-creación al usuario de forma *online*, podemos indicar que el Grupo Cadarso, a través de su marca WatxandCo, permite al usuario diseñar íntegramente y comprar de forma posterior un modelo de reloj. La empresa LACAMBRA ofrece la opción de un diseño personalizado por el usuario y de posterior compra de bolsos de piel, con multitud de opciones para su creación. La marca con producción madrileña Bálamor permite al usuario diseñar bailarinas de forma personalizada con amplia variedad de colores o diversos materiales; o la marca La Pajarera de Madera, con talleres en Salamanca y Zaragoza, ofrece la posibilidad de diseñar y comprar pajaritas de madera personalizadas. Igualmente, el diario español de información deportiva *Marca*, a través de un configurador instalado en su propia página web que contaba con acceso a redes sociales para su posterior publicación, facilitó a los usuarios la opción de diseñar una camiseta personalizada de cualquier equipo de Liga Española de Fútbol para la temporada 2016/17. Por ello, las acciones de co-creación contribuyen a la productividad y la eficiencia en las corporaciones, obteniendo de esta forma, aportaciones y esfuerzos de los consumidores a través de una participación activa y ampliamente colaborativa (Magnusson y Kristensson, 2003). Con base en la experiencia del consumidor, cuando interactúa con las empresas participando en este tipo de procesos colaborativos, resulta relevante destacar su importancia, guiando a las empresas hacia las estrategias que considera más apreciadas o hacia aquellas que serían ▷

deseadas por su parte gracias a su propia experiencia. Para Füller *et al.* (2011), la importancia de identificar experiencias creativas de los participantes durante concursos o acciones de creación genera una experiencia basada en el interés, en factores económicos o en la competencia y habilidad de cada usuario. Los consumidores manifiestan intenciones propias para participar o aportar en entornos digitales, lo cual ejerce una influencia directa sobre cómo será su experiencia posterior. También, factores como la actitud, la utilidad percibida o la intención de participación o aportación *online* son determinantes para decidir formar parte de acciones de participación (Casaló, Flavián y Guinalú, 2010), como en el caso de las acciones de cocreación textil.

La cocreación *online* supone una estrategia de innovación que contribuye de forma relevante a la experiencia del usuario, ya que el consumidor es capaz de realizar acciones de aportación entre diversos agentes y bajo diferentes perspectivas: diálogo continuo, acceso a la información, equilibrio riesgo/beneficio o transparencia de información (Prahalad y Ramaswamy, 2004). Autores como Hoyer *et al.* (2010) indican que las acciones de cocreación son una nueva perspectiva en relación al productor y al consumidor, ya que permiten la participación directa de los clientes en un marco de aportación de valor, pero enfocado después en su experiencia. La experiencia de cocreación de cada individuo dependerá de múltiples factores, como el grado de implicación del usuario, la valoración por parte de la marca durante la realización de la actividad, el beneficio percibido por participar, etcétera. Mientras las experiencias personales se enfocan normalmente en la observación, el aprendizaje o la participación en sucesos concretos que conectan al individuo con ese recuerdo, la

experiencia basada en los consumidores de un mercado como el de la industria textil contempla una perspectiva mucho más extensa y está condicionada por diversos factores. Algunos autores (Mathis, Kim, Uysal, Sirgy y Prebensen, 2016) indican, en relación a la experiencia de cocreación del individuo, que el concepto de experiencia del usuario en cocreación está en relación con diversas dimensiones que afectan al comportamiento, al bienestar subjetivo o a la lealtad. Otros autores (Prebensen, Kim y Uysal, 2016) identifican la experiencia en cocreación según la relación entre el valor, la participación y la satisfacción percibida, indicando que cuanto más alto sea el nivel de participación en la acción de cocreación, más fuerte será el vínculo entre experiencia y satisfacción percibidas, y viceversa. Para Verleye (2015), la experiencia de cocreación se basa en diferentes dimensiones que la guían (hedónica, cognitiva, social, personal, pragmática y económica) y que, por tanto, la plantean como un fenómeno multidimensional. Verleye (2015) expone que la experiencia de cocreación no solo está influenciada por el proceso de cocreación en sí, sino también por entornos próximos a la cocreación (tecnológicos, de interacción, etcétera). Esta perspectiva es aplicable de forma integral a la cocreación *online* en el sector textil. Para otros autores (Jaakkola, Helkkula y Aarikka-Stenroos, 2015), la experiencia de cocreación se conecta de forma directa con elementos externos como el valor, la sociabilidad en los actuales mercados o los métodos de medición para gestionar servicios y experiencias. Por otra parte, la experiencia del consumidor *online* también puede estar ampliamente condicionada por aspectos como el eWom, estableciendo intercambio de información a través de Internet sobre un producto o servicio que pertenece a una empresa (Chu y Kim, ▷

2011) o condicionando la percepción del consumidor *online* hacia productos o marcas textiles por la recepción de diversas opiniones, valoraciones o críticas por parte de la experiencia de otros usuarios. Igualmente, es una vía de comunicación para que el consumidor traslade su experiencia a otros usuarios, una vez la haya experimentado. En definitiva, la experiencia de los usuarios *online* con las acciones de cocreación es clave para establecer plataformas cada vez más innovadoras y efectivas (Kohler, Fueller, Matzler y Stieger, 2011).

### 3. Conclusiones

A través de la revisión bibliográfica expuesta en este trabajo se pretende identificar la importancia que suponen las acciones de cocreación *online* en el sector textil y en la industria de la moda, como ámbitos de creación, innovación y desarrollo. La evolución del sector textil en España deriva de forma progresiva hacia estrategias *online* más centradas en la participación conjunta entre clientes y marcas textiles. La importancia de poder utilizar herramientas *online*, capaces de interactuar con los consumidores de moda de forma personalizada, permite a las empresas textiles obtener valiosa información sobre preferencias de consumo, necesidades, opiniones o sugerencias del mercado. A través de las acciones de cocreación *online* en moda es posible redirigir la creación o configuración de los productos textiles de una forma más amplia, innovadora y externalizada, contando con la participación activa de los consumidores y aportando valor de forma conjunta entre marcas y consumidores. Las empresas del sector textil en España aplican ya, en los procesos de creación de muchos productos, acciones de cocreación o

participación con sus clientes que les aportan relevantes beneficios respecto a futuros planteamientos empresariales. De igual forma, los consumidores obtienen diversos grados de experiencia gracias a su participación en acciones de cocreación *online* en el sector textil, la cual puede estar motivada por diferentes factores, como el intercambio social, el aprendizaje, la interacción con la marca textil o la recompensa económica. Además, los actuales consumidores *online* en el sector de la moda desempeñan un papel mucho más activo y decisivo, siendo agentes altamente influyentes y compartiendo su propia experiencia de cocreación *online* con otros consumidores o sus preferencias u opiniones sobre marcas y productos textiles, basadas en enfoques de participación activa a través de Internet.

### Bibliografía

- [1] AHEARNE, M.; BHATTACHARYA, C.B. y GRUEN, T. (2005). «Antecedents and Consequences of Customer–Company Identification: Expanding the Role of Relationship Marketing». *Journal of Applied Psychology*, vol. 90, n.º 3, pp. 574-585.
- [2] BALLANTYNE, D. y VAREY, R.J. (2008). «The service-dominant logic and the future of Marketing». *Journal of the Academy of Marketing Science*, vol. 36, n.º1, pp. 11-14.
- [3] BASON, C. (2010). *Leading Public Sector Innovation: co-creating for a better society*. Bristol, UK: The Policy Press Editorial.
- [4] BETTENCOURT, L.A.; LUSCH, R.F. y VARGO, S.L. (2014). «A service lens on value creation: Marketing's role in achieving strategic advantage». *California Management Review*, vol. 57, n.º 1, pp. 44-66.
- [5] BLÁZQUEZ, M. (2014). «Fashion shopping in multichannel retail: The role of technology in enhancing the customer experience». *International Journal of Electronic Commerce*, vol. 18, n.º 4, pp. 97-116. ▷

- [6] CARLSON, J.; O'CASS, A. y AHRHOLDT, D. (2015). «Assessing customers' perceived value of the online channel of multichannel retailers: A two country examination». *Journal of Retailing and Consumer Services*, n.º 27, pp. 90-102.
- [7] CASALÓ, L. V.; FLAVIÁN, C. y GUINALÍU, M. (2010). «Determinants of the intention to participate in firm-hosted online travel communities and effects on consumer behavioural intentions». *Tourism Management*, vol. 31, n.º 6, pp. 898-911.
- [8] CONSTANTINIDES, E.; BRÜNINK, L.A. y LORENZO-ROMERO, L.A. (2015). «Customer motives and benefits for participating in online co-creation activities». *Internet Marketing and Advertising*, vol. 9, n.º 1, pp. 21-47.
- [9] CHAE, H. y KO, E. (2016). «Customer social participation in the social networking services and its impact upon the customer equity of global fashion brands». *Journal of Business Research*, vol. 69, n.º 9, pp. 3804-3812.
- [10] CHAE, H.; KO, E. y HAN, J. (2015). «How do customers' SNS participation activities impact on customer equity drivers and customer loyalty? Focus on the SNS services of a global SPA brand». *Journal of Global Scholars of Marketing Science*, vol. 25, n.º 2, pp. 122-141.
- [11] CHEN, Y.; SHANG, R. y KAO, CH. (2009). The effects of information overload on consumers' subjective state towards buying decision in the internet shopping environment. *Electronic Commerce Research and Applications*, vol. 8, n.º 1, pp. 48-58.
- [12] CHU, S.C. y KIM, Y. (2011). «Determinants of consumer engagement in electronic word-of-mouth (eWOM) in social networking sites». *International Journal of Advertising*, vol. 30, n.º 1, pp. 47-75.
- [13] CNMC (2018). *Ventas online de moda en España entre 2012-2017*. Disponible en: [https://www.modaes.es/files/000\\_2016/0001publicaciones/pdfs/informe\\_ecommerce\\_2018.pdf](https://www.modaes.es/files/000_2016/0001publicaciones/pdfs/informe_ecommerce_2018.pdf) [Recuperado: 2018, 28 de marzo].
- [14] DAMANPOUR, F. y GOPALAKRISHNAN, S. (2001). «The dynamics of the adoption of products and process innovations in organizations». *Journal of Management Studies*, n.º 38, pp. 45-65.
- [15] DEL OLMO, J.L. y GASCÓN, J.F.F. (2014). *Marketing digital en la moda*. Navarra: Ediciones Universidad de Navarra.
- [16] DEL PINO, C.; GALÁN, E.; CASTELLÓ, A. y RAMOS, I. (2014). «Twitter como canal de comunicación corporativa y publicitaria». *Communication & Society*, n.º 27, pp. 21-54.
- [17] EROGLU, S.; MACHLEIT, K. y DAVIS, L. (2003). «Empirical testing of a model of online store atmospherics and shopper responses». *Psychology & Marketing*, vol. 20, n.º 2, pp. 139-150.
- [18] FUCHS, C. y SCHREIER, M. (2011). «Customer Empowerment in New Product Development». *Journal of Product Innovation Management*, n.º 28, pp. 17-32.
- [19] FÜLLER, J.; HUTTER, K. y FAULLANT, R. (2011). «Why co-creation experience matters? Creative experience and its impact on the quantity and quality of creative contributions». *R&D Management*, vol. 41, n.º 3, pp. 259-273.
- [20] GAMBETTI, R. C. y GRAFFIGNA, G. (2011). *The concept of engagement. A systematic analysis of the ongoing marketing*. Madrid: Editorial Debate.
- [21] GOODMAN, S. y REMAUD, H. (2015). «Store choice: How understanding consumer choice of where to shop may assist the small retailer». *Journal of Retailing and Consumer Services*, n.º 23, pp. 118-124.
- [22] GRANATA, F. (2012). «Fashion Studies In-between: A Methodological Case Study and an Inquiry into the State of Fashion Studies». *Fashion Theory*, vol. 16, n.º 1, pp. 67-82.
- [23] GRÖNROOS, C.; STRANDVIK, T. y HEINONEN, K. (2015). «Value Co-Creation: Critical Reflections». *The Nordic School: Service Marketing and Management for the Future, Hanken: School of Economics*, pp. 69-81.
- [24] GRÖNROOS, C. y VOIMA, P. (2013). «Critical service logic: making sense of value creation and co-creation». *Journal of the Academy of Marketing Science*, vol. 41, n.º 2, pp. 133-150.
- [25] GRUNER, R.L.; HOMBURG, C. y LUKAS, B.A. (2014). «Firm-hosted online brand communities and new product success». *Journal of the Academy of Marketing Science*, vol. 42, n.º 1, pp. 29-48.
- [26] GUMMESSON, E. y MELE, C. (2010). «Marketing as Value Co-creation through Network

- Interaction and Resource Integration». *Journal of Business Market Management*, vol. 4, n.º 4, pp. 181-198.
- [27] HEINONEN, K. y STRANDVIK, T. (2015). «Customer-dominant logic: foundations and implications». *Journal of Services Marketing*, vol. 29, n.º 6, pp. 472-484.
- [28] HINZ, O.; SKIERA, B.; BARROT, C. y BECKER, J.U. (2011). «Seeding strategies for viral marketing: an empirical comparison». *Journal of Marketing*, vol. 75, n.º 6, pp. 55-71.
- [29] HOLLEBEEK, L. D. (2011). «Demystifying customer brand engagement: exploring the loyalty nexus». *Journal of Marketing Management*, vol. 27, n.º 7-8, pp. 785-807.
- [30] HOSANY, S. y WITMAN, M. (2010). «Dimensions of Cruisers Experiences. Satisfaction and Intention to Recommend». *Journal of Travel Research*, n.º 49, pp. 351-364.
- [31] HOYER, W.; CHANDY, R.; DOROTIC, M.; KRAFFT, M. y SINGH, S.S. (2010). «Consumer Cocreation in New Product Development». *Journal of Service Research*, n.º 13, n.º 3, pp. 283-296.
- [32] HU, H.H.; LIN, J.; QIAN, Y. y SUN, J. (2018). «Strategies for new product diffusion: Whom and how to target?». *Journal of Business Research*, n.º 83, pp. 111-119.
- [33] HULL, F. (2004). «Innovation strategy and the impact of a composite model of service product development on performance». *Journal of Service Research*, vol. 7, n.º 2, pp. 167-180.
- [34] IAB SPAIN (2017). *Estudio anual sobre e-Commerce 2017*. Elaborado por IAB Spain y Elogia. Disponible en: [https://iabspain.es/wp-content/uploads/estudio-ecommerce-iab-2017\\_vpublica.pdf](https://iabspain.es/wp-content/uploads/estudio-ecommerce-iab-2017_vpublica.pdf) [Recuperado: 2018, 3 de marzo].
- [35] IM, S.; MONTOYA, M. y WORKMAN, J. (2012). «Antecedents and consequences of creativity in product innovation teams». *Journal of Product Innovation Management*, vol. 30, n.º 1, pp. 170-185.
- [36] IND, N. y COATES, N. (2013). «The meanings of co-creation». *European Business Review*, vol. 25, n.º 1, pp. 86-95.
- [37] INFORME DE LA MODA ONLINE EN ESPAÑA (2018). Elaborado por moda.es, Kantar Worldpanel y commerce cloud. Disponible en: [https://www.modaes.es/files/000\\_2016/0001publicaciones/pdfs/informe\\_ecommerce\\_2018.pdf](https://www.modaes.es/files/000_2016/0001publicaciones/pdfs/informe_ecommerce_2018.pdf) [Recuperado: 2018, 15 de abril].
- [38] JAAKKOLA, E.; HELKKULA, A. y AARIKKA-STENROOS, L. (2015). «Service experience co-creation: conceptualization, implications, and future research directions». *Journal of Service Management*, vol. 26, n.º 2, pp. 182-205.
- [39] JACKSON, T. y SHAW, D. (2006). *The Fashion Handbook*. Londres y Nueva York: Routledge.
- [40] KASOF, J. (1995). «Explaining creativity: The attributional perspective». *Creativity Research Journal*, vol. 8, n.º 4, pp. 311-366.
- [41] KIM, A.J. y KO, E. (2012). «Do social media marketing activities enhance customer equity? An empirical study of luxury fashion brand». *Journal of Business Research*, vol. 65, n.º 10, pp. 1480-1486.
- [42] KOHLER, T.; FUELLER, J.; MATZLER, K. y STIEGER, D. (2011). «Co-creation in Virtual Worlds: The Design of the User Experience». *MIS Quarterly*, vol. 35, n.º 3, pp. 773-788.
- [43] KURUK, C. (2008). «Fashion as Communication: a Semiotic Analysis of Fashion on Sex and the City». *Semiotica*, vol. 171, n.º 1, pp. 193-214.
- [44] LEEFLANG, P.S.; VERHOEF, P.C.; DAHLSTRÖM, P. y FREUNDT, T. (2014). «Challenges and solutions for marketing in a digital era». *European Management Journal*, vol. 32, n.º 1, pp. 1-12.
- [45] LEMON, K.N. y VERHOEF, P.C. (2016). «Understanding customer experience throughout the customer journey». *Journal of Marketing*, vol. 80, n.º 6, pp. 69-96.
- [46] LLORENTE, C.; BARTOLOMÉ, A. y NAVARRO, E. (2013). «Eficacia publicitaria en redes sociales: el caso de Mango en Facebook España». *Questiones Publicitarias*, vol. 1, n.º 18, pp. 93-110.
- [47] MAGNUSSON, P.R.; MATTHING, J. y KRISTENSSON, P. (2003). «Managing user involvement in service innovation: Experiments with innovating end users». *Journal of Service Research*, vol. 6, n.º 2, pp. 111-124.
- [48] MARUYAMA, M. y WU, L. (2014). «Multiple store patronage: the effects of store characteristics». *Journal of Retailing and Consumer Services*, vol. 21, n.º 4, pp. 601-609. ▷

- [49] MATHIS, E.F.; KIM, H.L.; UYSAL, M.; SIRGY, J.M. y PREBENSEN, N.K. (2016). «The effect of co-creation experience on outcome variable». *Annals of Tourism Research*, n.º 57, pp. 62-75.
- [50] McNEIL, P. (2010). «Conference Report: The Future of Fashion Studies». *Fashion Theory*, vol. 14, n.º 1, pp. 105-110.
- [51] NAMBIAN, S. y BARON, R.A. (2009). «Virtual Customer Environments: Testing a Model of Voluntary Participation in Value Co-creation». *Journal of Product Innovation Management*, n.º 26, pp. 388-406.
- [52] NARANJO-VALENCIA, J.C.; JIMÉNEZ-JIMÉNEZ, D. y SANZ-VALLE, R. (2016). «Studying the links between organizational culture, innovation, and performance in Spanish companies». *Revista Latinoamericana de Psicología*, vol. 48, n.º 1, pp. 30-41.
- [53] NEGHINA, C.; CANIÉLS, M.; BLOEMER, J. y VAN BIRGELEN, M. (2015). «Value co-creation in service interactions Dimensions and antecedents». *Marketing Theory*, vol. 15, n.º 2, pp. 221-242.
- [54] O'HERN, M.S. y RINDFLEISCH, A. (2010). «Customer co-creation». *Review of Marketing Research*, n.º 6, pp. 84-106.
- [55] ORDANINI, A.; MICELI, L.; PIZZETTI, M. y PARASURAMAN, A. (2011). «Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms». *Journal of Service Management*, vol. 11, n.º 3, pp. 443-470.
- [56] PAYNE, A.F.; STORBACKA, K. y FROW, P. (2008). Managing the co-creation of value. *Journal of the Academy of Marketing Science*, vol. 36, n.º 1, pp. 83-96.
- [57] PEREIRA, P.A.; GARCÍA I.; GONZÁLEZ, Z.F. y CONTRERAS-ESPINOSA, R.S. (2014). «The importance of Facebook as an online social networking tool for companies». *International Journal of Accounting and Information Management*, vol. 22, n.º 4, pp. 295-320.
- [58] PRAHALAD, C.K. y RAMASWAMY, V. (2000). «Co-opting customer competence». *Harvard Business Review*, vol. 78, n.º 1, pp. 79-87.
- [59] PRAHALAD, C.K. y RAMASWAMY, V. (2004). «Co-creation experiences: The next practice in value creation». *Journal of Interactive Marketing*, vol. 18, n.º 3, pp. 5-14.
- [60] PREBENSEN, N.K.; KIM, H. y UYSAL, M. (2016). «Cocreation as moderator between the experience value and satisfaction relationship. *Journal of Travel Research*, vol. 55, n.º 7, pp. 934-945.
- [61] RAMASWAMY, V. y GOUILLART, F. J. (2010). *The power of co-creation: Build it with them to boost growth, productivity, and profits*. Nueva York: Simon and Schuster Editorial.
- [62] ROSER, T.; DEFILLIPPI, R. y SAMSON, A. (2013). «Managing your co-creation mix: co-creation ventures in distinctive contexts». *European Business Review*, vol. 25, n.º 1, pp. 20-41.
- [63] RUBERA, G.; ORDANINI, A. y MAZURSKY, D. (2010). «Toward a contingency view of new product creativity: Assessing the interactive effects of consumers' characteristics». *Marketing Letters*, vol. 21, n.º 2, pp. 191-206.
- [64] SAARIJÄRVI, H.; KANNAN, P. y KUUSELA, H. (2013). «Value co-creation: theoretical approaches and practical implications». *European Business Review*, vol. 25, n.º 1, pp. 6-19.
- [65] SÁDABA, T. y SAN MIGUEL, P. (2014). «Revisión de los influencers en moda con la aparición de Internet: estudio del caso español a través de Stylelovely.com. Re-defining Fashion Influentials in the Internet Age: a Spanish Case-Study based». *Revista de Comunicación*, vol. 13, n.º 61, pp. 60-83.
- [66] SÁNCHEZ, J.A.L.; MIERES, C.G. y VIJANDE, M.L.S. (2013). «Innovación de servicio y co-creación con los clientes de la empresa: efectos sobre los resultados». *Revista Española de Investigación en Marketing ESIC*, vol. 17, n.º 2, pp. 79-102.
- [67] SAWHNEY, M.; VERONA, G. y PRANDELLI, E. (2005). «Collaborating to create: The internet as a platform for customer engagement in product innovation». *Journal of Interactive Marketing*, vol. 19, n.º 4, pp. 4-17.
- [68] SICILIA, M. y RUIZ, S. (2010). The effects of the amount of information on cognitive responses in online purchasing tasks. *Electronic Commerce Research and Applications*, vol. 9, n.º 2, pp. 183-191.
- [69] TORREGROSA, M.; NOGUERA, M.; SÁNCHEZ-BLANCO, C. y DEL RÍO, J. (2014). «La moda en España ante la convergencia de Bolonia. Un estudio desde la perspectiva de la comunicación». *Sphera Publica*, vol. 1, n.º 14, pp. 124-141. ▷

- [70] TSEËLON, E. (2010). «Outlining a Fashion Studies Project». *Critical Studies in Fashion and Beauty*, vol. 1, n.º 1, pp. 3-53.
- [71] TSIOTSOU, R. y RATTEN, V. (2010). «Future research directions in tourism Marketing». *Marketing Intelligence and Planning*, vol. 28, n.º 4, pp. 533-544.
- [72] VALLEJO, J.; REDONDO, Y. y ACERETE, A. (2015). «Las características del boca-oído electrónico y su influencia en la intención de compra online. «Electronic word-of-mouth (eWom) characteristics and his influence in online repurchase intention». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, n.º 24, pp. 61-75.
- [73] VARADARAJAN, R. y YADAV, M. (2005). «Understanding product migration to the electronic marketplace: A conceptual framework». *Journal of Retailing*, vol. 81, n.º 2, pp. 125-140.
- [74] VARGO, S.L. y LUSCH, R.F. (2004). «Evolving to a new dominant logic for marketing». *Journal of Marketing*, vol. 68, n.º 1, pp. 1-17.
- [75] VARGO, S.L. y LUSCH, R.F. (2011). «It's all B2B... and beyond: Toward a systems perspective of the market». *Industrial Marketing Management*, vol. 40, n.º 2, pp. 181-187.
- [76] VEGA, M.; REVILLA, M. y COSSÍO, F. (2013). «The value co-creation process as a determinant of customer satisfaction». *Management Decision*, vol. 51, n.º 19, pp. 1945-1953.
- [77] VERLEYE, K. (2015). «The co-creation experience from the customer perspective: its measurement and determinants». *Journal of Service Management*, vol. 26, n.º 2, pp. 321-342.
- [78] VON HIPPEL, E. (2005). *Democratizing Innovation*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press Editorial.
- [79] WASKO, M.M. y FARAJ, S. (2000). «It is What One Does: Why People Participate and Help Others in Electronic Communities of Practice». *Journal of Strategic Information Systems*, vol. 9, n.º 2-3, pp. 155-173.
- [80] YI, Y. y GONG, T. (2013). «Customer value co-creation behaviour: scale development and validation». *Journal of Business Research*, vol. 66, n.º 9, pp. 1279-1284.

## SUSCRIPCIÓN ANUAL

BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (12 NÚMEROS)			
	ESPAÑA 1 año	UNIÓN EUROPEA 1 año	RESTO DEL MUNDO 1 año
<b>SUSCRIPCIÓN</b>	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 €		
<b>TOTAL</b>	<b>73,59 €</b>	<b>109,36 €</b>	<b>115,00 €</b>

## EJEMPLARES SUELTOS

BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar	RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar
<b>NÚMERO SUELTO</b>	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 €		
<b>TOTAL</b>	<b>7,78 €</b>	<b>11,03 €</b>	<b>11,50 €</b>
BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar	RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar
<b>NÚMERO SUELTO EXTRAORDINARIO</b>	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 €		
<b>TOTAL</b>	<b>12,98 €</b>	<b>17,03 €</b>	<b>17,50 €</b>

### DATOS

Nombre y apellidos .....

Empresa .....

Domicilio .....

D.P. .... Población .....

N.I.F. ....

Teléf. .... Fax. ....

Email .....

### DATOS DEL EDITOR:

**NIF:S2800568D**  
**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**



SUBSECRETARÍA  
SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA  
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE  
ESTUDIOS, INFORMACIÓN Y PUBLICACIONES

### Suscripciones y ventas por correspondencia:

Paseo de la Castellana, 162 8ª Planta 28046 Madrid. Teléfono 91 603 79 93 / 97

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo  
[distribucionpublicaciones@mineco.es](mailto:distribucionpublicaciones@mineco.es)



## 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](http://www.revistasICE.com)



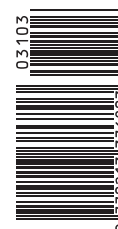
## ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



BOLETÍN ECONÓMICO

# ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL  
ESPAÑOLA



• 7 €+IVA



GOBIERNO  
DE ESPAÑA

MINISTERIO  
DE INDUSTRIA, COMERCIO  
Y TURISMO