

## Cuadernos de Información Económica

Informe Draghi  
y la economía  
española

Salvar a Europa:  
Plan Draghi

Trump: política  
comercial e inversión

Préstamo bancario  
y tamaño  
de las empresas

Inteligencia artificial  
y el cliente bancario

Coste financiero  
y recomposición  
del ahorro

Empresas  
constructoras  
y rendimiento  
agregado

Bancaseguro  
en España

# La economía europea busca su sitio



**Director**

Francisco Rodríguez Fernández

**Consejo de redacción**

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

Cuadernos de Información  
Económica no se solidariza  
necesariamente con las opiniones,  
juicios y previsiones expresadas  
por los autores de los artículos  
incluidos en la publicación, ni  
avala los datos que estos, bajo su  
responsabilidad, aportan.

**Patronato****Presidente**

Isidro Fainé Casas

**Vicepresidente**

José María Méndez Álvarez-Cedrón

**Secretario**

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

**Edita:**

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

**Impresión:**

Cecabank

**Depósito Legal:**

M-402 - 1987

**ISSN edición impresa:**

1132 - 9386

**ISSN edición digital:**

2254-3422

**© Funcas**

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

# 304

enero-febrero 2025

(nueva época)

## Cuadernos de Información Económica





**Pág. V**

Carta de la redacción

## FUTURO ECONÓMICO DE EUROPA Y CONTEXTO GEOPOLÍTICO



**01**

**Pág. 8**

El Informe Draghi y la economía española

**Raymond Torres y Miguel Ángel González Simón**



**02**

**Pág. 20**

¿Puede el Plan Draghi salvar a Europa?

**José Ramón Díez Guijarro**



**03**

**Pág. 32**

Trump, comercio e inversión

**Erik Jones**

## RETOS DEL SECTOR BANCARIO Y FINANCIERO



**04**

**Pág. 42**

Inteligencia artificial en banca: la visión del cliente

**Santiago Carbó Valverde, Pedro Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández**



**05**

**Pág. 52**

La accesibilidad de las empresas al préstamo bancario: ¿cuánto importa el tamaño?

**Joaquín Maudos**



**06**

**Pág. 62**

Claves de la gestión con tipos a la baja: coste financiero y recomposición del ahorro

**Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez**

## ANÁLISIS SECTORIALES



**07**

**Pág. 70**

Debilidad en el rendimiento agregado de las empresas constructoras: a la baja productividad se une la falta de capital humano

**María José Moral**



**08**

**Pág. 80**

Reciente evolución del negocio de bancaseguro en España

**Daniel Manzano**



# Carta de la Redacción

Cuenta la mitología griega que Europa, hija de Agenor, fue seducida por Zeus, quien adoptó la forma de un toro para llevarla a nuevas tierras, donde se convertiría en la reina de Creta. Aquel viaje, plagado de incertidumbres y destinos inesperados, simboliza el tránsito hacia lo desconocido, la promesa de algo nuevo y transformador. Hoy, el continente que lleva su nombre enfrenta desafíos que evocan ese mismo espíritu de aventura y transformación. Europa, arrastrada por fuerzas económicas, políticas y sociales, debe decidir cómo forjar su futuro en un contexto de desafíos estructurales y tensiones globales. Se enfrenta a la necesidad urgente de replantear su modelo económico. Las tensiones geopolíticas, el cambio climático y las desigualdades internas exigen soluciones audaces que prioricen el realismo, la productividad, la sostenibilidad y la cohesión social. Este número de *Cuadernos de Información Económica* aborda algunas de las grandes preguntas en este complicado contexto: ¿puede Europa liderar la transición hacia un modelo más autónomo y competitivo? ¿cómo deben adaptarse sus sectores estratégicos para responder a los cambios tecnológicos, financieros y sociales? Con un enfoque que combina el análisis macroeconómico y la reflexión sectorial, los autores de este número exploran cómo las decisiones actuales pueden definir el futuro económico de nuestro continente, así como otros análisis centrados en retos específicos de la economía española.

El número comienza con la contribución de RAYMOND TORRES y MIGUEL ÁNGEL GONZÁLEZ SIMÓN en su artículo titulado "El Informe Draghi y la economía española". Los autores examinan el diagnóstico del Informe Draghi,

que identifica déficits estructurales como la baja productividad y la fragmentación del mercado europeo. Destacan la necesidad de políticas que promuevan la integración económica y movilicen los recursos europeos hacia proyectos productivos en sectores estratégicos. Desde la perspectiva española, subrayan cómo estas medidas podrían mejorar la competitividad de la economía al reducir las desigualdades territoriales y fomentar un crecimiento más sostenible. Además, los autores reflexionan sobre los retos políticos que podría enfrentar su implementación, especialmente en un contexto de crecientes tensiones entre los Estados miembros y las instituciones comunitarias.

En "¿Puede el Plan Draghi salvar a Europa?", JOSÉ RAMÓN DÍEZ GUIJARRO analiza las propuestas clave del informe, que incluyen una mayor autonomía estratégica, la descarbonización de la economía y el impulso a la productividad. Plantea que el éxito de este plan dependerá de la voluntad política de superar los obstáculos que históricamente han frenado los avances en la integración europea. El autor enfatiza que, aunque el plan establece una hoja de ruta clara, su ejecución enfrenta barreras importantes, como la limitada capacidad fiscal de algunos países y la fragmentación en la toma de decisiones. Además, reflexiona sobre cómo una implementación asimétrica podría ser la solución más realista para avanzar en la dirección correcta sin sacrificar el consenso político necesario.

ERIK JONES, en su artículo "Trump, comercio e inversión", aborda el impacto de las políticas comerciales de la Administración Trump en

las relaciones transatlánticas. El autor examina cómo el uso de aranceles y medidas proteccionistas ha alterado el equilibrio económico entre Europa y Estados Unidos, y cómo la Unión Europea podría responder a estas tensiones fortaleciendo su autonomía estratégica. Propone que Europa utilice esta oportunidad para negociar acuerdos que reduzcan su dependencia en sectores como el energético y el militar, al tiempo que adopta un enfoque más proactivo en la definición de sus prioridades comerciales. Jones argumenta que estas decisiones no solo mejorarían las relaciones transatlánticas, sino que también reforzarían la competitividad europea en un entorno global marcado por crecientes rivalidades económicas.

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS y FRANCISCO RODRÍGUEZ, en "Inteligencia artificial en banca: la visión del cliente", analizan cómo la digitalización y la inteligencia artificial están transformando la relación cliente-banco. Los autores destacan las ventajas que estas tecnologías ofrecen en términos de personalización, eficiencia operativa y seguridad. Sin embargo, también advierten sobre los retos asociados, como la gestión ética de datos y la creciente preocupación por la privacidad. El artículo subraya la importancia de encontrar un equilibrio entre la innovación y la confianza, integrando la IA de manera transparente y responsable. A través de un análisis basado en encuestas representativas, los autores exploran cómo las distintas generaciones de clientes perciben estas transformaciones y qué estrategias podrían adoptar las entidades bancarias para satisfacer sus expectativas en un ecosistema financiero cada vez más complejo.

JOAQUÍN MAUDOS, en "La accesibilidad de las empresas al préstamo bancario: ¿cuánto importa el tamaño?", aborda cómo las empresas pequeñas enfrentan mayores costes de financiación que las

grandes, una dinámica comúnmente atribuida a la asimetría de información. Sin embargo, el autor muestra cómo en España esta brecha es significativamente menor que en otros países europeos, gracias a un entorno bancario más competitivo. Analiza las diferencias entre tipos de interés según el tamaño del préstamo y destaca cómo las políticas de apoyo al crédito han jugado un papel crucial en reducir estas disparidades. Este artículo ofrece una perspectiva optimista sobre el papel del sistema bancario español en facilitar la inversión empresarial y, por ende, el crecimiento económico.

En "Claves de la gestión con tipos a la baja: coste financiero y recomposición del ahorro", MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y MARÍA RODRÍGUEZ examinan las estrategias de las entidades bancarias en un entorno de tipos reducidos. Los autores analizan cómo la caída en la remuneración de los depósitos ha alterado las decisiones de ahorro de los hogares, empujándolos hacia inversiones alternativas como los fondos de renta fija. También reflexionan sobre las implicaciones para las entidades financieras, que deben ajustar sus estructuras de costes y buscar nuevas formas de captar y retener clientes en un mercado cada vez más competitivo. Este artículo aporta una visión detallada de las tendencias actuales en el sistema financiero español y europeo.

MARÍA JOSÉ MORAL, en "Debilidad en el rendimiento agregado de las empresas constructoras: a la baja productividad se une la falta de capital humano", analiza los problemas estructurales del sector de la construcción en España. A pesar de los avances recientes gracias a los fondos *Next Generation*, el sector sigue enfrentando desafíos significativos, como la falta de mano de obra cualificada y la baja adopción de tecnologías avanzadas. La autora argumenta que, sin abordar estas cuestiones, el sector no podrá consolidar su recuperación ni contribuir eficazmente

a la expansión de la oferta de vivienda, un objetivo clave en el contexto actual de presión sobre los precios inmobiliarios.

Por último, DANIEL MANZANO cierra este número con su artículo "Reciente evolución del negocio de bancaseguro en España". El autor ofrece un análisis exhaustivo del papel de la banca en el sector asegurador, destacando cómo ha consolidado su posición dominante en el

ramo de vida gracias a su capilaridad y enfoque estratégico. Manzano examina las tendencias recientes en el sector, como la creciente colaboración entre bancos y aseguradoras especializadas, y reflexiona sobre cómo estos modelos de negocio están redefiniendo el panorama competitivo. Además, pone de relieve la importancia del negocio de seguros para la rentabilidad de las entidades bancarias en un entorno marcado por márgenes de interés más ajustados.

# 01

**Raymond Torres y Miguel Ángel González Simón**  
Funcas



## El informe Draghi y la economía española

Ante el riesgo de declive estructural de la economía europea, el informe de Mario Draghi sobre competitividad propone dos soluciones complementarias: la puesta en marcha de una política económica mancomunada con estímulos a la inversión pública, y la profundización del mercado único. Ambas son relevantes para España, si bien la segunda es la que más beneficios aportaría a corto plazo –y la más factible, dado el estado de las finanzas públicas en buena parte de la UE–. Uno, porque el déficit de inversión español procede del sector privado y del débil multiplicador de la inversión pública sobre la privada. Dos, porque la pérdida de terreno en los mercados globales, especialmente los tecnológicos, se compensa en el caso de España gracias a una importante mejora de la posición competitiva en el seno de la UE, impulsada por el abaratamiento relativo de los costes energéticos. Una mayor integración movilizaría el ahorro europeo hacia el tejido productivo español. El mayor riesgo es la fragmentación entre socios comunitarios ante la escalada proteccionista en ciernes.

## Introducción

El débil comportamiento de la economía europea, tanto en términos históricos como en comparación con las otras grandes potencias mundiales, ha dado lugar a un debate acerca de las causas del declive y las soluciones posibles. En este contexto, el informe sobre la competitividad europea preparado por Mario Draghi a petición de la presidencia de la Comisión Europea aporta un diagnóstico exhaustivo (Comisión Europea, 2024). El informe pone de manifiesto como principales escollos, el déficit de inversión y el retraso en materia de innovación y de avance tecnológico. A partir del diagnóstico, el expresidente del Banco Central Europeo aboga por una inflexión de la política económica europea, combinando medidas destinadas a desatascar la inversión, una profundización de la integración europea y reformas estructurales. En caso de que se mantenga el *statu quo*, la Unión Europea (UE) se enfrentaría a un riesgo existencial.

El principal objetivo del presente artículo es examinar la relevancia del informe para la economía española, partiendo de la singularidad de su situación con respecto al resto de Europa. Si bien el diagnóstico de fondo de Draghi es compartido en Bruselas a grandes rasgos, la economía española presenta peculiaridades importantes que apuntan a la necesidad de priorizar las recomendaciones del informe.

## El diagnóstico de Draghi

El análisis parte de la constatación de un contexto de transformación acelerada, como consecuencia de la disrupción tecnológica que suponen la digitalización y el despliegue de la inteligencia artificial, el cambio climático, y la reconfiguración de la globalización, con su corolario de *shocks* energéticos y comerciales,

particularmente en el periodo pospandemia. En este entorno, exacerbado por el envejecimiento poblacional, la UE se enfrenta a grandes dificultades de adaptación.

En las últimas décadas, y particularmente desde la crisis financiera, el crecimiento económico de la UE ha sido reducido en comparación con las otras grandes potencias. En 2023, la diferencia con EE. UU. de PIB real ajustado por paridad de poder adquisitivo se situó en un -12 %, frente a +4 % veinte años antes. Durante el mismo periodo, China se ha acercado a gran velocidad al nivel de vida que prevalece en Europa.

Según el informe, alrededor del 70 % de la divergencia de PIB per cápita en relación con el otro lado del Atlántico se explica por el diferencial de productividad. El 30 % restante se debe al déficit de población activa, siendo este un problema que se agravará habida cuenta de las perspectivas demográficas europeas.

La causa fundamental de que la productividad sea baja es el déficit de inversión en la UE, por lo que el banquero central italiano resalta la necesidad de incrementarla en torno a 800.000 millones de euros cada año, es decir, cinco puntos porcentuales del PIB anual de la UE. Por comparación: el Plan Marshall incrementó la inversión aproximadamente entre el 1 % y el 2 % del PIB anual.

Frente a la magnitud del esfuerzo de inversión que habría que realizar, el informe considera que Europa dispone una capacidad de financiación abundante. La tasa de ahorro de los hogares es elevada, al menos en comparación con la de Estados Unidos, al tiempo que persiste un importante superávit de cuenta corriente, que evidencia la situación de excedente de ahorro que sigue prevaleciendo. El camino pasa por movilizar ese excedente de ahorro, que ahora se exporta hacia

países terceros, especialmente EE. UU., en lugar de destinarse a proyectos europeos.

Existen diversos factores que motivan esta salida de fondos. El primero es la fragmentación de los mercados de capitales y su infraprovisión. En consecuencia, se aboga por la creación del Mercado Único de Capitales, que permita canalizar estos recursos hacia proyectos estratégicos. Se recomienda, entre otras iniciativas, la creación de un único regulador del mercado, que podría ser la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y la homogeneización de la regulación.

Otro condicionante atañe a la elevada dependencia de la financiación bancaria. Los bancos europeos se enfrentan a una estricta regulación y tienen unos costes más elevados y una menor escala que sus homólogos estadounidenses, lo que limita su capacidad de asumir los riesgos asociados a proyectos de innovación a gran escala. Por ello, se recomienda mejorar la capacidad financiera del sector bancario mediante el desarrollo de un mercado de valores único y completando la unión bancaria.

El reducido tamaño de las empresas europeas como consecuencia directa de la fragmentación del mercado único constituye un obstáculo adicional. La profundización de la integración de los mercados de bienes, servicios, personas y capitales resulta esencial para el fomento de la inversión en la UE, ya que ampliaría los límites de crecimiento de las empresas e incentivaría la innovación.

Finalmente, el informe aboga por un esfuerzo adicional de inversión pública, a ser posible de

forma mancomunada en el marco de una estrategia industrial. El análisis apunta a la relativa ineficiencia en la canalización de los fondos públicos. A pesar de que ya existen recursos a nivel europeo, su impacto es limitado debido a la excesiva complejidad en su acceso, la burocracia, y la falta de alineación de prioridades estratégicas. Todo ello apunta a la carencia de una verdadera política económica europea.

El sector público debería contribuir de forma complementaria al sector privado al déficit de inversión. Por el lado del gasto y el de los ingresos, mediante el establecimiento de reglas fiscales favorables a la inversión productiva. En un contexto de reducido margen de la política fiscal, una mayor productividad facilitaría, además, estas actuaciones: el informe considera que el impacto presupuestario en el corto plazo del gasto en inversión se compensaría a medio y largo plazo gracias al impacto positivo de ese gasto en la productividad<sup>1</sup>.

El Informe Draghi presenta un diagnóstico exhaustivo sobre la economía de la UE y propone políticas económicas para elevar la inversión y la productividad, y mejorar la competitividad europea. En última instancia, el objetivo sería mejorar el clima de innovación, conseguir la descarbonización, e incrementar la seguridad económica. El informe identifica tres tipos de políticas para lograr estos objetivos: un mayor esfuerzo de inversión pública europea, dentro de una estrategia económica que combine de manera coherente las políticas industrial, tecnológica y comercial; una profundización del mercado único europeo; y reformas en materia de eficiencia y de gobernanza.

---

<sup>1</sup> El informe apunta a un aumento de la productividad total de los factores del 2 % en un horizonte de diez años como consecuencia del incremento de la inversión pública, cuyo coste presupuestario se vería, por tanto, compensado a medio plazo por una mayor recaudación.

## Relevancia del diagnóstico para España

España comparte las principales tendencias puestas de manifiesto por el Informe Draghi para el conjunto de la UE. El PIB per cápita ha avanzado incluso menos que en el conjunto de la UE, si bien en el periodo reciente es perceptible un repunte. El crecimiento español es más vigoroso que en el resto de Europa. No obstante, al sustentarse en la incorporación de mano de obra, el avance en términos de PIB per cápita es menos significativo. La inmigración es crucial para compensar el retroceso que entrañaría el declive demográfico en los próximos años.

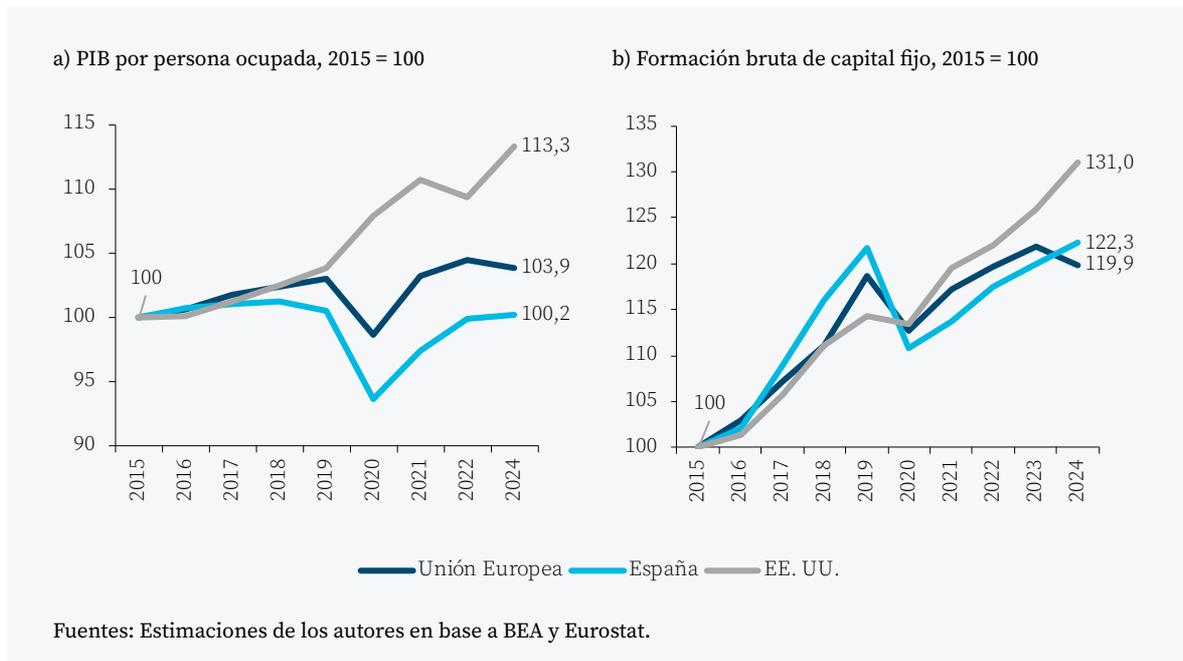
La debilidad de la productividad europea en relación con sus principales competidores, particularmente EE. UU. es más acusada en el caso de España. El PIB por persona ocupada se sitúa ligeramente por debajo del nivel alcanzado en

2015, frente al leve incremento de la media europea, lo que contrasta con el intenso crecimiento de la economía norteamericana (gráfico 1). El diagnóstico de pérdida de terreno se mantiene, aunque de manera ligeramente menos acusada, cuando la productividad se mide por hora trabajada (esto es sobre todo por la subida tendencial del trabajo a tiempo parcial). De los datos más recientes se desprende un pequeño repunte de la productividad, sin que se pueda detectar todavía un cambio estructural.

Lo que revelan los datos agregados a nivel europeo, es un tejido productivo con dificultades de adaptación a las transformaciones tecnológicas, energéticas y comerciales. El caso del sector del automóvil es paradigmático a este respecto (Torres, 2024). La experiencia histórica muestra que una condición necesaria para superar el riesgo de un estancamiento estructural es la

### Gráfico 1

## Déficit europeo de productividad e inversión



elevación de la inversión. Esta es, sin embargo, una de las variables más rezagadas en el reciente periodo expansivo. Desde 2019, la formación bruta de capital fijo se ha incrementado apenas un 0,5 % en términos de volumen (descontando la variación del deflactor de la inversión, y comparando los tres primeros trimestres de ambos ejercicios), y un 1 % en el conjunto de la UE. En el caso de EE. UU., la inversión total se ha expandido un 14,6 % durante el mismo periodo, avalando el diagnóstico del Informe Draghi, que atribuye el mal europeo al escaso esfuerzo de equipamiento tecnológico del tejido productivo.

Como reflejo de las dificultades estructurales de adaptación, el Informe Draghi pone de manifiesto la pérdida de terreno de las empresas europeas en los mercados mundiales. La UE sigue siendo un importante exportador a nivel mundial, pero su cuota de mercado tiende a disminuir. Las exportaciones de bienes de la UE hacia el resto del mundo (excluyendo el comercio intraeuropeo) han descendido hasta el 14,3 % del total del comercio mundial, un punto menos que en 2019. Durante el mismo periodo, la cuota de mercado de las exportaciones de EE. UU. también disminuyó, pero algo menos que la europea (medio punto porcentual) mientras que China incrementó su presencia (en un punto porcentual).

La balanza exterior de la UE sigue arrojando un importante superávit, posición que solo se debe a la atonía de las importaciones, en un contexto de débil comportamiento de la demanda interna. Además, el retroceso europeo es particularmente acusado en sectores pujantes ligados a la doble transición tecnológica y energética,

circunstancia preocupante de cara a la competitividad futura, habida cuenta de la irrupción de la inteligencia artificial. Según estimaciones recientes, los intercambios europeos de los productos asociados con la transición ecológica son estructuralmente deficitarios<sup>2</sup>. En el caso de los productos de tecnología digital, la balanza, que antes era excedentaria, ha pasado a arrojar un déficit<sup>3</sup>.

### **Especificidades del modelo productivo español**

Si bien el diagnóstico del Informe Draghi es aplicable a la economía española, también existen especificidades de gran relevancia para la política económica.

|  
*En el caso de España, el déficit de inversión  
procede enteramente del sector privado.*

*Desde 2019, la inversión privada ha  
registrado un descenso notable, mientras  
que la pública se ha incrementado con  
intensidad*

|

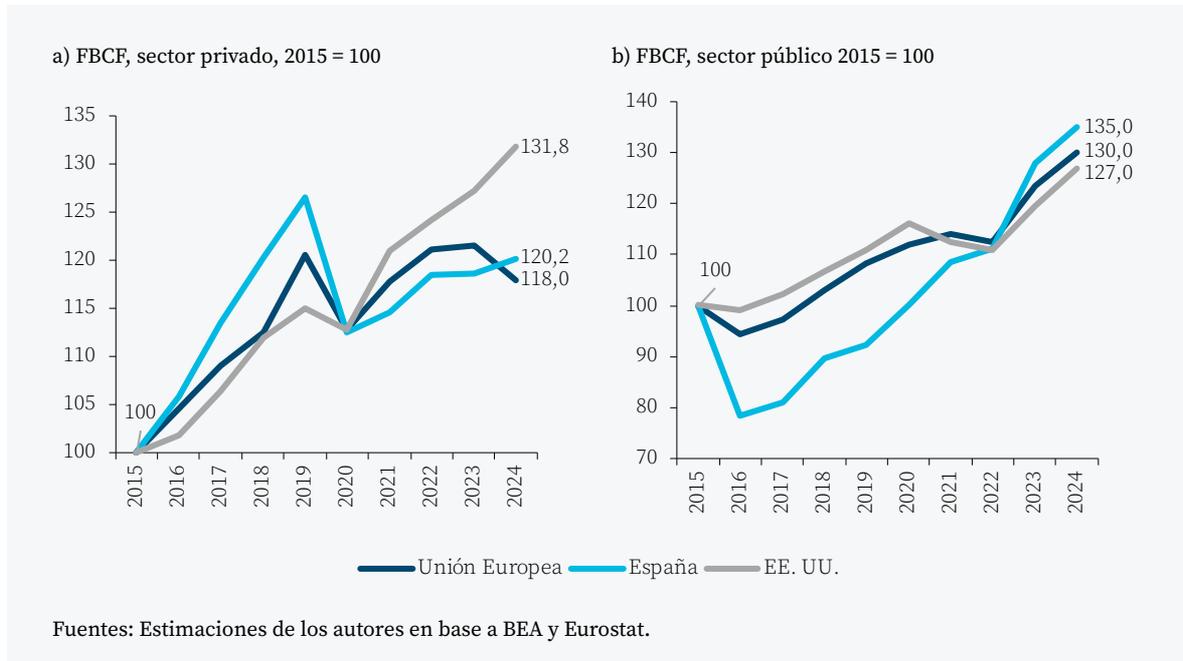
En primer lugar, en el caso de España, el déficit de inversión procede enteramente del sector privado. Desde 2019, la inversión privada ha registrado un descenso notable, mientras que la pública se ha incrementado con intensidad (gráfico 2). En la UE, la divergencia entre ambos sectores ha sido menos pronunciada que en España, mientras que en el caso de EE. UU. la inversión del sector privado se ha expandido al compás del esfuerzo realizado por las

2 Un análisis reciente apunta a una tasa de cobertura muy reducida en los intercambios de paneles solares, turbinas eólicas y otros productos de la transición energética. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/ddn-20241014-1>

3 La balanza comercial de la UE de los bienes de alto valor añadido ha pasado de arrojar un superávit antes de la pandemia a un déficit en los últimos años. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=International\\_trade\\_and\\_production\\_of\\_high-tech\\_products&oldid=615096](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=International_trade_and_production_of_high-tech_products&oldid=615096)

## Gráfico 2

## La debilidad de la inversión procede sobre todo del sector privado



administraciones, evidenciando la existencia de un importante efecto multiplicador.

Cabría esperar un mayor protagonismo de la inversión privada española. La demanda, uno de los principales determinantes de la inversión conforme a la evidencia empírica, encadena cuatro años de fuerte expansión. De manera similar, las empresas españolas se encuentran en una situación financiera relativamente saneada, y con excedentes abundantes. Su endeudamiento ha descendido hasta mínimos de principios de siglo, observados antes del inicio de la burbuja de crédito. Y, sin embargo, las empresas siguen acumulando ahorro financiero o reduciendo pasivos, en vez de reforzar su capacidad productiva.

La disponibilidad de fondos europeos en el marco del programa *Next Generation* también prometía una rápida recuperación de la inversión

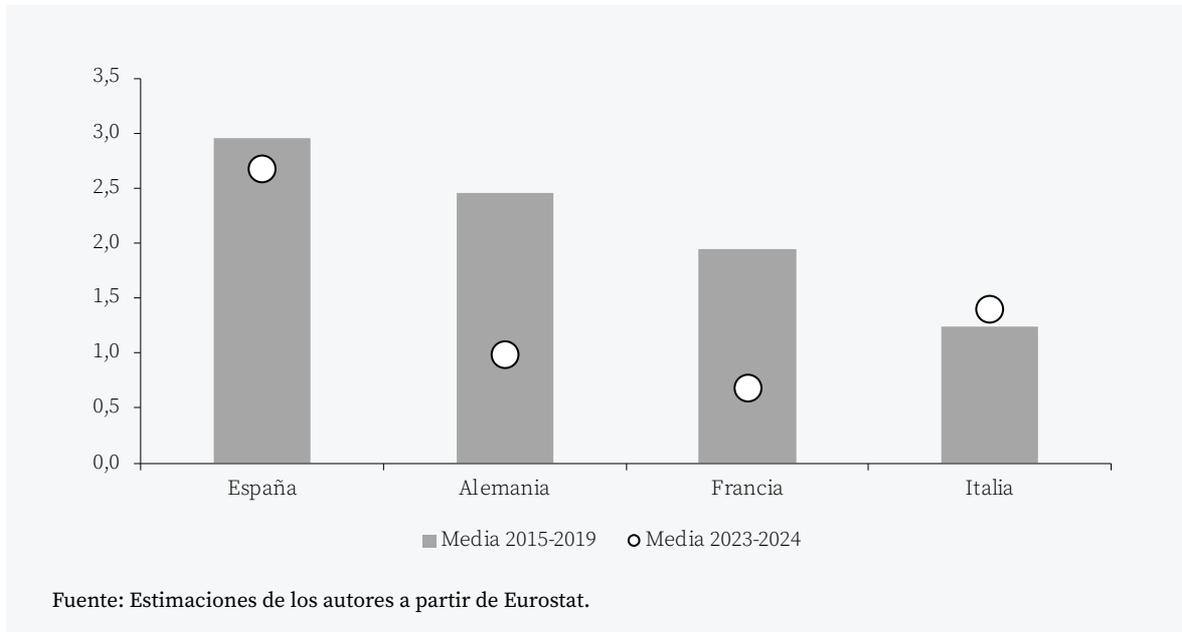
privada, por su efecto de abaratamiento del coste del capital. En su lugar, los recursos europeos se han visibilizado principalmente en la inversión de las administraciones públicas, sin que esta jugara su papel dinamizador de la inversión empresarial. La carencia de un efecto multiplicador podría explicarse en parte por el entorno de subida de los tipos de interés, y su corolario en términos de mejora de la rentabilidad de los activos financieros en relación con la rentabilidad anticipada de la inversión productiva. Pero este es un fenómeno que también se ha producido en otros países, sin generar un impacto tan perjudicial.

En segundo lugar, el déficit de inversión privada es principalmente de índole nacional: las empresas menos proclives a invertir son las españolas, sobre todo los pequeños negocios que conforman el grueso de nuestro tejido

## Gráfico 3

**Entrada de inversión directa extranjera**

Porcentaje del PIB



productivo. A la inversa, la inversión directa extranjera, que generalmente emana de grandes corporaciones internacionales, se ha incrementado desde el periodo anterior a la pandemia, al tiempo que la inversión privada total disminuye. En los últimos dos años, el flujo de entrada de inversión directa extranjera alcanzó casi el 3 % del PIB en media anual, más del doble de lo que reciben las otras grandes economías de nuestro entorno proporcionalmente a su PIB (gráfico 3). Los servicios de mercado, entre los que destacan las actividades ligadas a la tecnología y las telecomunicaciones, son el principal receptor de inversión directa extranjera (con un 57 % del total en el periodo 2019-2023). La industria y el sector de suministro de electricidad y energía figuran también entre los principales beneficiarios, con entradas proporcionalmente superiores al peso de estos sectores en el PIB: la industria concentra el 34 % del

total de inversión directa extranjera recibida en el periodo considerado.

La entrada de inversión directa extranjera consiste mayoritariamente (en torno al 60 %, según datos para el periodo 2019-2023) en nueva aportación de capital productivo, ya sea estableciendo nuevas unidades de producción o ampliando la capacidad existente, y por tanto, contribuye directamente al esfuerzo de inversión. El resto consiste en operaciones de adquisición, cuyo impacto en la inversión de la empresa receptora es más difuso o incierto.

Las grandes corporaciones españolas también han tendido a exportar una parte de su capacidad productiva, con salidas de inversión directa significativas, pero de una cuantía similar a los flujos de entrada. De este modo, en términos netos, es decir, (restando las entradas y las

salidas) los flujos de capital productivo son casi nulos, a la inversa de lo que se observa en el conjunto de la UE, con salidas netamente superiores a las entradas: en los tres primeros trimestres de 2024, la UE ha exportado capital hacia países terceros por un valor de 269.000 millones de euros, evidenciando las barreras a la movilización del ahorro disponible a efectos de potenciar la base productiva europea.

En tercer lugar, la pérdida de cuota de mercado en los mercados internacionales se compensa, en el caso de España, con una mejora acusada en los intercambios con otros socios europeos. El valor de los bienes y servicios que exportan las empresas españolas al resto de economías de la UE supera ampliamente el valor de las importaciones procedentes de esas mismas economías,

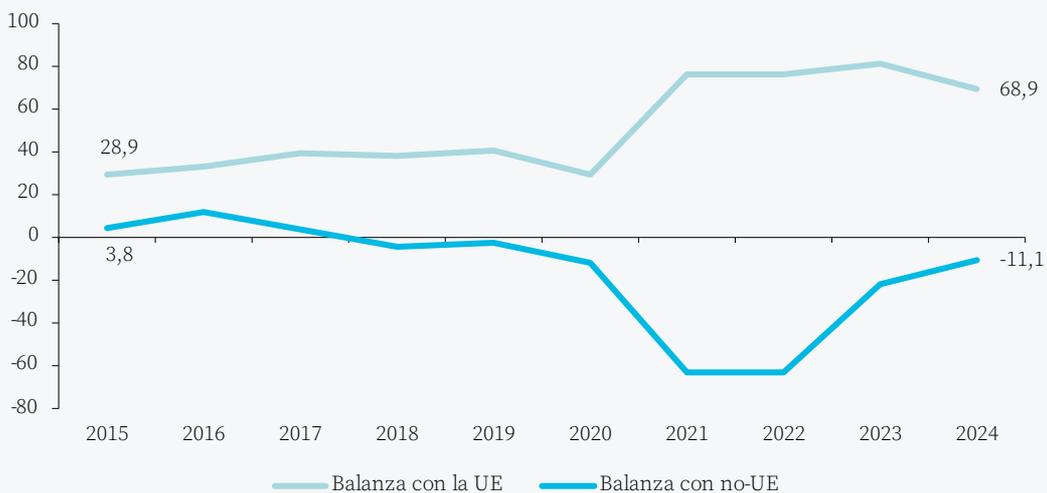
generando en 2023 un superávit cercano a 80.000 millones de euros, prácticamente el doble que antes de la pandemia (gráfico 4). Se prevé para 2024 un resultado todavía más favorable, en base en los datos ya conocidos de los tres primeros trimestres. El excedente compensa ampliamente el desequilibrio de la balanza comercial española frente a países no comunitarios, de modo que la balanza total de bienes y servicios arroja un saldo netamente positivo.

Por comparación, las otras grandes economías europeas muestran un resultado deficitario o un excedente en retroceso con respecto al periodo anterior a la crisis sanitaria. Por ejemplo, Bélgica, Francia, Italia, Portugal y las economías nórdicas muestran un déficit persistente o creciente en sus intercambios intracomunitarios. Por otra

#### Gráfico 4

### El superávit comercial español con la UE compensa el déficit con terceros países

Balanza de bienes y servicios de España, en miles de millones de euros



Nota: Las líneas representan la suma anual de la balanza de bienes y servicios frente a los países de la Unión Europea y frente al resto (extra-UE), respectivamente.

Fuente: Estimaciones de los autores a partir de Eurostat.

parte, Alemania ha visto su superávit intracomunitario reducido a la mitad de lo que fue antes de la pandemia.

La mejora de la posición comercial frente a los socios europeos procede tanto de los intercambios de servicios como de los bienes, siendo este último un resultado destacado en un contexto de cuasi crisis industrial. En ambos casos, el superávit comercial tiende a incrementarse, revelando la mejora de la competitividad frente a la UE.

|  
*La mejora de la posición comercial frente a los socios europeos procede tanto de los intercambios de servicios como de los bienes, siendo este último un resultado destacado en un contexto de cuasi crisis industrial*  
|

La subida en escala de los servicios no turísticos no solo consolida los resultados de conjunto. También apunta a una diversificación del tejido productivo, reduciendo su dependencia de los pilares tradicionales del desarrollo económico (turismo, comercio, construcción, etc.). Pese a su diversificación, sin embargo, el modelo de crecimiento se sigue caracterizando por el escaso avance de la productividad, en línea con su carácter aditivo: el PIB avanza principalmente gracias a la incorporación de fuerza laboral, sin que se detecte una importante mejora de la eficiencia productiva.

Por el lado de los costes laborales, el posicionamiento competitivo de España era ya patente en la década pasada. Entre 2010 y 2019, los costes laborales unitarios se mantuvieron constantes (con un descenso durante la crisis de la deuda soberana, seguido de una leve recuperación), contrastando con el incremento cercano al

10 % de la UE. Esta ventaja de competitividad, factor clave en la mejora de las cuentas externas, se ha mantenido con pocos cambios en el periodo reciente. No obstante, conviene recordar que el abaratamiento de los costes laborales unitarios procede de la compresión de los salarios, y no de una mejora de la productividad.

Por otra parte, los costes energéticos han evolucionado favorablemente en relación con las economías de nuestro entorno (gráfico 5). En los últimos cinco años, el precio de la electricidad para las empresas se ha incrementado un 22 % y el precio del gas un 39 %, en ambos casos menos de la mitad de la media europea. El despliegue de las energías renovables y la disponibilidad de una importante infraestructura de procesamiento de gas licuado contribuyen a explicar el abaratamiento relativo de los precios energéticos, afianzando la ventaja competitiva en términos de costes de producción y favoreciendo la implantación de empresas extranjeras.

### **Entre las recomendaciones de Draghi, ¿cuáles son prioritarias para España?**

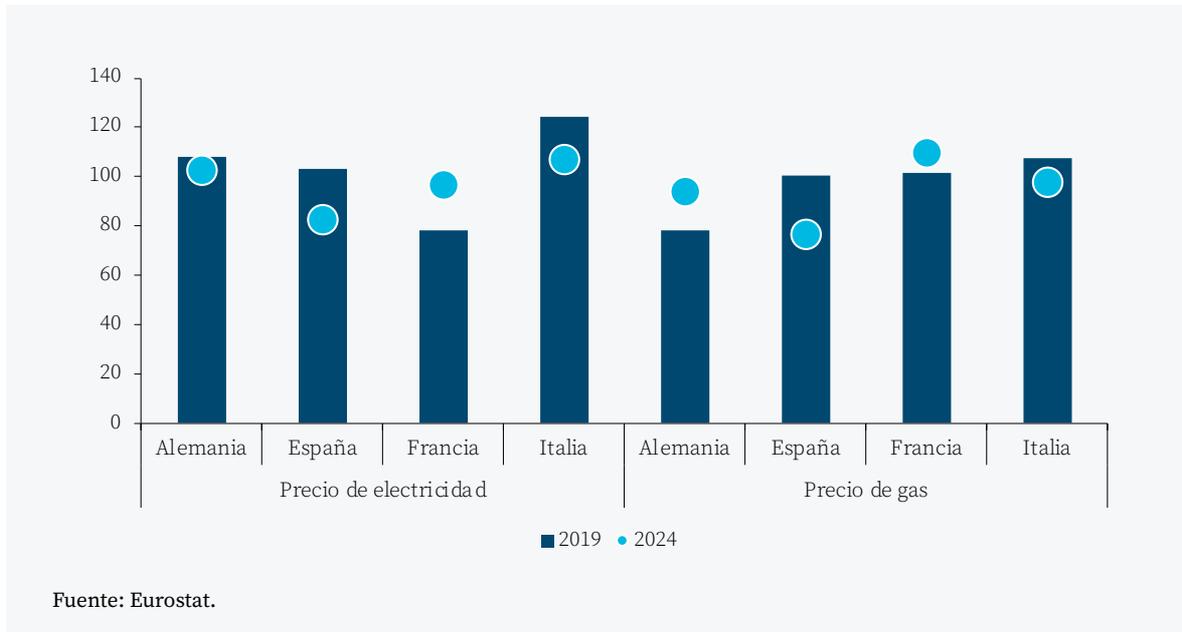
En suma, este análisis muestra relevancia del diagnóstico del Informe Draghi, particularmente en lo que atañe al déficit de inversión y, de productividad, y a la dificultad de adaptación del tejido productivo a los grandes desafíos tecnológicos y comerciales.

Sin embargo, también se desprenden importantes especificidades del modelo productivo español, que deberían tenerse en cuenta en el debate de política económica europea. En primer lugar, el déficit de inversión procede sobre todo del sector privado y no de la carencia de recursos públicos, que siguen siendo relativamente abundantes. El multiplicador de la inversión pública sobre el esfuerzo realizado por el sector privado

## Gráfico 5

**Precios medios de la electricidad y del gas para las empresas**

Media UE = 100



es bastante débil. En segundo lugar, la pérdida de terreno en los mercados globales, especialmente los tecnológicos, se compensa en el caso de España gracias a una importante mejora de la posición competitiva en el seno de la UE, impulsada por el abaratamiento relativo de los costes laborales y energéticos.

*La prioridad para la economía española pasa por la profundización del mercado único europeo como principal propulsor del crecimiento*

Todo ello sugiere que la prioridad para la economía española pasa por la profundización del

mercado único europeo como principal propulsor del crecimiento. Un paso hacia la unión de capitales también ayudaría a movilizar el ahorro europeo hacia el tejido productivo español, habida cuenta de su favorable posición competitiva en Europa. Por otra parte, antes que un fuerte incremento de la inversión pública, que ya está en máximos históricos, lo que necesita nuestra economía es reforzar la articulación entre el impulso público y el privado. Con todo, el Informe Draghi acierta en abogar por el fortalecimiento de la integración europea, junto con la puesta en marcha de una política económica común que aborde los principales desafíos. El mayor riesgo es la fragmentación ante la amenaza proteccionista que se vislumbra desde el otro lado del Atlántico.

## Referencias

COMISIÓN EUROPEA. (2024). *The future of European competitiveness*. [https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead\\_en](https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en)

TORRES, R. (2024). La industria del automóvil europea ante la competencia de EE. UU. y China. *Cuadernos de Información Económica*, N.º 302 (septiembre-octubre 2024). <https://www.funcas.es/articulos/la-industria-del-automovil-europea-ante-la-competencia-de-ee-uu-y-china/>

# 02

**José Ramón Díez Guijarro**

Cunef



## ¿Puede el Plan Draghi salvar a Europa?

El Informe Draghi constituye un buen análisis de los desafíos estructurales que afronta Europa, como la baja productividad, la dependencia externa y un modelo económico obsoleto. Propone tres objetivos clave: mejorar la productividad, descarbonizar la economía y avanzar en la autonomía estratégica. Además, aboga por un renovado protagonismo de la política industrial, por la simplificación regulatoria y por la creación de un entorno favorable para financiar todo el proceso de transformación. Sin embargo, sus ambiciosas propuestas enfrentan desafíos importantes, incluida la fragmentación política y la capacidad fiscal limitada, lo que subraya la necesidad de avanzar en una integración a varias velocidades y priorizar las reformas más viables, superando la tendencia europea a la procrastinación.

## Europa en un momento clave

La publicación del Informe Draghi se ha producido en un momento clave para el proceso de construcción europea, teniendo en cuenta los desafíos económicos, políticos y sociales que deberá afrontar nuestro continente en los próximos años. Desde la pérdida de competitividad en un mundo sometido a una reconfiguración de las cadenas de valor, hasta los desafíos financieros que supondrá reforzar una política de defensa en medio de la transición energética, pasando por la reconfiguración de las relaciones entre bloques económicos que supondrá el retorno de Donald Trump a la presidencia de los EE. UU. Sin olvidar los retos ligados a la futura ampliación y a la necesidad de reforzar el marco institucional. Si Europa solamente avanza en momentos de crisis, como se ha puesto de manifiesto en los últimos 15 años con los fondos *NGEU* (Covid) o la supervisión única (crisis financiera), la oportunidad para un cambio de paradigma es inmejorable, teniendo en cuenta el exigente contexto geopolítico internacional actual. Ese momento *Zeitenwende* (punto de inflexión o cambio de era), debe ser afrontado de forma ambiciosa para asentar los pilares del proyecto de construcción europea para las próximas décadas.

En este contexto, el punto de partida del menú de temas económicos prioritarios sigue siendo parecido al de hace un lustro: completar la unión bancaria con un fondo de garantía de depósitos europeo, avanzar en la unión de mercados de capitales, fortalecer el papel del euro como moneda de reserva internacional o crear un activo libre de riesgo europeo. Pero, ahora, afrontando un entorno mucho más desafiante,

con numerosos nuevos frentes abiertos y con decisiones estratégicas que deberán abarcar múltiples objetivos. Teniendo en cuenta que en el horizonte se acumulan desafíos que obligatoriamente supondrán un importante esfuerzo inversor como la nueva política de seguridad y defensa, la autonomía estratégica abierta o la transición energética. Un enorme reto financiero que obligará a recomponer el marco plurianual de financiación y encajarlo con los límites que puede suponer el nuevo Pacto de Estabilidad (gráfico 1), teniendo en cuenta que las arcas europeas están exhaustas tras tener que acomodar los últimos *shocks* de oferta sufridos en los últimos años, como ponen de manifiesto las ratios actuales de deuda pública en la UE-27 (82,6 %) o en la UEM (89,9 %).

Por tanto, habrá que afrontar muchos desafíos con un espacio fiscal limitado y con un BCE que, con el *TPI* (*Transmission Protection Instrument*) puede limitar cualquier aumento del riesgo de fragmentación no originado en fundamentos económicos, pero que a su vez deberá adaptar el tamaño de su cartera de deuda pública a un entorno muy diferente al que justificó el intensivo uso de herramientas no convencionales<sup>1</sup>.

Con el reto adicional que supone la incertidumbre de la nueva relación transatlántica (aranceles<sup>2</sup>, Ucrania, política de defensa/OTAN) con el retorno de Trump a la presidencia, en una coyuntura compleja a corto plazo, teniendo en cuenta las débiles perspectivas de crecimiento para 2025 (+1 % la UEM según Consensus Forecast), la elevada dependencia del modelo de crecimiento respecto al sector exterior, la fragilidad fiscal de Francia e Italia o la debilidad de

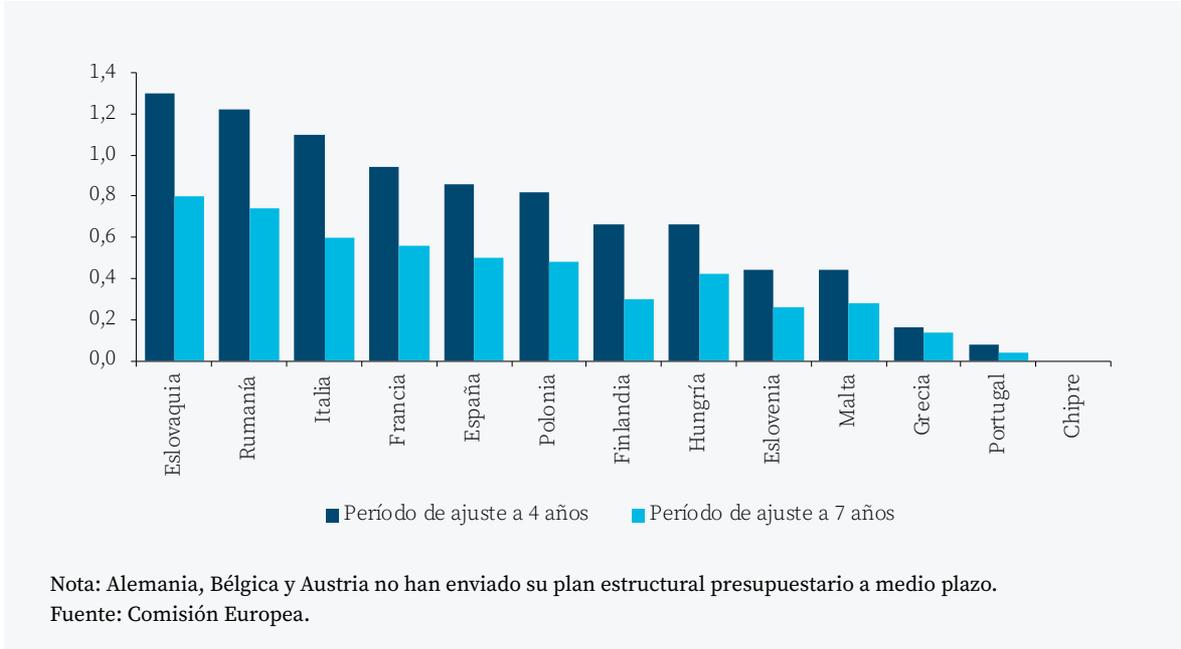
1 Después de publicar el nuevo marco operativo en 2024, el BCE hará una revisión estratégica en 2025. La última se realizó en 2021, un contexto muy diferente al actual, con el riesgo de deflación muy presente.

2 El 3,4 % del VAB de la UE depende de la demanda de EE. UU., con sectores muy expuestos a una guerra arancelaria como el de farmacia (22 % del VAB depende de EE. UU.), química (10 %) o transporte (8 %).

Gráfico 1

**Ajustes fiscales en Europa**

Ajuste medio anual del saldo estructural primario respecto a 2024 (puntos porcentuales del PIB)



partida de la nueva Comisión Europea (41 % de votos en contra en el Parlamento Europeo). Si a todo lo anterior, le unimos la inestabilidad política en Francia y Alemania que, a corto plazo minimizará la tracción del principal eje verte-

*Habrà que afrontar muchos desafíos con un espacio fiscal limitado y con un BCE que, con el TPI (Transmission Protection Instrument) puede limitar cualquier aumento del riesgo de fragmentación no originado en fundamentos económicos*

brador de la región, el punto de partida para el próximo año es desafiante. La parte positiva es que el deterioro fiscal y político de un país clave como Francia (con un riesgo de “italianización” nada despreciable) solamente se ha traducido

en un realineamiento ordenado de las primas de riesgo en la zona del euro, sin penalizar al resto de periféricos. Lo que también refleja el potencial disuasorio del entramado de instrumentos diseñado en la última década para afrontar crisis idiosincráticas en la región (ESM, TPI, etc.). Aunque ya sabemos por experiencia propia que estar en el centro de la diana de los mercados financieros no es la mejor receta en tiempos convulsos, como está poniendo de manifiesto el caso británico en los últimos tiempos.

**Informe Draghi: un buen diagnóstico para hacer frente a los desafíos estructurales**

En este entorno desafiante, el Informe Draghi busca revertir el deterioro estructural de la economía europea, cuyo máximo exponente es la debilidad del crecimiento tendencial, lo

que se refleja en la existencia de una amplia distancia en PIB per cápita respecto a Estados Unidos. La brecha de PIB entre EE. UU. y la UE<sup>3</sup> ha aumentado del 15 % al 30 % desde 2002 a 2023, mientras en términos de PIB per cápita (gráfico 2), la diferencia se ha mantenido más estable (34 % en 2023 vs. 31 % en 2022) por el mayor aumento de la población en EE. UU. El 70 % de la diferencia en renta per cápita entre ambos lados del Atlántico se debe a las diferencias de productividad<sup>4</sup> y el resto al número de horas trabajadas. Si no se revierte el comportamiento de la economía europea de las últimas décadas, está en juego el modelo social europeo que exige crecimientos elevados para atender las necesidades de una población envejecida, sobre todo, teniendo en cuenta las reducidas tasas de natalidad actuales.

|  
*Está en juego el modelo social europeo  
 que exige crecimientos elevados para  
 atender las necesidades de una población  
 envejecida, sobre todo, teniendo en cuenta  
 las reducidas tasas de natalidad actuales*  
 |

Sin embargo, aunque el informe se centra en las vías para estimular la innovación y mejorar la productividad, verdaderos factores detrás del estancamiento europeo, también se incide en el cambio de paradigma en el que está inmersa la economía mundial y la posición de debilidad de Europa en ese nuevo entorno. En un contexto de desglobalización en el comercio de bienes y búsqueda de autonomía estratégica, el

modelo de crecimiento europeo con una elevada dependencia del sector exterior y la búsqueda de competitividad vía bajos salarios<sup>5</sup> constituye una debilidad, no sólo por las prioridades que pondrá encima de la mesa la Administración Trump, sino además porque el exceso de ahorro con respecto a la inversión (3 % del PIB en media desde 2012) termina dirigiéndose a otras áreas económicas en búsqueda de mayor rentabilidad<sup>6</sup> (como también pone de manifiesto el Informe Letta). En este sentido, uno de los retos es movilizar el gran volumen de ahorro que las familias y resto de agentes económicos de la UE han atesorado y canalizarlo hacia una mayor inversión en las actividades más productivas, para escapar de la “trampa de la tecnología intermedia” (baja innovación, baja inversión y bajo crecimiento de la productividad). Sobre todo, teniendo en cuenta el esfuerzo inversor que exigirá la doble transición energética y digital.

Por tanto, más allá de detectar las variables clave que explican los mediocres resultados económicos de Europa en las últimas décadas, el documento coordinado por Draghi es una enmienda a la totalidad al modelo de crecimiento europeo de las últimas décadas, especialmente teniendo en cuenta los cambios estructurales en el orden internacional que ya se atisban por el horizonte.

### Un vector y tres grandes retos

En este contexto, con necesidad de cambios en el modelo económico, la estrategia de transformación europea debe estar basada en tres grandes

3 Utilizando precios de mercado de 2015.

4 Esta diferencia se explica en buena parte por la composición sectorial (presencia testimonial de los sectores TIC más productivos en la UE).

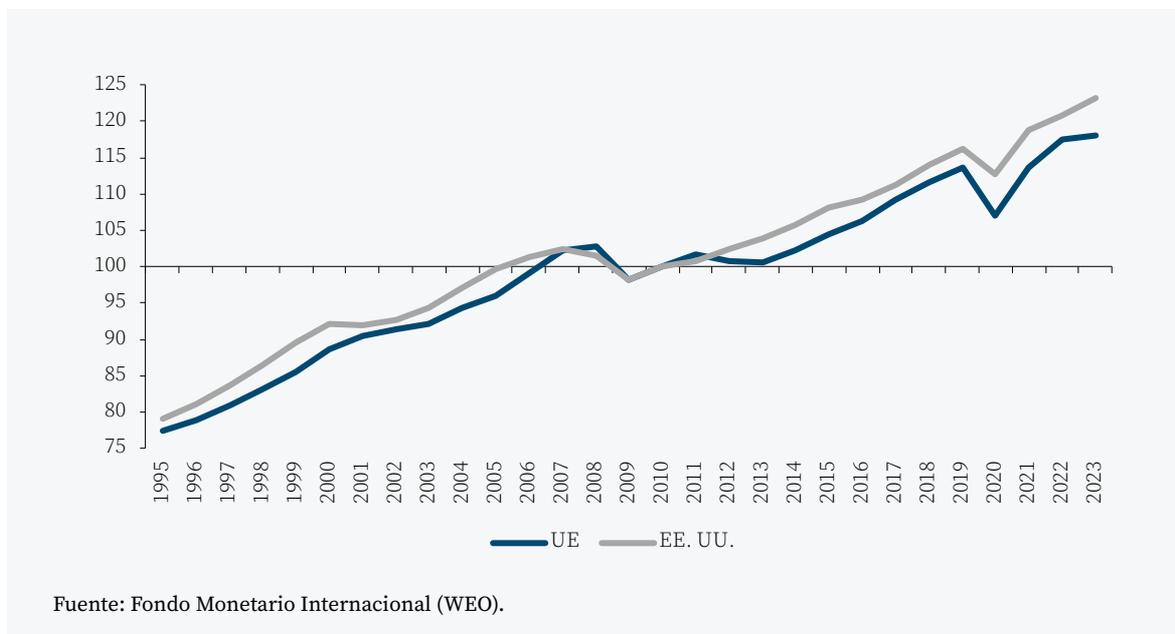
5 Según Draghi, desde 2008 el crecimiento de los salarios en términos reales ha sido cuatro veces superior en EE. UU. que en Europa.

6 Los inversores institucionales europeos tienen más fondos colocados en acciones americanas que europeas.

Gráfico 2

**Evolución del PIB real per cápita (Europa y EE. UU.)**

Índice (100 = 2010) en PPA



retos: i) la mejora de la productividad<sup>7</sup> a través de la reducción de la brecha de innovación con EE. UU. y China, ii) acelerar un proceso de descarbonización compatible con la mejora de la competitividad y iii) profundizar en la autonomía estratégica, con un aumento de la seguridad y una reducción de la dependencia del exterior. Todo ello debe venir acompañado de una simplificación de la regulación<sup>8</sup> (vector fundamental para que el plan gane tracción) y de avances significativos en el mercado único (servicios, capitales, energía, digital, etc).

Siendo la política industrial el eje vertebrador de toda la estrategia, ganando protagonismo (y

prevaleciendo en caso necesario) sobre la política comercial y la de competencia. Los principios de esta “nueva política industrial” son: i) debe enfocarse en sectores y no en compañías, ii) las inversiones serán sometidas a una fiscalización constante y iii) debe centrarse en tecnologías donde se puedan generar rentas por llegada temprana.

Todo ello supone un cambio importante respecto a la impronta de la política económica en Europa en las últimas décadas, pues la política de competencia se ha priorizado frente a la creación de campeones nacionales. Por tanto, el informe sienta las bases de una reindustrialización en

7 Sobre todo, teniendo en cuenta que, según el Informe Draghi, desde 2040 la fuerza laboral europea se reducirá a un ritmo de 2 millones de personas cada año.

8 La mejora del marco regulatorio se impulsará con la: creación de un nuevo estatus legal europeo para empresas innovadoras (el régimen 28°).

Europa, combinando acciones horizontales con un menú de propuestas para diez sectores estratégicos<sup>9</sup>. Además del desarrollo de los sectores y proyectos clave para el entorno innovador europeo se trata de responder a las estrategias de otros países que han buscado atraer la inversión de empresas europeas en los últimos años, cuyo máximo exponente ha sido el IRA (*Inflation Reduction Act*) impulsado por la Administración Biden.

El primer gran objetivo que se persigue es un salto de la productividad en Europa. Si la productividad es el resultado de la combinación de innovación entre las grandes empresas líderes, la capacidad de las empresas maduras en adoptar esa innovación con rapidez y la aparición de nuevos actores que puedan desafiar al resto, Europa se compara mal con EE. UU. y China en los tres frentes. Por ejemplo, las nuevas compañías creadas en EE. UU. en los últimos 50 años con una capitalización actual mínima de 10.000 millones de dólares, totalizan un valor de mercado conjunto superior a los 30 billones de dólares, casi 70 veces más que en Europa. Para conseguir incentivar la innovación se propone mejorar la coordinación de la inversión pública en I+D entre los Estados miembros, adoptar un sistema unitario de patentes o mejorar el acceso a financiación de empresas innovadoras, favoreciendo el desarrollo del capital riesgo. Además de impulsar la excelencia académica e investigadora.

En cuanto al segundo gran objetivo, la descarbonización, Draghi sugiere que la UE debe reorientar su apoyo a la fabricación de tecnologías limpias, centrándose en aquéllas en las que es líder o en las que es estratégico desarrollar

capacidad (como las baterías). Una de las medidas que destacan en este eje de actuación es la necesidad de reducir los precios de la energía para el consumidor final, uno de los lastres que se encuentra la industria europea en perspectiva comparada<sup>10</sup>. Para conseguir esa rebaja, el informe propone un abanico de opciones que van desde una menor fiscalidad, hasta una modificación del mecanismo de fijación de precios que permita que el bajo coste de la energía renovable repercuta positivamente en toda la economía o impulsar la conectividad de redes. Asimismo, se concreta en este eje el impulso a “Unión de la Energía” que propiciaría la compra conjunta de gas natural o de crudo, pero también el desarrollo de estrategias comunes en casos de emergencia o crisis (como las fuertes subidas de los precios del gas tras la guerra de Rusia contra Ucrania) evitando respuestas nacionales descoordinadas que puedan distorsionar el mercado único.

|  
*El último objetivo y palanca para  
aumentar la competitividad es conseguir  
reducir la dependencia del exterior y  
aumentar la seguridad en un entorno  
geopolítico tan convulso como el actual*  
|

El último objetivo y palanca para aumentar la competitividad es conseguir reducir la dependencia del exterior y aumentar la seguridad en un entorno geopolítico tan convulso como el actual. También aquí vuelve a aparecer la idea de la compra conjunta, en este caso de materias primas críticas para la transición ecológica. Por otro lado, desarrollar una política de defensa más autónoma también pasa por un impulso

<sup>9</sup> Energía, materias primas fundamentales, digitalización y tecnologías avanzadas, industrias intensivas en energía, tecnologías limpias, automoción, defensa, aeroespacial, farmacéutico y transporte.

<sup>10</sup> Los precios de electricidad pagados por las empresas europeas duplican a los pagados por empresas americanas.

industrial, que permita el desarrollo de compañías transeuropeas, así como una mayor estandarización en los equipos y sistemas de defensa de los Estados miembros. Todo ello en un marco en el que el gasto en defensa tiene que aumentar (objetivo mínimo 2 % del PIB), con la vista puesta en el desarrollo tecnológico, con incremento de la cooperación, financiación común y pedidos conjuntos.

### **La importancia de las medidas horizontales**

Para abordar los grandes retos es esencial profundizar en los aspectos clave del proyecto europeo, empezando por avances sustanciales en el mercado único<sup>11</sup> que además fomentarían el crecimiento de las empresas, mejorando la capacidad del tejido productivo para absorber financiación, lo que reduciría el riesgo de cuellos de botella como los que se han producido en el despliegue de los *NGEU*.

Para conseguir todo lo anterior, será fundamental reforzar la gobernanza europea, aumentando los temas que se pueden decidir en el Consejo por mayoría cualificada (y no por unanimidad), y con un presupuesto más flexible y sencillo, con menos partidas y una consolidación de prioridades en torno a los nuevos objetivos planteados. Además, se debe buscar la simplificación de leyes y procedimientos, racionalizar el acervo de la UE y crear un nuevo «Marco de Coordinación de la Competitividad». Todos ellos, cambios difíciles de implementar, pues por una parte pueden suponer que Europa avance a varias velocidades y, por otra, conllevar el sacrificio de parte de los programas más importantes

a los que se destina en estos momentos el presupuesto europeo (PAC), con un coste político en países como Francia nada despreciable.

La segunda gran reforma horizontal es la de la creación de un entorno favorable para financiar todo el proceso de transformación de la estrategia económica europea. Con medidas para poner en contacto al ahorro (público y privado) con la innovación. La tasa de ahorro de los hogares europeos es mucho mayor que la americana, pero no ha servido para darle un impulso a la inversión en la zona del euro, pues buena parte de ese ahorro se coloca fuera de las fronteras comunitarias.

Por tanto, para facilitar la inversión y financiación de la innovación es necesario estimular, incluso con incentivos fiscales, la creación de fondos de pensiones europeos, culminar el desarrollo del mercado único de capitales (lo que a su vez mejorará la eficiencia del canal financiero en la transmisión de la política monetaria), incentivar el capital riesgo y compatibilizar todo ello con una mayor flexibilidad del balance del sistema financiero gracias al desarrollo de los mercados de titulización, permitiendo que los bancos puedan liberar capital y aumentar su capacidad de financiación.

¿Y de qué esfuerzo inversor estamos hablando? Según el informe, la inversión pública y privada necesaria para permitir el salto en crecimiento potencial se estima en 800.000 millones anuales (casi 5 % del PIB europeo), con la parte pública financiada a través de la emisión de eurobonos. De esta manera, la inversión llegaría a representar en torno al 27 % del PIB de la UE, frente al 22 % actual, con un efecto muy positivo en

<sup>11</sup> Según el FMI, las barreras internas en el mercado único equivalen a un arancel *ad-valorem* del 45 % para el sector industrial y del 115 % para el sector servicios. En EE. UU. estas barreras entre Estados son cuatro veces inferiores. Con el nivel de barreras de EE. UU., la productividad en Europa aumentaría un 7 % en siete años.

el crecimiento acumulado de la actividad (+6 pp de PIB en 15 años), si se compara con un escenario en el que no se realicen las inversiones.

Las dudas estriban en cómo afectarían todas estas medidas a la inflación y a la sostenibilidad fiscal, aunque los posibles efectos negativos en los equilibrios macroeconómicos deberían en

parte quedar diluidos por la mejora de la productividad. Todo lo anterior, en un contexto en el que la ejecución de los *NGEU* está lejos de ser la esperada, cuando queda año y medio para que finalice el plan. Es decir, la eterna pregunta es si existe capacidad en la UE para gestionar de manera eficiente un programa tan ambicioso de inversión pública y privada.

## Conclusiones

El Informe Draghi complementa al Informe Letta y supone un buen diagnóstico de los problemas estructurales que afronta Europa.

Ambos informes detallan un menú de respuestas de política económica para afrontar los desafíos de un mundo en transformación y cambiar las inercias de las dos últimas décadas, combinando acciones horizontales para establecer un buen marco general, con acciones verticales por sector. Por tanto, el objetivo es cambiar un modelo de crecimiento inadecuado para afrontar los retos del nuevo orden económico mundial.

El grado de ambición de las propuestas es muy importante, especialmente, las relacionadas con el esfuerzo inversor (800.000 millones anuales), con la emisión del activo europeo libre de riesgo (eurobono), con el reforzamiento de la gobernanza mediante la utilización de las mayorías y no de la unanimidad (lo que puede dar paso a la Europa de varias velocidades) y con el renovado protagonismo de la política industrial, a la que se deben supeditar la política comercial y de competencia.

La acogida por parte de la Comisión Europea y el BCE reflejan la importancia que puede tener como guía para los cambios que deberá afrontar Europa en los próximos años. Su impacto puede ser parecido al Informe Delors de 1989 (*Report on Economic and Monetary Union*) frente a otros intentos fallidos como el Libro Blanco de Juncker. De momento, sin embargo, ya se han explicitado las clásicas reticencias por parte de las autoridades alemanas a la emisión de un activo europeo, a lo que se debe añadir otros obstáculos como pueden ser el escaso espacio fiscal, la necesidad de conseguir un amplio consenso con agentes sociales y la sociedad civil, etc. Además, con la nueva Comisión Europea con importantes debilidades de partida, la fragmentación política interna de la UE no juega a favor de la implementación de las grandes ideas del proyecto, teniendo en cuenta el crecimiento del voto euroescéptico y la persistencia de visiones muy diferentes sobre el ritmo y profundidad de la integración económica y política, con el eje Berlín-París sin capacidad de tracción en el horizonte más inmediato.

La solución para evitar un nuevo episodio de procrastinación a corto plazo será

priorizar y avanzar en ámbitos sujetos a mayor posibilidad de acuerdo como: la búsqueda de una mayor eficiencia en la asignación de recursos de la UE, el avance en infraestructuras de interés común y en medidas para reducir el coste de la energía o, la simplificación de la carga regulatoria existente. Aunque a medio y largo plazo, para conseguir avanzar en la parte más complicada de la agenda habrá que impulsar las mayorías simples dentro de la Unión Europea y, probablemente, avanzar en la integración a varias velocidades, ante las reticencias desde ciertas jurisdicciones a ceder más soberanía.

En definitiva, una vez cubierto el diagnóstico de los retos a abordar con la publicación de los Informes Letta y Draghi queda ponerse manos a la obra, teniendo en cuenta que el grado de ambición de la próxima legislación determinará el peso de la región en un mundo irreversiblemente abocado a una división en bloques, lo que aumenta el riesgo de no reducir la dependencia en energía o tecnológica (chips, IA, etc.) y mantener el crecimiento en una zona próxima al “estancamiento secular”. Puede parecer que hay demasiadas cosas encima de la mesa, pero lo único que no está permitido en la encrucijada a la que se enfrenta Europa, es la parálisis y la complacencia.

Ningún plan puede salvar a Europa de sí misma, de su tendencia a vacilar, dudar,

retrasar decisiones, un retorno del avatar hamletiano que ha representado muchas veces a lo largo de su historia a la Unión Europea, como nos ha recordado Timothy Garton Ash en su excelente *Europa. Una historia personal*. Tendencia que se multiplica en una situación de desorden político en la región, con un auge de las opciones anti-liberales. Pero la realidad es que la doble transición digital y energética supone una oportunidad única para cambiar el lento declive económico de las últimas décadas, reduciendo la brecha de productividad y renta per cápita con EE. UU. Otras veces, lo hemos conseguido, como en el período entre el final de la Segunda Guerra Mundial y 1995, cuando la productividad laboral europea pasó del 22 % al 95 % de la americana (Draghi, 2024).

En este sentido, puede que el Informe Draghi no sea la panacea para Europa, pero sí un buen punto de partida no sólo para la reflexión, sino también para la acción. Pone de manifiesto que el modelo de las últimas décadas ya no sirve para un orden mundial que va a cambiar de manera muy rápida en los próximos años. Y abre una vía para abordar el amplio abanico de retos pendientes, tanto los clásicos (fondo de garantía de depósitos europeo, unión de mercados de capitales, activo libre de riesgo europeo), como los nuevos (doble transición energética y digital, autonomía estratégica, impulso a la innovación, etc.).

## Referencias

DRAGHI, M. (2024). Europe: Back to Domestic Growth. *Policy Insight*, 137. CEPR. <https://cepr.org/publications/policy-insight-137-europe-back-domestic-growth>

EUROPEAN COMMISSION. (2024). *The Future of European Competitiveness* (September 2024). [https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961\\_en](https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en)

GARTON ASH, T. (2023). *Europa. Una historia personal*. Taurus.

IMF. (2024). Europe's declining productivity growth: diagnoses and remedies. *Regional Economic Outlook, Notes Europe* (November).



# 03

**Erik Jones**

Director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados  
del Instituto Universitario Europeo e investigador no residente  
de Carnegie Europe



## Trump, comercio e inversión

La Administración entrante de Trump se apresuró a utilizar aranceles y otros instrumentos de política comercial para presionar a los socios comerciales de Estados Unidos a ofrecer acuerdos más favorables a las empresas estadounidenses y animar a los fabricantes a invertir en Estados Unidos. La respuesta europea a esta medida es comprar más gas natural licuado y equipos militares estadounidenses, al tiempo que amenaza con tomar represalias con instrumentos comerciales. Aún queda mucho por hacer. Los europeos también podrían aprovechar la oportunidad para negociar un acuerdo de libre comercio limitado con Estados Unidos junto con un acuerdo para un mayor reconocimiento mutuo de la equivalencia normativa. Y los europeos podrían reforzar esa respuesta a más largo plazo modificando su modelo de crecimiento para alejarlo de la dependencia de las exportaciones y dotarlo de mayor autonomía en materia de adquisiciones militares. Estas respuestas a largo plazo no solo ofrecen la promesa de reequilibrar las relaciones económicas a través del Atlántico, sino también de reforzar la asociación transatlántica.

La Administración entrante de Donald Trump cree que los socios comerciales de Estados Unidos están abusando de las reglas de la economía mundial para arrebatar a Estados Unidos puestos de trabajo en el sector manufacturero y disminuir la prosperidad estadounidense. Esta creencia ya era evidente durante la primera Administración Trump, y se encuentra fácilmente en las páginas del *Proyecto 2025*, que es el anteproyecto político creado por los aliados políticos de Trump, incluidos muchos antiguos asesores, durante el periodo previo a las elecciones presidenciales de Estados Unidos (EE. UU.) de 2024 (véase, por ejemplo, Navarro, 2023; Gassman, 2023). En respuesta, la Administración planea utilizar aranceles y otros instrumentos comerciales para empujar a China, India y la Unión Europea a entablar negociaciones sobre política comercial e industrial. La Unión Europea (UE) es consciente de este desafío. En previsión, la UE ha desarrollado un instrumento contra la coerción para asegurarse de que dispone de contramedidas adecuadas (Freudlsperger y Meunier, 2024). La Comisión Europea también ha planteado la posibilidad de comprar más gas natural licuado y equipos militares estadounidenses en un esfuerzo por mitigar las críticas de Estados Unidos y minimizar así las tensiones al otro lado del Atlántico.

La UE tiene buenas razones para oponerse a las tácticas negociadoras de la Administración Trump. El uso de aranceles y otros instrumentos comerciales para forzar a los socios comerciales a negociar socava el funcionamiento del sistema económico internacional basado en normas. Sin embargo, es poco probable que los llamamientos al multilateralismo disminuyan las tensiones a través del Atlántico, y el uso de medidas coercitivas solo perjudicará a las empresas y los trabajadores de ambas partes, como los propios aliados políticos de Trump se apresuran a admitir (Lasswell, 2023).

El reto para los responsables políticos europeos es encontrar alguna forma de aprovechar las políticas de la Administración Trump para lograr una relación más equilibrada y productiva con Estados Unidos. Ese reto se complica por la retórica desplegada por el presidente que regresa y por la vinculación entre economía y seguridad dentro de la alianza de la OTAN. No obstante, existe la posibilidad de que las negociaciones con la nueva Administración Trump impulsen una agenda más constructiva tanto al otro lado del Atlántico como dentro de la Unión Europea.

### **Transaccional no significa proteccionista**

La perspectiva de una negociación constructiva parte del reconocimiento de que el presidente estadounidense que regresa tiene pocos compromisos ideológicos fuertes, más allá de una tendencia a participar en negociaciones transaccionales, y sus partidarios son variados y están divididos. Esto fue evidente durante su primera administración (Barber y Pope, 2019). Siguió siendo cierto durante las elecciones presidenciales de 2024. La mayoría de los votantes creen que Trump es en general “conservador”, pero discrepan sobre lo que eso significa en la práctica (Pew Research Centre, 2024). Esta diversidad de puntos de vista es evidente en *el Proyecto 2025*, lo que explica por qué Trump, como candidato, pudo desautorizar públicamente el documento incluso cuando sus aliados y asesores pudieron dedicarse discretamente a planificar su aplicación.

Esa diversidad se extiende a la política comercial. En lugar de exponer un argumento coherente a favor del proteccionismo, el capítulo sobre comercio *del Proyecto 2025* es un debate entre Peter Navarro, que dirigió la Oficina de Política Comercial y Manufacturera en la primera Administración Trump y que volverá

como consejero principal en la segunda, y Kent Lassman, que dirige el Competitive Enterprise Institute. En la introducción a esa sección del informe, los editores escriben que “Navarro discrepa de Lassman casi en todo” (Dans y Groves, 2023: 658). Navarro (2023) defiende el “comercio justo” y el uso agresivo de instrumentos comerciales para empujar a los socios comerciales de Estados Unidos a negociaciones que podrían nivelar la competencia; Lassman (2023) defiende el “libre comercio” y la eliminación de aranceles y barreras no arancelarias que perturban el funcionamiento de los mercados mundiales.

Ninguno de estos argumentos es necesariamente proteccionista, al menos en el contexto de la relación transatlántica. El argumento es muy diferente con respecto a China, a la que Navarro considera un socio negociador de mala fe. Es importante señalar que esta visión negativa de China encuentra apoyo tanto entre demócratas como entre republicanos. Este amplio recelo no impide a las élites de la política exterior estadounidense imaginar una relación constructiva con China, pero sí descarta la creencia en las virtudes y la disciplina de los mercados libres (Chivvis, 2024). Más allá de China, Navarro defiende el uso de instrumentos proteccionistas para empujar a los gobiernos a negociar. Lassman insiste en que el uso de tales instrumentos impone inevitablemente altos costes a Estados Unidos. Esa es la principal diferencia entre ambos.

En lo que coinciden Navarro y Lassman es en la importancia de negociar para eliminar los aranceles o, si eso no es posible, para armonizar los calendarios arancelarios y evitar así una distorsión innecesaria de la competencia en el mercado. Navarro (2023: 771) plantea dos escenarios, en los que los socios comerciales de Estados

Unidos igualan los aranceles estadounidenses o Estados Unidos iguala los suyos. Lassman (2023: 808, 811) defiende la negociación de acuerdos de libre comercio que se extiendan únicamente a los aranceles y las cuotas y, al mismo tiempo, amplíen el reconocimiento de la equivalencia normativa entre Estados Unidos y sus aliados de confianza, incluida la Unión Europea.

Estas aperturas no coinciden con las preferencias comerciales de la Comisión Europea. La Comisión suele negociar acuerdos que van más allá de los aranceles y las cuotas para incluir otras formas de regulación laboral, climática y de protección del consumidor. Son ampliaciones que tanto Navarro como Lassman rechazan. La Comisión también es reacia a reconocer la equivalencia normativa con jurisdicciones extranjeras, sobre todo en ámbitos como la seguridad alimentaria, donde entran en juego valores europeos fundamentales. Tanto la ampliación de los acuerdos comerciales “más allá de las fronteras” como la reticencia a ampliar la equivalencia normativa reflejan la confianza de la Comisión en el *acervo comunitario* (o cuerpo común de normativas de la UE) para estructurar el mercado interior, incluso a expensas de acuerdos bilaterales o multilaterales con otros socios (Jones, 2006).

No obstante, el libre comercio y el reconocimiento de la equivalencia normativa ofrecen vías para ir más allá de intentar restablecer el *statu quo* ante la imposición de nuevos aranceles. El candidato democristiano a canciller alemán, Friedrich Merz, así lo reconoció al afirmar que la UE debería entablar conversaciones de libre comercio con la Administración Trump en lugar de “una peligrosa espiral de aranceles”<sup>1</sup>. Independientemente de que los votantes decidan o no apoyar esa opción en las próximas elecciones

1 'Alemania: CDU's Merz Wants "Positive" Trump Trade Approach.' *Deutsche Welle* (2 de enero de 2025). <https://www.dw.com/en/germany-cdus-merz-wants-positive-trump-trade-approach/a-71199987>

alemanas, la apertura de tales negociaciones con la nueva Administración Trump existe.

### El comercio no es el único desequilibrio

Las negociaciones comerciales pueden desviar el conflicto, pero no eliminar las tensiones entre los dos lados del Atlántico. Más fundamentalmente, ni una estrecha alineación de los tipos arancelarios ni un amplio reconocimiento de la equivalencia reglamentaria pueden cambiar la percepción dentro de la Administración Trump de que la Unión Europea tiene algún tipo de ventaja injusta. La medida de la desigualdad, argumentan, reside en la balanza bilateral de importaciones y exportaciones, en la que la Unión Europea registra un superávit frente a Estados Unidos solo superado por China (Navarro, 2023: 767). Según datos de la Dirección de Estadísticas Comerciales del Fondo Monetario Internacional, la Unión Europea exportó 127.000 millones de euros en bienes a Estados Unidos por encima de lo que importó en 2016, el año anterior a la llegada de Trump al poder. Ese superávit de la UE aumentó a 169.000 millones de euros en 2023, lo que supone aproximadamente el 15 % del déficit global en el comercio de bienes que Estados Unidos tiene con el resto del mundo.

|  
*Las negociaciones comerciales pueden desviar el conflicto, pero no eliminar las tensiones entre los dos lados del Atlántico*  
|

Como reconoce Navarro, los aranceles solo pueden explicar una parte de los desequilibrios

de un país. Otra parte tiene que ver con los flujos de capital, en particular con referencia a la cuenta corriente, que incluye el comercio de servicios y las rentas de inversión, además de bienes como alimentos, materias primas o productos manufacturados. Desde la perspectiva de Navarro (2023: 793): “Cualquier déficit en la cuenta corriente causado por un comercio desequilibrado debe compensarse con un superávit en la cuenta de capital, es decir, la inversión extranjera en [Estados Unidos]”. Lo contrario también es cierto, y cualquier déficit en la cuenta de capital debe compensarse con un superávit en la cuenta corriente. Lo que esto significa en la práctica es que la Unión Europea seguirá teniendo superávit por cuenta corriente con el resto del mundo mientras siga enviando sus capitales al extranjero<sup>2</sup>.

|  
*Gran parte de ese capital europeo se invierte en Estados Unidos. A su vez, esas inversiones dan a los estadounidenses el poder adquisitivo para adquirir más importaciones de Europa de las que pueden cubrir con el dinero que ganan con sus propias exportaciones*  
|

Gran parte de ese capital europeo se invierte en Estados Unidos. A su vez, esas inversiones dan a los estadounidenses el poder adquisitivo para adquirir más importaciones de Europa de las que pueden cubrir con el dinero que ganan con sus propias exportaciones. Y lo que es cierto para Europa también lo es para China, Japón y muchos de los países del sudeste asiático. Los modelos de crecimiento de estos países se basan en

2 Una salida de capital es un débito en las cuentas de capital y, por tanto, tiene un valor negativo; una entrada de capital es un crédito. Esto explica por qué Navarro asoció un superávit de la cuenta de capital con un déficit de la cuenta corriente. Cuando un país importa más de lo que exporta, es decir, cuando tiene un déficit por cuenta corriente, necesita créditos extranjeros para pagar, es decir, una entrada de capital o un superávit. El argumento es que una salida de capital proporciona créditos que los extranjeros pueden utilizar para comprar al país emisor más exportaciones de las que importa.

las exportaciones netas, lo que significa que estos países también tienden a acumular enormes volúmenes de activos denominados en dólares. Y cuanto más dinero envían al extranjero, más dinero pueden utilizar los estadounidenses para pagar importaciones adicionales. De hecho, este desequilibrio macroeconómico –una excesiva dependencia de las exportaciones netas para el crecimiento– es una gran parte de la explicación de los riesgos que se acumularon en los mercados de activos estadounidenses antes de la crisis económica y financiera mundial (Jones, 2009).

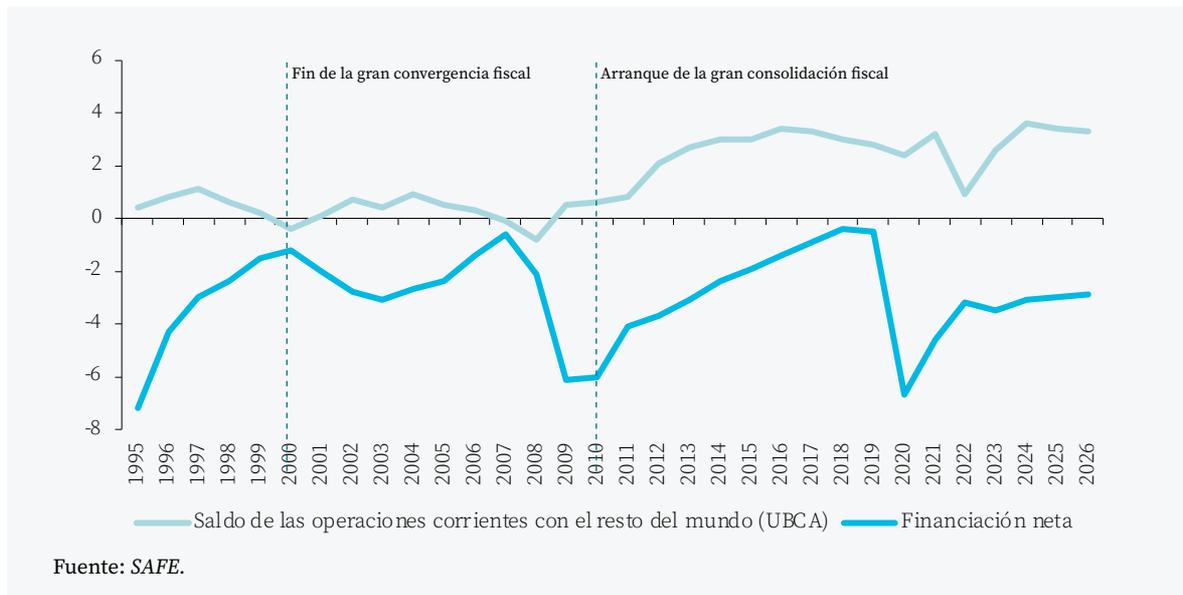
Es importante señalar que la Unión Europea no contribuyó a los desequilibrios macroeconómicos antes de la crisis. Por el contrario, los países europeos con excedentes de ahorro tendieron a invertir en otros países europeos que ofrecían oportunidades para un mayor desarrollo. Esta inversión transfronteriza dentro de Europa es lo que explica la convergencia de los rendimientos nominales de los bonos durante finales de

la década de 1990 y principios y mediados de la década de 2000. También explica la gran divergencia de las balanzas por cuenta corriente entre los países del núcleo que enviaban sus capitales al extranjero y los países de la periferia que eran los receptores de las inversiones intraeuropeas. El inicio de la crisis financiera hizo que esas inversiones transfronterizas se deshicieran repentinamente, colapsando los precios de los activos en la periferia de la zona del euro, incluidos los mercados de deuda soberana. En respuesta, los gobiernos de los países centrales empezaron a presionar a los gobiernos de los países periféricos para que adoptaran modelos de crecimiento impulsados por las exportaciones, al tiempo que consolidaban sus cuentas fiscales (Jones, 2015).

Este patrón puede observarse en el gráfico 1. En la parte izquierda del gráfico, los Estados miembros de la UE emprendieron la convergencia fiscal para cumplir los requisitos de entrada en la moneda única. Una vez en el euro

**Gráfico 1**

**Balance por cuenta corriente y financiación neta de las administraciones en la UE**  
Porcentaje del PIB



o a punto de ingresar, los países con oportunidades de inversión atrajeron el ahorro de los países con economías industriales ya avanzadas. Sin embargo, tras la crisis, todos los gobiernos europeos emprendieron esfuerzos de consolidación fiscal, incluso cuando los bancos y otros grandes inversores institucionales empezaron a invertir cada vez más el ahorro europeo en el extranjero.

En la actualidad, la Unión Europea registra sistemáticamente grandes superávits por cuenta corriente. Además, seguirá haciéndolo independientemente de los aranceles que introduzca la Administración Trump. La única forma de que este patrón cambie es que los responsables políticos europeos creen las condiciones para que el sector privado invierta a través de las fronteras dentro de Europa y acepte mayores riesgos en sus inversiones intraeuropeas. Podría decirse que sería útil tanto un mayor apetito por la inversión transfronteriza como una mayor tolerancia al riesgo. Esta es la conclusión a la que llegó Enrico Letta (2024) en su análisis del mercado interior europeo. Y es una conclusión que Mario Draghi (2024) subrayó en su investigación sobre la competitividad europea. Tanto Letta como Draghi insisten en que los responsables políticos europeos deben completar su ambición de formar una “unión de mercados de capitales” para reducir las barreras a la inversión transfronteriza. También sostienen que los gobiernos deberían relajar las restricciones a los grandes inversores institucionales y crear incentivos para que esas empresas asuman más riesgos.

Si los responsables políticos europeos siguen las recomendaciones de Letta y Draghi, reforzarán el funcionamiento del mercado interior europeo y, al mismo tiempo, sentarán las bases de la futura competitividad de Europa. También crearán

las condiciones para centrar la inversión del ahorro europeo en Europa. Ese reequilibrio del ahorro y la inversión europeos reducirá la exportación de capitales europeos y, por tanto, también el superávit de la balanza por cuenta corriente europea. Esto no eliminará el superávit del comercio europeo con Estados Unidos, pero contribuirá a reducirlo. Algunos países europeos seguirán exportando más a Estados Unidos de lo que importan en productos estadounidenses, pero para otros la situación será la inversa. Es importante destacar que los asesores de Trump reconocen la importancia de este reequilibrio macroeconómico para los resultados comerciales de Europa. En ese sentido, los responsables políticos europeos pueden vender un compromiso creíble con las recomendaciones de Letta y Draghi, como un compromiso para reducir el superávit comercial de Europa con Estados Unidos.

### **La seguridad es un compromiso a largo plazo**

El comercio no es la única fuente de conflicto, ni siquiera la más importante, para la Administración Trump o los congresistas republicanos. Una fricción aún mayor proviene del vínculo entre seguridad y economía. La Administración Trump cree que los europeos se benefician desproporcionadamente del gasto estadounidense en seguridad militar, y que los europeos utilizan esos beneficios para socavar la competitividad estadounidense. Dada la disyuntiva entre una reducción del superávit comercial europeo y un aumento sostenido del gasto europeo en defensa, muchos republicanos, si no la mayoría, pondrían el énfasis en la defensa, especialmente dada la amenaza de Rusia y la guerra en Ucrania (Skinner, 2023: 181-182, 187-188)<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Esta idea se vio reforzada en conversaciones con congresistas republicanos durante la transición de la Administración Biden a la Administración Trump.

La compra de armamento estadounidense para la seguridad europea es una forma de cuadrar el círculo. Sin embargo, estas compras crean divisiones entre los aliados europeos, refuerzan la dependencia de la seguridad al otro lado del Atlántico y ponen en tela de juicio el compromiso político europeo con una acumulación militar sostenida. Todo ello tiende a debilitar y no a reforzar la alianza atlántica. También tienden a reforzar la preocupación de que la Unión Europea sea incapaz de asumir compromisos de seguridad significativos entre sus propios miembros o con países vecinos como Ucrania, Moldavia, Georgia o los Balcanes Occidentales. Estas preocupaciones se plantean en *el Proyecto 2025*, pero también ocupan un lugar central en el análisis de Sauli Niinistö (2024: 4-11, 155-163) sobre los requisitos para la seguridad y la resiliencia europeas.

|  
*Un mayor compromiso con la seguridad  
 militar refuerza los esfuerzos de  
 reequilibrio macroeconómico, incluso sin  
 depender de las adquisiciones de Estados  
 Unidos*  
 |

La inversión a largo plazo en las industrias europeas de defensa, unida a contratos a más largo plazo para la adquisición de armamento europeo, ofrece otra vía hacia la seguridad. Esta estrategia no tiene por qué excluir la posibilidad de adquirir armamento estadounidense, pero subraya la importancia de revisar la situación productiva de Europa, incluso si eso significa reimaginar el papel de las ayudas estatales en el mantenimiento de la competitividad europea. Este es el argumento que expone Draghi (2024: Parte B, 159-171) y reitera Niinistö (2024: 6).

Lo que Draghi y Niinistö no subrayan es que la inversión en defensa es otra forma de que los

europeos redistribuyan sus ahorros dentro de Europa. Esto es especialmente cierto si los gobiernos europeos toman fondos prestados para adquisiciones militares o para crear incentivos para una mayor inversión privada en industrias de defensa. En este sentido, un mayor compromiso con la seguridad militar refuerza los esfuerzos de reequilibrio macroeconómico, incluso sin depender de las adquisiciones de Estados Unidos. Además, es probable que los republicanos del Congreso acepten esta línea de argumentación. Dado que la seguridad es su imperativo, cualquier mejora en las relaciones comerciales –por manifiesta que sea– no es más que la guinda del pastel.

### **Apostar por una agenda constructiva merecería el esfuerzo**

Será más difícil vender este argumento en Europa que a la Administración Trump. A los responsables políticos europeos les costará aceptar un programa de libre comercio limitado que no incluya consideraciones transfronterizas. También les costará aceptar la equivalencia normativa en ámbitos de gran relevancia política, como la seguridad alimentaria. Desde la publicación del Informe Giovanini en los años 90, se han hecho esfuerzos por completar la unión de los mercados de capitales europeos, pero con escasos avances reales. Y las cicatrices dejadas por la crisis económica y financiera mundial en las relaciones entre los países centrales y periféricos de la Unión Europea son difíciles de revertir. Será aún más difícil llegar a un acuerdo sobre la realización de enormes inversiones en seguridad europea, sobre todo si ello implica un endeudamiento público adicional. Los informes Letta, Draghi y Niinistö llamaron la atención cuando se publicaron, pero hasta ahora han generado poco impulso para una reforma duradera. La mayor amenaza –y probabilidad– es que la

entrante Administración Trump solo distraiga la atención europea de iniciativas políticas más importantes que los europeos deberían adoptar para salvaguardar el futuro de Europa.

Pero existe la posibilidad de aprovechar la influencia creada por el uso de aranceles y otros instrumentos comerciales por parte de la Administración Trump para presionar en otra dirección. Los responsables políticos europeos podrían reanudar las negociaciones comerciales al otro lado del Atlántico con el objetivo de

encontrar áreas de posible acuerdo. También podrían utilizar esas negociaciones como otra razón para comprometerse con una agenda de reformas que Letta, Draghi y Niinistö sostienen que es esencial para asegurar el futuro de Europa independientemente de quién sea el presidente en Estados Unidos. Esta nueva agenda no será fácil de cumplir, pero es posible que los responsables políticos europeos no tengan una alternativa real. Quizá la nueva Administración Trump les facilite centrarse en lo que se puede ganar para Europa.

## Referencias

- BARBER, M., y POPE, J. C. (2019). El conservadurismo en la era de Trump. *Perspectives on Politics*, 17(3), 719-736.
- CENTRO DE INVESTIGACIÓN PEW. (2024). *El público aprueba por escaso margen los planes de Trump; la mayoría se muestra escéptica de que vaya a unificar el país*. Filadelfia: Pew Research Centre.
- CHIVVIS, CH. (ed.). (2024). *U.S.-China Relations for the 2030s: Toward a Realistic Scenario for Coexistence*. Washington, D. C.: The Carnegie Endowment for International Peace.
- DANS, P., y GROVES, S. (eds.). (2023). *Mandate for Leadership: The Conservative Promise*. Washington, D. C.: The Heritage Foundation.
- DRAGHI, M. (2024). *El futuro de la competitividad europea, Partes A y B*. Bruselas: Comisión Europea.
- FREUDLSPERGER, CH., y MEUNIER, S. (2024). Cuando la política exterior se convierte en política comercial: The Es Anti-Coercion Instrument". *Journal of Common Market Studies*, 62(4), 1063-1079.
- JONES, E. (2006). Europe's Market Liberalization is a Bad Model for a Global Trade Agenda. *Journal of European Public Policy*, 13(6), 945-959.
- JONES, E. (2009). Shifting the Focus: The New Political Economy of Global Macroeconomic Imbalances. *SAIS Review*, 29(2), 61-73.
- JONES, E. (2015). Unión financiera olvidada: Cómo se puede tener una crisis del euro sin euro. En M. MATTHIAS y M. BLYTH (eds.), *El futuro del euro* (44-69). Nueva York: Oxford University Press.
- LASSMAN, K. (2023). The Case for Free Trade. En P. DANS y S. GROVES (eds.). (2023). *Mandate for Leadership: The Conservative Promise* (796-823). Washington, D.C.: The Heritage Foundation.
- LETRA, E. (2024). *Mucho más que un mercado: Velocidad, seguridad y solidaridad: potenciar el mercado único para ofrecer un futuro sostenible y prosperidad a todos los ciudadanos de la UE*. Bruselas: Consejo Europeo.
- NAVARRO, P. (2023). The Case for Far Trade. En P. DANS y S. GROVES (eds.), *Mandate for Leadership: The Conservative Promise* (765-795). Washington, D.C.: The Heritage Foundation.
- NIINISTÖ, S. (2024). Juntos más seguros: fortalecimiento de la respuesta y la preparación civil y militar de Europa. Bruselas: Comisión Europea.
- SKINNER, K. (2023). Departamento de Estado'. En P. DANS y S. GROVES (eds.). *Mandate for Leadership: The Conservative Promise* (171-197). Washington, D.C.: The Heritage Foundation.



# 04

**Santiago Carbó Valverde**

Universidad de Valencia y Funcas

**Pedro Cuadros Solas**

Cunef Universidad y Funcas

**Francisco Rodríguez Fernández**

Universidad de Granada y Funcas



## Inteligencia artificial en banca: la visión del cliente

La digitalización y la inteligencia artificial (IA) están redefiniendo la relación entre clientes y bancos. Este artículo examina cómo la digitalización, ahora un estándar ampliamente asumido, ha transformado las expectativas de los usuarios, creando tanto oportunidades como retos para las entidades financieras. Se analiza el potencial de la IA para personalizar servicios, mejorar la seguridad y optimizar procesos, pero también las reticencias que genera, especialmente en decisiones autónomas. Además, se aborda la necesidad de equilibrar innovación y confianza, destacando el papel de la transparencia, la gestión ética de datos y la interacción humana como claves para su integración exitosa.

## Introducción

El sector bancario se encuentra en un momento crucial de transformación, marcado por la convergencia de dos fuerzas tecnológicas: la madurez de la digitalización y la irrupción de la inteligencia artificial (IA). Durante las últimas décadas, la digitalización ha evolucionado desde ser un elemento opcional y diferenciador hasta convertirse en un estándar universal en la relación cliente-banco. Más del 90 % de los usuarios utilizan aplicaciones móviles y plataformas web para realizar las gestiones más básicas, como transferencias, consultas de saldo y pagos, evidenciando cómo el canal digital se ha integrado de manera definitiva en el día a día financiero. Sin embargo, con esta adopción masiva, la digitalización ha comenzado a generar un efecto *commodity*: una experiencia funcional pero homogénea que dificulta la diferenciación entre entidades. La buena experiencia digital se da por sentada por parte de los clientes bancarios. En este contexto, la IA emerge como una oportunidad transformadora para renovar esta relación y aportar un nuevo nivel de valor añadido.

La IA promete revolucionar la industria bancaria en múltiples frentes. Desde la mejora en la detección de fraudes y la gestión del riesgo crediticio, hasta la personalización de productos y servicios financieros, las posibilidades son tan amplias como ambiciosas. Además, la implementación de asistentes virtuales y *chatbots* inteligentes está ayudando a redefinir la atención al cliente, haciéndola más ágil y accesible. Sin embargo, esta revolución tecnológica también enfrenta resistencias. Aunque muchos clientes aprecian la mayor seguridad y eficiencia que puede ofrecer la IA, persisten importantes recelos hacia su uso en áreas sensibles, como la toma de decisiones autónomas en inversiones o la evaluación crediticia. Este equilibrio entre

innovación y confianza se ha convertido en un desafío central para el sector.

El informe *Nuevas fronteras de la digitalización bancaria: la irrupción de la inteligencia artificial*, elaborado por Funcas y The Cocktail Analysis a partir de una encuesta representativa de la población bancarizada española formada por 2.018 usuarios entre 18 y 75 años, arroja luz sobre estas tensiones. Gran parte de las conclusiones de este artículo parten de los datos extraídos del informe. Uno de sus hallazgos principales es que las generaciones más jóvenes, familiarizadas con las tecnologías digitales, son las más receptivas a la incorporación de IA en sus interacciones financieras. Por otro lado, los clientes mayores, aunque han adoptado el canal digital para tareas básicas, siguen prefiriendo la cercanía del trato presencial para decisiones financieras más complejas. Este contraste generacional plantea la necesidad de que las entidades financieras adapten sus estrategias para satisfacer expectativas diversas en un ecosistema cada vez más heterogéneo.

Pero el reto no se limita a las brechas generacionales. La IA trae consigo una paradoja: por un lado, los clientes exigen servicios más personalizados y sofisticados, pero, por otro, temen perder el control y la autonomía que el canal digital les ha proporcionado en los últimos años. La clave estará en cómo los bancos logren integrar la IA de forma transparente, demostrando que esta tecnología puede coexistir con los valores tradicionales de confianza y cercanía, y, al mismo tiempo, ofrecer una experiencia de cliente más enriquecedora.

En este artículo, exploraremos cómo la digitalización y la IA están redefiniendo la relación entre los bancos y sus clientes. En la segunda sección, que sigue a esta introducción, analizaremos cómo la digitalización ha sentado las

bases para esta transformación, destacando la segmentación de usuarios según su comportamiento digital. Posteriormente, profundizaremos en las áreas donde la IA ya genera valor, como la seguridad, y en las reticencias que despierta en ámbitos más complejos. En la tercera sección, abordaremos los retos estratégicos que enfrentan las entidades financieras para convertir la IA en una ventaja competitiva sin erosionar la confianza de los clientes. Finalmente, reflexionaremos sobre cómo la IA puede convertirse en el eje central de una nueva etapa de transformación, con recomendaciones prácticas para superar las barreras y maximizar su potencial.

### **La digitalización como base (asumida) de la satisfacción del cliente**

La digitalización ha transformado radicalmente la relación entre los clientes y las entidades financieras, consolidándose como el principal canal de interacción y redefiniendo la manera en que se prestan y perciben los servicios bancarios. Según los datos analizados, el 94 % de los usuarios bancarizados en España utiliza plataformas digitales como aplicaciones móviles y páginas web para gestionar sus necesidades financieras cotidianas. El gráfico 1 muestra cuál es el canal más frecuentemente usado para distintas operaciones bancarias. Como puede observarse, el canal digital domina al presencial (sucursal bancaria) en la mayor parte de actividades financieras. Operaciones como consultar saldos, realizar transferencias o pagar facturas se han convertido en tareas rápidas y accesibles desde cualquier lugar, permitiendo a los clientes una autonomía y comodidad sin precedentes. Este cambio ha marcado el paso definitivo de los bancos hacia un entorno donde lo digital es la norma, dejando la interacción presencial relegada a situaciones puntuales o excepcionales.

A pesar de sus avances, la digitalización también ha creado nuevos desafíos en términos de satisfacción del cliente. Uno de los más destacados es la creciente diversidad de perfiles y

|  
*El 68 % de los usuarios dan por sentado que el canal digital del banco debe funcionar bien. Los clientes, aunque valoran la funcionalidad de las herramientas digitales, ya no perciben estas características como un elemento diferenciador*  
 |

expectativas. Lejos de ser un colectivo homogéneo, la banca se enfrenta a un mosaico de clientes con necesidades, expectativas y comportamientos diferentes en el ámbito digital. El informe anteriormente citado identifica cinco categorías principales de clientes digitales, que van desde los “elementales”, usuarios que realizan operaciones sencillas y esporádicas, hasta los “sofisticados autónomos”, que gestionan de forma proactiva y compleja sus finanzas exclusivamente a través de canales digitales. Estas diferencias no solo responden al nivel de conocimiento y confianza en el uso de la tecnología, sino también a factores generacionales. Los usuarios más jóvenes, familiarizados desde siempre con los dispositivos móviles, priorizan la inmediatez y la experiencia optimizada de las aplicaciones. Por su parte, los clientes mayores suelen preferir plataformas web más tradicionales, donde encuentran una sensación de mayor control y familiaridad.

Sin embargo, esta masificación de lo digital también ha contribuido a una cierta “comoditización” del servicio bancario. El 68 % de los usuarios dan por sentado que el canal digital del banco debe funcionar bien. Los clientes, aunque valoran la funcionalidad de las herramientas

## Gráfico 1

## Canal más frecuente para distintas operaciones

Porcentaje



Fuente: Informe *Nuevas fronteras de la digitalización bancaria: la irrupción de la inteligencia artificial* y elaboración propia.

digitales, ya no perciben estas características como un elemento diferenciador. Por lo tanto, tener una *app* bancaria intuitiva y funcional se ha convertido en una expectativa básica y no en un motivo de fidelización. Esto plantea una paradoja para las entidades: a medida que digitalizan y estandarizan sus servicios, disminuyen las barreras de cambio para los clientes, quienes pueden trasladar sus cuentas o productos a competidores sin percibir grandes diferencias en la experiencia ofrecida.

El nivel de satisfacción que los clientes expresan sobre los servicios digitales refleja esta dualidad. Las tareas más frecuentes, como la consulta de saldos o las transferencias, reciben puntuaciones cercanas a la excelencia, con valoraciones superiores a 8 sobre 10. Sin embargo, cuando se trata de cuestiones más complejas, como la resolución de incidencias o la contratación de

productos financieros específicos, los resultados son menos satisfactorios. Esto sugiere que los canales digitales aún tienen margen de mejora para abordar aspectos donde la experiencia del cliente puede verse afectada por la falta de interacción humana o la rigidez de las interfaces actuales.

Otro punto crítico es cómo la digitalización ha alterado la percepción de control y confianza en el cliente. Por un lado, las plataformas digitales ofrecen mayor autonomía, permitiendo a los usuarios gestionar sus finanzas sin depender de un asesor o gestor. Por otro, esta autonomía puede generar una sensación de aislamiento o vulnerabilidad, especialmente cuando los clientes enfrentan problemas que no pueden resolver fácilmente a través de la interfaz digital. Aquí es donde surge una oportunidad clave para las entidades: no solo deben garantizar una experiencia

funcional, sino también desarrollar herramientas que refuercen la confianza del cliente en situaciones críticas.

La IA se perfila como una solución prometedora para superar estos retos. Gracias a sus capacidades para analizar datos en tiempo real, personalizar recomendaciones y predecir necesidades, la IA puede aportar un nuevo nivel de diferenciación a los canales digitales. Además, puede abordar áreas donde actualmente la digitalización no logra satisfacer plenamente las expectativas del cliente, como la atención proactiva en la resolución de problemas o la creación de experiencias personalizadas que fomenten la fidelización. Estas cuestiones serán exploradas en la próxima sección, donde se analizará el impacto potencial de la IA en la percepción y satisfacción de los clientes bancarios.

### **La inteligencia artificial: expectativas y recelos**

La inteligencia artificial (IA) representa la próxima gran revolución en el sector bancario, con el potencial de transformar tanto la experiencia del cliente como los procesos internos de las entidades financieras. Sin embargo, a pesar de sus promesas, la percepción que los usuarios tienen de esta tecnología es ambivalente, marcada por una mezcla de expectativas y recelos.

|  
*Uno de los usos más apreciados de la IA es su capacidad para mejorar la seguridad, un tema recurrente entre los clientes*  
 |

Según los datos del informe, los clientes reconocen el valor de la IA en áreas como la seguridad, la personalización de servicios y la automatización de tareas repetitivas, pero muestran una

reticencia notable cuando la tecnología se adentra en territorios que perciben como más intrusivos o que pueden acarrear un cierto riesgo. En cualquier caso, la familiaridad con lo digital predispone a una mayor aceptación de la IA, lo que sugiere que aquellos menos digitalizados probablemente quizás necesiten más información y/o experiencias positivas para valorar la IA.

Uno de los usos más apreciados de la IA es su capacidad para mejorar la seguridad, un tema recurrente entre los clientes. Herramientas basadas en IA, como los sistemas de detección de fraudes en tiempo real, generan confianza al actuar de forma preventiva ante actividades sospechosas en las cuentas. Este valor tangible hace que muchos usuarios acepten y valoren la incorporación de la IA en este ámbito, donde su impacto es visible y su rol como protector queda claro. De hecho, el informe señala que la percepción positiva de la IA en seguridad alcanza niveles significativamente altos en comparación con otros usos de la tecnología. El cuadro 1 muestra cómo la IA como herramienta para la prevención de fraudes es el uso con el mayor grado de aceptación importante al alcanzar una valoración de 6,7 sobre 10.

Otro ámbito donde la IA ha comenzado a ganarse la aceptación del cliente es en la personalización. La posibilidad de recibir ofertas y recomendaciones adaptadas a sus necesidades específicas es percibida como un beneficio, especialmente por los usuarios más jóvenes y tecnológicamente avanzados. Por ejemplo, los algoritmos que analizan patrones de gasto y sugieren productos financieros adecuados han sido bien recibidos por su capacidad para hacer la vida financiera del cliente más sencilla y eficiente. Sin embargo, esta aceptación no es universal. Mientras que algunos ven la personalización como una ventaja, otros perciben esta recopilación de datos como una invasión a su privacidad, lo que genera desconfianza hacia las intenciones de las entidades financieras.

El uso de la IA en áreas más complejas, como la gestión de inversiones o la concesión de créditos, despierta todavía más escepticismo. Aunque algunos clientes valoran la posibilidad de contar con algoritmos que eliminen sesgos humanos y optimicen decisiones financieras, muchos temen perder el control en procesos críticos que afectan su bienestar económico. Este temor está relacionado no solo con la falta de comprensión sobre cómo funcionan estos sistemas, sino también con una percepción de deshumanización. Para muchos, delegar estas decisiones a una máquina implica una desconexión emocional que dificulta la confianza, incluso si los resultados objetivos pudieran ser superiores.

|  
*Aunque algunos clientes valoran la posibilidad de contar con algoritmos que eliminen sesgos humanos y optimicen decisiones financieras, muchos temen perder el control en procesos críticos que afectan su bienestar económico*  
|

Además, el informe destaca que las reticencias hacia la IA no se distribuyen de manera homogénea entre los distintos grupos demográficos. Mientras que los usuarios más jóvenes suelen mostrarse más abiertos a experimentar con nuevas tecnologías, los clientes mayores se mantienen más cautelosos, especialmente en áreas relacionadas con la gestión autónoma de su dinero. Este contraste refleja la necesidad de que las entidades adapten sus estrategias, no solo tecnológicas, sino también comunicativas, para abordar las inquietudes específicas de cada segmento.

El desafío, por tanto, no radica únicamente en desarrollar soluciones basadas en IA, sino en integrarlas de manera que los clientes las perciban como un complemento que mejora su

experiencia sin comprometer su autonomía o privacidad. Las entidades financieras deben trabajar en dos frentes: primero, aumentando la transparencia sobre cómo se utilizan los datos y cómo operan los algoritmos; segundo, garantizando que siempre exista una opción humana accesible para quienes prefieren interactuar con un asesor. Solo de esta manera será posible convertir la IA en una herramienta de confianza y fidelización en lugar de una fuente de incertidumbre.

### **Retos para las entidades financieras**

La incorporación de la inteligencia artificial (IA) en el sector bancario no solo promete mejorar la eficiencia operativa y la experiencia del cliente, sino que también plantea desafíos estratégicos y éticos de gran envergadura. Aunque muchas entidades ya han comenzado a implementar tecnologías basadas en IA para optimizar procesos internos y personalizar servicios, el camino hacia una integración plena está lejos de ser sencillo. Los bancos no solo deben garantizar que la tecnología funcione correctamente, sino también abordar cuestiones clave relacionadas con la confianza, la ética y la sostenibilidad en un entorno de creciente escrutinio social.

Uno de los principales retos para las entidades financieras es la construcción y mantenimiento de la confianza del cliente. Como se menciona en el informe, los usuarios suelen mostrarse reticentes hacia la IA en áreas que perciben como invasivas o de alto riesgo, como la toma de decisiones autónomas en materia de inversiones o créditos. Para superar estas barreras, los bancos deben trabajar en la transparencia y en la capacidad de los clientes para entender cómo funcionan los algoritmos y cómo se toman las decisiones. Esto implica no solo desarrollar tecnologías explicables (conocidas como “IA

## Cuadro 1

**Valoración de los clientes de la IA en función del tipo de servicio prestado**

Tipo de uso de la IA	Valoración (sobre 10)	Porcentaje de respuestas $\geq 9$
Detectar anticipadamente y avisarte de intentos de fraude	6,7	36
Automatizar determinadas operaciones que se repiten en el tiempo	5,1	14
Simplificar el proceso de apertura de una cuenta bancaria o de contratación de un producto financiero	4,9	13
Informarte de ofertas y nuevos productos personalizados	4,7	10
Ayudarte a resolver problemas operativos o incidencias	4,5	11
Evaluar tu perfil de riesgo crediticio para tomar decisiones de concesión de crédito	4,2	8
Gestionar tu cartera de inversiones	3,9	6

Fuente: Informe *Nuevas fronteras de la digitalización bancaria: la irrupción de la inteligencia artificial* y elaboración propia.

explicable”), sino también educar a los usuarios para que comprendan los beneficios y las limitaciones de estas herramientas.

La gestión ética de los datos es otro desafío fundamental. La IA depende de grandes volúmenes de datos para operar de manera efectiva, pero su recopilación y uso generan preocupaciones sobre la privacidad. Los clientes necesitan tener la certeza de que sus datos no solo están protegidos, sino también utilizados de manera justa y en su beneficio. Esto obliga a las entidades a diseñar políticas de datos sólidas y transparentes, al tiempo que cumplen con regulaciones estrictas como el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD) en Europa. Además, los bancos deben evitar prácticas que puedan ser percibidas como discriminatorias o que refuercen sesgos,

asegurando que los algoritmos sean auditables y diseñados para mitigar desigualdades.

Otro reto significativo es la capacidad de las entidades para integrar la IA en su estructura organizativa y operativa. Aunque muchas instituciones han adoptado herramientas avanzadas, todavía enfrentan dificultades para adaptar sus procesos internos y sistemas heredados a las nuevas tecnologías. Esto requiere inversiones sustanciales en infraestructuras tecnológicas, así como en la capacitación de los empleados, quienes deben adquirir nuevas habilidades para trabajar de manera efectiva con la IA. Además, la incorporación de la IA debe ir acompañada de un cambio cultural dentro de las organizaciones, promoviendo una mentalidad de innovación y adaptabilidad en todos los niveles jerárquicos.

**Cuadro 2****Retos de la IA para las entidades financieras**

Construcción y mantenimiento de la confianza del cliente	Transparencia acerca de cómo funcionan los algoritmos y cómo se toman las decisiones
Gestión ética de los datos	Diseñar políticas de datos sólidas y transparentes y evitar prácticas que puedan ser percibidas como discriminatorias
Integrar la IA en la estructura organizativa y operativa	Realizar inversiones sustanciales en infraestructuras tecnológicas y un cambio cultural dentro de la organización
Responsabilidad y equidad	Quién es responsable si un algoritmo comete un error que afecta a un cliente? ¿Cómo garantizar que los sistemas de IA no perpetúen desigualdades existentes?

Fuente: Elaboración propia.

El informe también subraya la importancia de equilibrar la automatización con la interacción humana. Aunque la IA puede automatizar una amplia gama de tareas, desde la atención al cliente hasta el análisis de riesgos, los usuarios siguen valorando el contacto humano, especialmente en situaciones complejas o emocionales. Esto obliga a las entidades a replantear sus estrategias de servicio, combinando las capacidades de la IA con la empatía y el juicio humano para ofrecer una experiencia más integral.

Finalmente, las implicaciones éticas y sociales de la IA no pueden ser ignoradas. La automatización de decisiones financieras plantea preguntas difíciles sobre responsabilidad y equidad. ¿Quién es responsable si un algoritmo comete un error que afecta a un cliente? ¿Cómo garantizar que los sistemas de IA no perpetúen desigualdades? Estos dilemas no solo afectan la percepción pública de las entidades, sino que también tienen el potencial de desencadenar conflictos regulatorios y legales si no se abordan de manera proactiva.

## Conclusiones

La inteligencia artificial (IA) está llamada a convertirse en un eje central de la transformación del sector bancario, pero su implementación exitosa depende de un equilibrio delicado entre la innovación tecnológica y la confianza del cliente. Como hemos visto a lo largo de este análisis, los avances en digitalización han sentado las bases para un entorno donde la IA puede aportar valor real, pero también han revelado los retos inherentes a su adopción. Para las entidades financieras, no se trata únicamente de adoptar la tecnología más avanzada, sino de integrarla de forma transparente, ética y alineada con las expectativas de sus clientes.

Uno de los aprendizajes clave es que la confianza y la transparencia son pilares fundamentales para que la IA sea aceptada por los usuarios. En un contexto donde los clientes valoran cada vez más la seguridad y la personalización, las entidades deben ser claras sobre cómo utilizan los datos, cómo funcionan sus algoritmos y qué beneficios concretos obtendrán los usuarios. La IA no debe percibirse como un sustituto del contacto humano, sino como una herramienta que enriquece la relación entre el cliente y el banco, resolviendo problemas de manera proactiva y generando experiencias más personalizadas. Asimismo, es crucial que los bancos no pierdan de vista la diversidad de sus clientes. Las diferencias generacionales

y de comportamiento digital exigen estrategias adaptadas a perfiles variados. Mientras que los usuarios más jóvenes tienden a ser más receptivos hacia la IA, los clientes mayores aún valoran el trato presencial y la familiaridad de los métodos tradicionales. La clave estará en ofrecer un enfoque híbrido, donde las capacidades de la IA se combinen con la empatía y el juicio humano en los momentos que realmente importan.

Cabe destacar también la importancia de abordar los dilemas éticos asociados con la IA. Aspectos como la privacidad de los datos, la equidad en la toma de decisiones y la responsabilidad ante posibles errores son cuestiones que deben resolverse de manera proactiva. Las entidades financieras no solo deben cumplir con las normativas existentes, sino también liderar el debate sobre cómo la IA puede ser utilizada de manera responsable y justa, posicionándose como referentes en este ámbito.

Finalmente, la integración de la IA debe ir más allá de la mera eficiencia operativa. Los bancos tienen la oportunidad de utilizar esta tecnología para redefinir su propuesta de valor, no solo optimizando procesos, sino también ofreciendo nuevas formas de interacción que fortalezcan la relación con sus clientes. La IA, bien aplicada, puede convertirse en un catalizador para recuperar la diferenciación en un mercado donde la digitalización ha nivelado el terreno competitivo.

# 05

**Joaquín Maudos**

Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia,  
director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF



## La accesibilidad de las empresas al préstamo bancario: ¿cuánto importa el tamaño?

Las empresas españolas se benefician de un coste en el acceso a la financiación bancaria inferior al de las empresas de la eurozona, con independencia del importe del préstamo solicitado. Ese coste es mayor en los préstamos de menor importe, que son más característicos de las empresas más pequeñas. No obstante, el sobrecoste que pagan las empresas más pequeñas en relación con las grandes es muy reducido, y mucho menor en España que en la eurozona. Además, solo un reducido porcentaje de empresas españolas (4,53 %) considera que el acceso a la financiación es su principal problema, y aunque ese porcentaje es mayor en las empresas pequeñas (4,91 %), la diferencia con las grandes (4,43 %) es pequeña. Por otra parte, el porcentaje de empresas que se enfrenta a obstáculos en el acceso al préstamo bancario es parecido en España que en la eurozona (7,9 % vs. 7,3 %), siendo el principal obstáculo el miedo al rechazo. Las microempresas son las que se enfrentan a más obstáculos, si bien en España ese efecto tamaño apenas penaliza en el grado de restricción financiera. En consecuencia, el tamaño importa, pero poco en España.

## Introducción

La creación de empleo y el crecimiento económico se asientan en los proyectos de inversión que realizan las empresas. Y para que esos proyectos sean rentables y por tanto viables, es necesario que dispongan de financiación en buenas condiciones. Si el coste de la financiación es elevado, la rentabilidad se compromete y puede incluso hacer inviable un proyecto de inversión. Es en este contexto en el que el sistema financiero en general y el bancario en particular adquieren su protagonismo, ya que son los encargados de canalizar el ahorro a la inversión. Cuanto mayor sea la eficiencia con la que se realice esa función, mejores serán las condiciones que apliquen en el tipo de interés de los préstamos y, por tanto, mayor será la inversión y el crecimiento económico.

Es ampliamente conocido que el tamaño empresarial afecta a las condiciones de la financiación. El principal motivo que lo justifica es el problema de asimetría de información que hay entre prestamistas (bancos) y prestatarios (empresas) y que es menor en las grandes empresas, ya que de ellas se dispone de más información (por ejemplo, con estados financieros auditados). Este problema de información asimétrica da lugar a otro problema de selección adversa y riesgo moral, que es mayor en las pymes que en las grandes empresas. Por estos motivos, existe una relación negativa entre el tamaño empresarial y el grado de restricción financiera.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar las condiciones en el acceso a la financiación bancaria de las empresas españolas, mostrando las diferencias que hay por tamaño y con la eurozona. Para ello centramos el análisis en el periodo más reciente que transcurre desde antes de la crisis del COVID en 2019 hasta la actualidad, con los últimos datos disponibles

fechados a octubre de 2024. Combinamos información de tipos de interés de préstamos bancarios en nuevas operaciones según el importe de la operación (como proxy del tamaño empresarial) y con información que aporta la encuesta que el Banco Central Europeo (BCE) hace a las empresas europeas, en concreto la más reciente disponible del tercer trimestre de 2024.

## Coste de la financiación bancaria

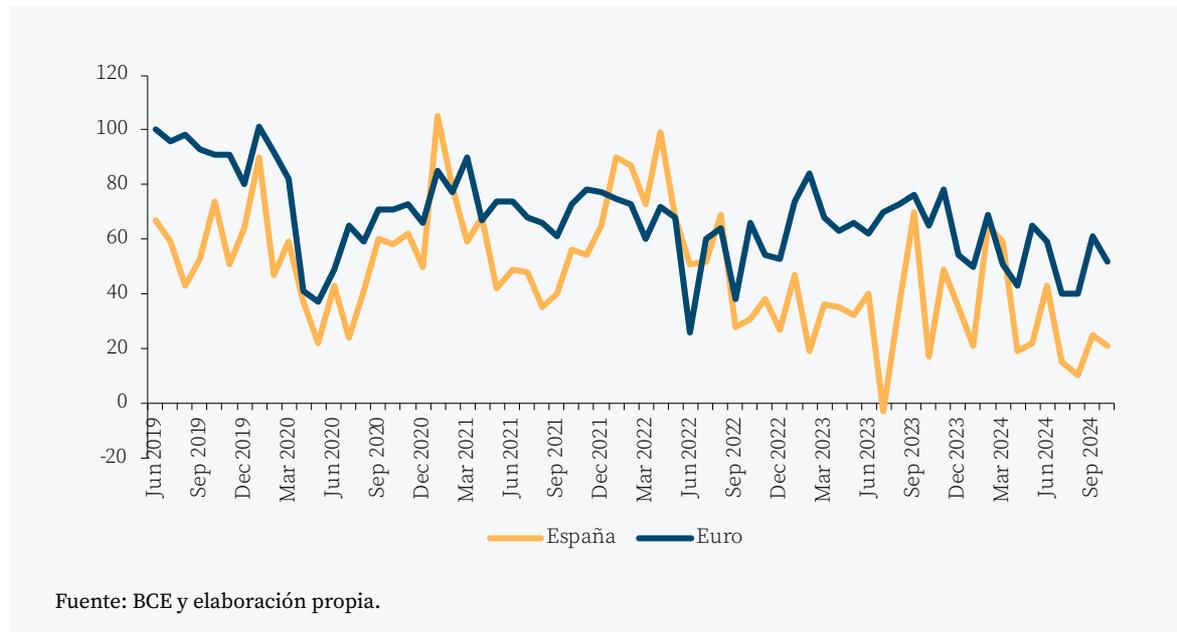
La primera variable que aporta información sobre el grado de restricción financiera al que se enfrentan las empresas en función de su tamaño es el tipo de interés del préstamo, utilizando como aproximación las diferencias de tipos según el tamaño del préstamo. El BCE ofrece información de tres tamaños: menos de 250.000 euros, entre 250.000 y un millón de euros, y más de un millón de euros. También ofrece información de las operaciones de menos de un millón de euros. Es de suponer que los préstamos de más importe son más característicos de grandes empresas, mientras que los de menor importe lo son de micro y pequeñas empresas.

Si nos centramos en la diferencia de coste entre los préstamos de menor y mayor tamaño (menos de 250.000 euros y más de un millón de euros), el gráfico 1 muestra el diferencial en puntos básicos para España y la eurozona. En ambos casos, y salvo en un mes puntual en España, la diferencia siempre es positiva, lo que muestra claramente que las empresas más pequeñas se enfrentan a un coste financiero mayor. Esa diferencia ha llegado a situarse tanto en España como en la eurozona por encima de los 100 puntos básicos (pb) en algunos momentos, pero desde finales de 2023 se aprecia una clara tendencia a la baja, de forma que en octubre de 2024 la diferencia es de solo 21 pb en España y de 52 pb en la eurozona. Por tanto, con la información más reciente

**Gráfico 1**

**Diferencia entre el tipo de interés del préstamo de menos de 0,25 millones y más de 1 millón de euros a empresas**

Nuevas operaciones



disponible, el sobrecoste financiero que pagan las empresas más pequeñas en relación con las grandes es muy reducido, y mucho menor en España que en la eurozona.

*Si el tamaño de menor importe es más característico de las micro y pequeñas empresas, en España estas empresas se benefician de un coste de la financiación más reducido que en la eurozona*

¿Dónde pagan las empresas un tipo de interés más alto en los préstamos que solicitan, en España o en la eurozona? La respuesta la da el gráfico 2 que muestra la diferencia de tipos de interés España-eurozona distinguiendo según el tamaño del préstamo.

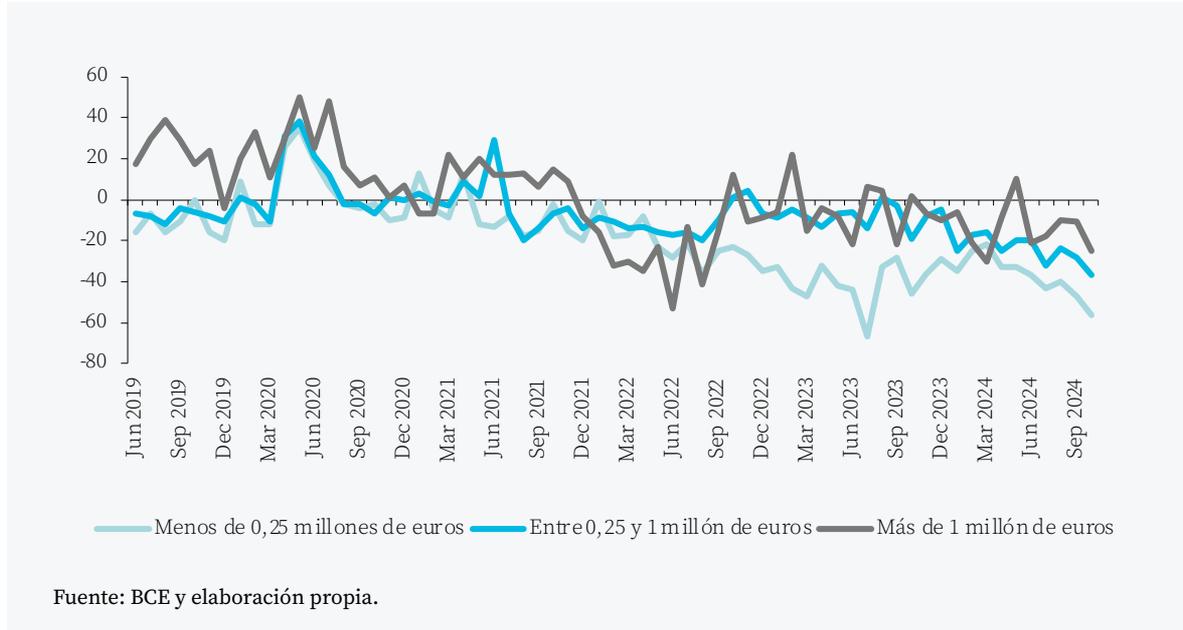
En los préstamos de menor importe (menos de 250.000 euros) hay una tendencia negativa desde mediados de 2020, y desde mediados de 2021 el tipo de interés que aplica la banca española es menor que el que cobra la banca de la eurozona. La diferencia llegó a situarse en 67 pb en verano de 2023 y en octubre de 2024 se sitúa en 56 pb. Por tanto, si este tamaño de menor importe es más característico de las micro y pequeñas empresas, en España estas empresas se benefician de un coste de la financiación más reducido que en la eurozona.

En los préstamos de mediano importe (entre 250.000 y un millón de euros) también la diferencia de tipo de interés entre España y la eurozona se reduce desde el verano de 2021 y en general es negativa desde entonces, de forma que las empresas españolas también en este

## Gráfico 2

## Diferencia entre el tipo de interés de España y la eurozona en préstamos a empresas

### Nuevas operaciones



segmento se benefician de tipos de interés más reducidos. La máxima diferencia se produce precisamente en el dato más reciente disponible, que es octubre de 2024, con un diferencial negativo de 37 pb.

Finalmente, en las operaciones de mayor tamaño (más de un millón de euros), la evolución del diferencial España-eurozona es más volátil sin que se aprecie una tendencia definida en los años analizados, donde coexisten periodos de diferenciales positivos con negativos. En octubre de 2024 el diferencial es negativo, por lo que también en estos préstamos las empresas españolas soportan un coste de la financiación inferior a las europeas (25 pb menos).

Si comparamos los tres tipos de préstamos según la cuantía, es en los de mayor tamaño donde

menor es la diferencia entre España y la eurozona (25 pb), situándose la mayor diferencia en los de menor importe (56 pb). En estos últimos préstamos el diferencial España-eurozona duplica el de los de mayor importe.

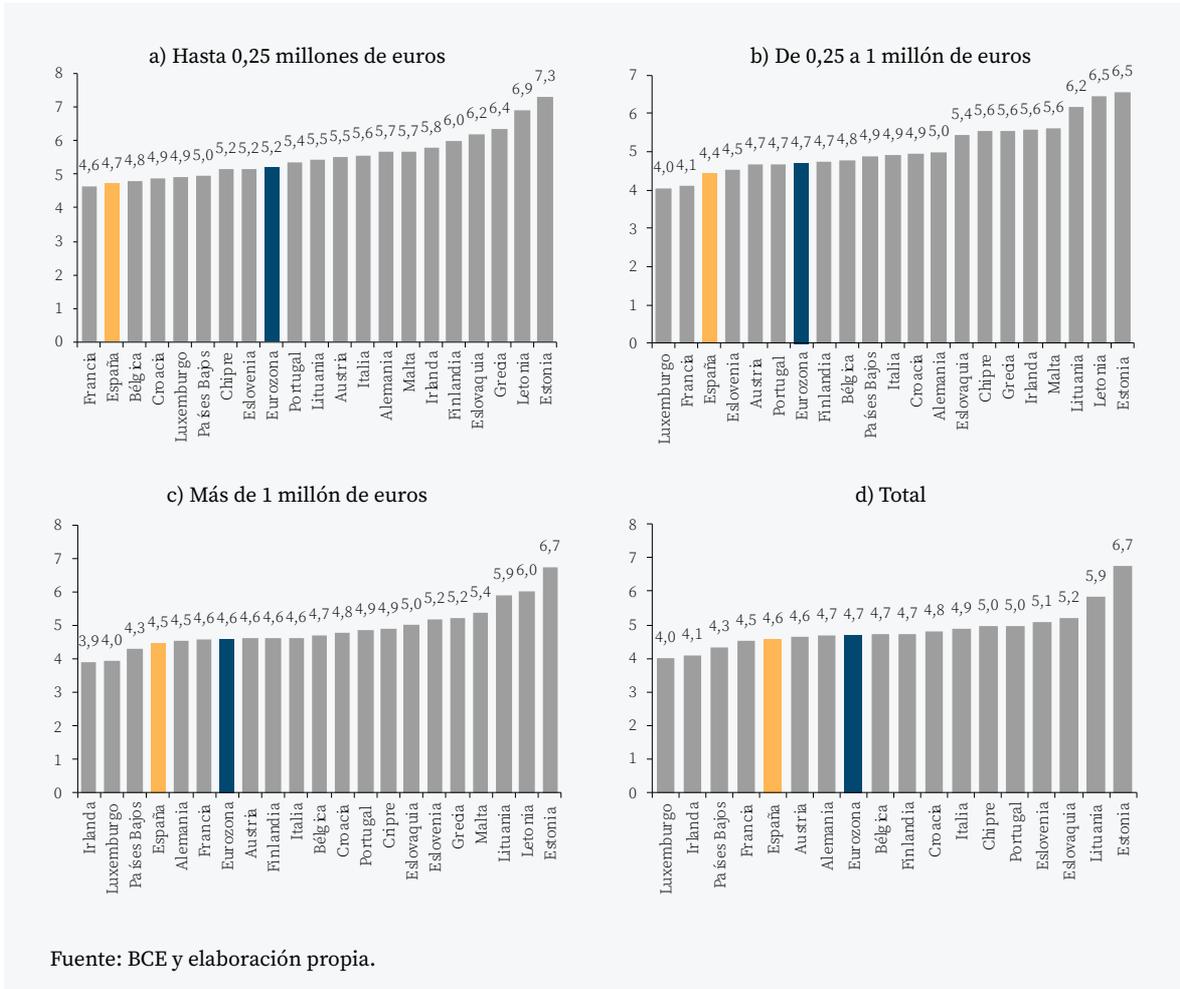
### España en el ranking de la eurozona en coste de la financiación bancaria

Si ponemos el foco en la información más reciente disponible referida a octubre de 2024 (gráfico 3), el tipo de interés medio de un préstamo (nuevas operaciones) a una empresa en España es del 4,6 %, inferior al 4,7 % del promedio de la eurozona. En comparación con los principales sectores bancarios, el coste de la financiación en España es inferior al de Italia y Alemania, pero superior al de Francia.

Gráfico 3

## Tipos de interés en préstamos a las empresas

Nuevas operaciones. Octubre de 2024



En los préstamos de menos de 250.000 euros, la banca española cobra un tipo de interés del 4,7 %, el segundo más reducido de la eurozona, solo por encima de Francia (4,6 %). De los préstamos de 250.000 a un millón de euros, el coste en España es el tercero más reducido, con un tipo de interés del 4,4 %, que solo supera el 4 % de Luxemburgo y el 4,1 % de Francia. En los préstamos de más de un millón de euros, la banca española aplica el cuarto coste más reducido de

*El tipo de interés medio de un préstamo (nuevas operaciones) a una empresa en España es del 4,6 %, inferior al 4,7 % del promedio de la eurozona*

la eurozona (4,5 %), y por debajo de los principales países de la zona del euro (Alemania, Francia e Italia).

## El acceso a la financiación como el principal problema de las empresas

Otra variable que aporta información sobre las diferencias en las restricciones financieras a las que se enfrentan las empresas en función de su tamaño es el porcentaje que declaran que el acceso a la financiación es su principal problema. Es una de las preguntas que contiene la encuesta que realiza el BCE a las empresas y que ofrece información en función del tamaño empresarial.

|  
*Solo un reducido porcentaje de empresas considera el acceso a la financiación como su principal problema, con un valor del 4,53 %*  
 |

Utilizando la última encuesta disponible (referida al tercer trimestre de 2024), solo un reducido porcentaje de empresas considera el acceso a la financiación como su principal problema, con un valor del 4,53 % en España ligeramente superior al 4,05 % de la eurozona. Aunque hay diferencias según el tamaño empresarial, son reducidas y en todos los casos los porcentajes son pequeños.

En cualquier caso, el porcentaje es mayor en las empresas pequeñas (4,91 %) que en las grandes (4,43 %), siendo algo más reducido en las medianas (4,27 %). Es un patrón que se repite en la eurozona, aunque en todos los tamaños los porcentajes son más reducidos. La mayor diferencia entre España y la eurozona se localiza en las pequeñas empresas, con una diferencia de 73 pb: 4,91 % vs. 4,18 %. Para el agregado de las pymes, el 4,58 % de las empresas españolas considera el acceso a la financiación como su principal problema, porcentaje que supera el 4,06 % del promedio de las pymes de la eurozona.

## Obstáculos en el acceso al préstamo bancario

El informe que de forma regular realiza el BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación construye un indicador que puede ser interpretado como de restricción financiera y que mide el porcentaje de empresas que se enfrenta a obstáculos en el acceso a la financiación externa. En concreto, se construye sumando el porcentaje de empresas que: 1) ha solicitado un préstamo a un banco y la petición ha sido rechazada; 2) que no solicita financiación por temor a ser rechazada; 3) que solicita un préstamo, pero solo ha obtenido una parte limitada del importe solicitado; y 4) que solicitó un préstamo que le conceden, pero a un coste demasiado alto que le aboca a rechazarlo. Esa información está disponible tanto para el total de empresas como por tamaños: micro, pequeñas, medianas, grandes y pymes.

Como muestra el cuadro 1, y con los datos más recientes disponibles del tercer trimestre de 2024, el porcentaje de empresas españolas que padecen las consecuencias de estas restricciones/obstáculos en el acceso al crédito bancario es del 7,9 %, lo que supera, pero en muy escasa cuantía, el 7,3 % de la media de las empresas de la eurozona. De ese porcentaje, el principal obstáculo está en el temor al rechazo (3,7 % en España y 4,9 % en la eurozona), ya que supone más de la mitad en la eurozona y el 46 % en España. Le sigue en importancia el hecho de obtener solo una parte limitada de la cuantía solicitada, con un valor en España del 2,7 % que más que duplica el 1,2 % de la eurozona. Los otros dos obstáculos tienen una importancia menor, sobre todo rechazar la financiación concedida porque el tipo de interés es excesivo.

Si nos centramos en el nivel agregado de restricción financiera que suma los cuatro obstáculos,

**Cuadro 1****Empresas con obstáculos en el acceso al préstamo bancario (IIIT de 2024)**

Porcentaje

	TOTAL		PYMES		GRANDES	
	Eurozona	España	Eurozona	España	Eurozona	España
Solicitado pero rechazado	1,00	1,21	1,63	1,84	0,00	0,00
No solicitado por miedo al rechazo	4,94	3,66	5,52	3,73	4,04	3,53
Aceptado pero solo se obtiene una cantidad limitada	1,18	2,68	0,88	1,74	1,64	4,51
Aprobado pero rechazado por coste elevado	0,21	0,34	0,34	0,52	0,00	0,00
<b>TOTAL</b>	<b>7,32</b>	<b>7,89</b>	<b>8,37</b>	<b>7,82</b>	<b>5,68</b>	<b>8,04</b>

	MICRO		PEQUEÑAS		MEDIANAS	
	Eurozona	España	Eurozona	España	Eurozona	España
Solicitado pero rechazado	2,57	1,83	0,93	2,10	1,06	1,52
No solicitado por miedo al rechazo	7,32	4,57	4,51	4,01	4,03	1,58
Aceptado pero solo se obtiene una cantidad limitada	1,18	1,94	0,50	0,61	0,88	2,80
Aprobado pero rechazado por coste elevado	0,20	0,00	0,54	0,85	0,32	1,16
<b>TOTAL</b>	<b>11,27</b>	<b>8,34</b>	<b>6,49</b>	<b>7,57</b>	<b>6,28</b>	<b>7,06</b>

Fuente: BCE y elaboración propia.

el mayor porcentaje se da en las microempresas, aunque con menos intensidad en España que en la eurozona (8,3 % vs. 11,3 %). En estas empresas más pequeñas de nuevo el temor al rechazo es el principal obstáculo, y con mucha más intensidad en la eurozona (7,3 % vs. 4,6 % en España).

Un hecho que llama la atención es que en España las diferencias entre tamaños en este indicador de restricción financiera son menores que en la eurozona. De hecho, ese porcentaje del 8,3 %

en las microempresas es solo 1,2 pp superior que, en las medianas empresas, que son las que presentan el menor porcentaje. En cambio, en la eurozona la diferencia entre el porcentaje máximo del 11,3 % de las microempresas duplica el 5,7 % de las grandes.

Otro rasgo que destacar es que mientras que en la eurozona son las grandes empresas las que menos restricciones tienen en el acceso a la financiación (5,7 % del total), en España son las

medianas, con un valor del 7,1 % inferior al 8 % de las grandes. De hecho, este valor de las grandes también supera al de las pymes (7,8 %), algo que no ocurre en las empresas de la eurozona.

También llama la atención el hecho de que, en las grandes empresas, y tanto en España como en la eurozona, no hay ninguna que declare que su petición de financiación ha sido rechazada y/o

que no la han aceptado porque el coste es demasiado elevado.

En general, el principal obstáculo en el acceso al préstamo bancario está en el temor a ser rechazada la petición, aunque el efecto es más intenso en las empresas de la eurozona. Las mayores tasas de rechazo las sufren las microempresas en la eurozona (2,6 %) y las pequeñas en España (2,1 %).

## Conclusiones

A modo de conclusión, y utilizando la información más reciente disponible, los principales resultados obtenidos son los siguientes:

- Las empresas españolas se benefician de un tipo de interés del préstamo bancario inferior al de la eurozona, con independencia del tamaño del préstamo.
- El coste de la financiación bancaria es mayor en los préstamos de menor importe, si bien el sobrecoste que pagan las empresas más pequeñas en relación con las grandes es muy reducido, y mucho menor en España que en la eurozona.
- Solo un reducido porcentaje de empresas españolas (4,53 %) considera que el acceso a la financiación es su principal problema, y aunque ese porcentaje es mayor en las empresas pequeñas (4,91 %), la diferencia con las grandes (4,43 %) es muy reducida.
- El porcentaje de empresas españolas que se enfrenta a restricciones en el acceso a la financiación bancaria es parecido al de la eurozona (7,9 % vs. 7,3 %).
- Las diferencias en el grado de restricción financiera de las empresas en función de su tamaño son menores en España que en la eurozona. Si comparamos el porcentaje de empresas que se enfrentan a obstáculos, la diferencia entre las pymes y las grandes es de solo 0,2 pp en España, frente a 2,7 en la eurozona. Además, llama la atención que mientras el porcentaje es mayor en las grandes que en las pymes en España, en la eurozona ocurre lo contrario.
- El miedo al rechazo es el principal obstáculo al que se enfrentan las empresas a la hora de acceder al préstamo bancario, siendo su importancia mayor en las microempresas, y con más intensidad en las de la eurozona.
- La tasa de rechazo de un préstamo bancario es nula en las grandes empresas, tanto en España como en la

eurozona. Aunque las mayores tasas de rechazo se dan en las micro y pequeñas empresas, son reducidas (en torno al 2 %).

En base a estos resultados, se puede afirmar (y respondiendo a la pregunta que da título al artículo) que al menos en la

actualidad, el tamaño empresarial importa, pero poco en las condiciones en el acceso a la financiación bancaria en España, y mucho menos que en la eurozona. Además, el coste del préstamo bancario es menor en España con independencia del tamaño, siendo el grado de restricción financiera similar con la eurozona.

## Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO. (2024). *Survey on the Access to finance of enterprises, third quarter of 2024*.

# 06

**Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez**  
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



## Claves de la gestión con tipos a la baja: coste financiero y recomposición del ahorro

Tras casi medio año desde que el BCE iniciase la senda de descensos de tipos, pero casi un año desde que el euríbor comenzó a anticiparlos, el margen unitario (diferencia entre rentabilidad del crédito y coste de los recursos en balance) ha entrado ya en terreno contractivo, viéndose compensada parcialmente esta tendencia por el ligero incremento del volumen de crédito observado en buena parte de 2024. El nuevo escenario de tipos a la baja, el cual es probable que se alargue durante los dos próximos años, pone el foco del negocio bancario en la gestión de los recursos de la clientela –adecuado equilibrio entre recursos fuera de balance y depósitos, y dentro de estos entre vista y plazo–, así como en una contención de gastos como palanca de mejora de eficiencia.

## Gestión del coste de financiación como ventaja competitiva

La subida de tipos de interés de referencia desde mediados de 2022 se ha traducido en una recuperación de los márgenes bancarios a nivel europeo y, especialmente, en el caso español como consecuencia de la mayor sensibilidad de este al escenario de tipos de interés, y de su mayor orientación al negocio minorista, con elevado peso de depósitos de clientes en su estructura del pasivo.

Esa subida de los tipos de interés tuvo su reflejo en el margen de intereses de forma progresiva, consecuencia, principalmente, del decalaje existente en el reprecio de la cartera de inversión crediticia, como analizamos en uno de nuestros artículos ([ver artículo](#)). Como resultado, el margen de intermediación ha registrado una senda alcista desde el inicio de 2023 reflejo de dicho reprecio de la cartera crediticia y un crecimiento de los costes de financiación que ha resultado ser más contenido, siendo especialmente destacable esta contención en el caso de aquellas entidades cuya principal, y prácticamente única, fuente de financiación externa son los depósitos de la clientela, frente a un mayor incremento de los costes medios en las entidades con mayor apelación a financiación recurrente en mercados mayoristas.

En todo caso, teniendo en cuenta que la práctica totalidad de las entidades bancarias españolas cuentan con depósitos de la clientela como principal fuente de financiación, cabe destacar que la capacidad de gestión del coste medio de los recursos minorista ha sido dispar entre ellas y ha estado condicionada por diversos factores relacionados con la posición de liquidez, el modelo de negocio, el posicionamiento geográfico, entre otros factores, que en muchos casos han derivado en una ventaja competitiva para determinadas entidades en los últimos trimestres.

Poniendo el foco en estos dos últimos factores –modelo de negocio y posicionamiento en el mercado–, se ha podido observar cómo entidades especializadas en segmentos de clientes con un tamaño medio de depósito más elevado (tanto de la mano del segmento *retail* como del segmento de empresas e institucional), clientes con un perfil más inversor y, probablemente, con una mayor sensibilidad financiera (mayor posicionamiento en segmentos de cliente banca personal o banca privada) o entidades con un mayor posicionamiento en clientes con un perfil más digital, se han visto obligadas a remunerar de forma más intensa el ahorro de sus clientes con el fin de gestionar el riesgo de salida de estos en un contexto de tipos crecientes.

En el otro extremo, entidades con un volumen relevante de clientes con un perfil más ahorrador, caracterizadas por una masa de depósitos mucho más granular, homogénea y, por tanto, con saldos medios más reducidos, han mostrado una mayor capacidad de gestión en la traslación de la subida de los tipos de interés de referencia a la remuneración de los recursos minoristas.

|  
*Las entidades con una mayor presencia en el ámbito rural –con mayor proporción de su red en municipios pequeños– han mostrado una mayor capacidad de gestión sobre el coste medio de financiación*  
|

Aunque no existe información públicamente granular sobre el volumen de negocio medio por cliente con que opera cada entidad financiera, es posible inferir esa ventaja competitiva en las entidades cuyo modelo de negocio descansa en un marcado posicionamiento geográfico en áreas con mayor acumulación de clientes con dicho perfil ahorrador como pueden ser los municipios de menor tamaño,

**Gráfico 1**

### Relación coste de los depósitos y posicionamiento geográfico

Porcentaje



Fuentes: Afi a partir de información publicada por el Banco de España y entidades.

generalmente con una elevada proporción de población con edad avanzada y caracterizados por un menor dinamismo inversor.

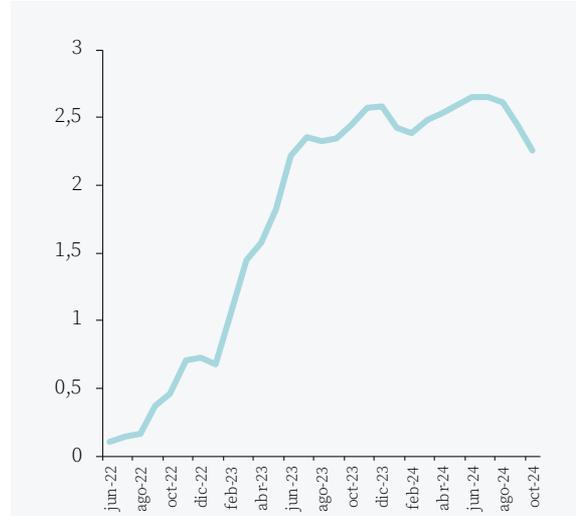
En este sentido, si se analiza la relación entre el coste medio de financiación y el peso de las oficinas en municipios de carácter más rural (municipios de menos de 30.000 habitantes) de una muestra representativa de entidades del sector bancario español (gráfico 1), se puede concluir que existe una relación negativa entre ambas variables. Es decir, las entidades con una mayor presencia en el ámbito rural –con mayor proporción de su red en municipios pequeños– han mostrado una mayor capacidad de gestión sobre el coste medio de financiación, soportando un menor coste medio del saldo de depósitos.

Este mejor posicionamiento en términos de coste de financiación minorista que han presentado

**Gráfico 2**

### Tipo medio de captación de depósitos de hogares

Porcentaje



Fuente: Afi a partir del *Boletín Estadístico* (capítulo 9) Banco de España.

algunas entidades gracias a su modelo de negocio se enmarca en todo caso en un incremento de los tipos de remuneración que de forma generalizada ha resultado ser contenido en el sector, especialmente, durante el primer semestre de 2023 como se puede observar en el gráfico 2, suponiendo un claro condicionante sobre la composición de la estructura del ahorro de los hogares españoles, al que nos referimos a continuación.

### Recomposición del ahorro de los hogares en el contexto de subida de tipos

Este comportamiento del agregado sectorial marcado por un ritmo progresivo de traslación especialmente contenido en la primera parte de 2023 dio paso a un incremento más intenso durante la segunda mitad del año como respuesta, en gran

parte, al impacto que dicha contención tuvo sobre la canalización del ahorro de los hogares durante los primeros meses del año.

En concreto, en el primer semestre de 2023 se observó en el sector una importante salida de depósitos de hogares y empresas que llegó a superar los 40.000 millones de euros en el flujo de salida acumulado de los meses de enero y febrero con respecto al cierre de 2022, alcanzando esta salida en el segmento concreto de hogares casi los 18.000 millones de euros. Si se analiza en detalle el comportamiento del ahorro financiero de los hogares, se puede observar cómo en el primer trimestre de 2023, esta potente corrección de la masa de depósitos de las familias españolas fue canalizado hacia distintas alternativas de inversión más atractivas en dicho contexto.

Por un lado, una parte importante se canalizó hacia fondos de inversión que registraron un pico en términos de suscripciones netas. En concreto, se registraron en dicho trimestre unas suscripciones netas superiores a los 14.000 millones de euros, con un comportamiento especialmente favorable de determinadas tipologías de fondos de inversión como los fondos monetarios y, especialmente, los fondos de renta fija euro a corto y largo plazo.

Por otro lado, otra parte importante del ahorro fue canalizado a inversiones en renta fija, con un volumen de adquisiciones netas que casi alcanzó los 16.000 millones de euros en el primer semestre, mostrando un claro protagonismo las inversiones a corto plazo. Estas inversiones en renta fija a corto plazo se concentraron de forma mayoritaria en inversiones en deuda pública, en línea con la fuerte demanda de letras del tesoro español que se desencadenó en dichos meses.

Adicionalmente, más allá de los trasvases que ponen de manifiesto los flujos de la inversión

financiera de los hogares, se debe mencionar una tercera finalidad principal a la que fue destinada parte de la masa de depósitos de los hogares durante dicho trimestre y siguientes: la amortización de deuda, principalmente, de préstamos hipotecarios, contribuyendo a la reducción de los pasivos financieros de los hogares en términos de préstamos a largo plazo. El entorno de subida de tipos de interés, con una traslación desigual de la subida al coste del crédito frente a la remuneración del ahorro se ha traducido en los últimos trimestres en un claro incentivo para los hogares a reducir sus niveles de endeudamiento, teniendo lugar un incremento de las amortizaciones anticipadas que ha penalizado la evolución del saldo de crédito bancario más allá de la caída de la concesión que se produjo durante el ejercicio 2023.

|  
*El peso de la principal tipología de activos financieros de las familias en España, los depósitos y efectivo, se redujo en tres puntos porcentuales, pasando de acumular el 39,3 % de los activos financieros en 2022 al 36,3 % en 2023*  
|

A pesar de que la revisión al alza de los tipos de remuneración durante el segundo semestre de 2023 dio lugar a una moderación progresiva de las salidas de depósitos –en todo caso, con flujo neto negativo atendiendo a los activos financieros de los hogares en el 2023–, se produjo una modificación en la estructura del ahorro financiero de los hogares durante dicho ejercicio. En esta línea de cambio, el peso de la principal tipología de activos financieros de las familias en España, los depósitos y efectivo, se redujo en tres puntos porcentuales, pasando de acumular el 39,3 % de los activos financieros en 2022 al 36,3 % en 2023. Dentro de esta masa, los depósitos transferibles o a la vista son los que sufrieron una especial

corrección (algo más de 4 puntos porcentuales) hasta suponer en torno al 30 % del total de activos financieros a cierre de 2023. Esta caída fue algo más moderada en el agregado de los depósitos, ya que se vio compensada de forma parcial por la canalización de parte de estos depósitos hacia depósitos a plazo (5 % del total).

En contraste con esta tendencia, se observa un mayor peso del ahorro canalizado a través de esos otros instrumentos que adquirieron protagonismo como son: 1) fondos de inversión (FI), alcanzando un 15 % (+0,8 puntos porcentuales con respecto a 2022), y 2) inversiones directas (renta fija y renta variable) que llegaron a suponer un 32,5 % del ahorro financiero (+2,5 puntos porcentuales con respecto a 2022).

Esta tendencia de recomposición de la estructura de los activos financieros de los hogares ha

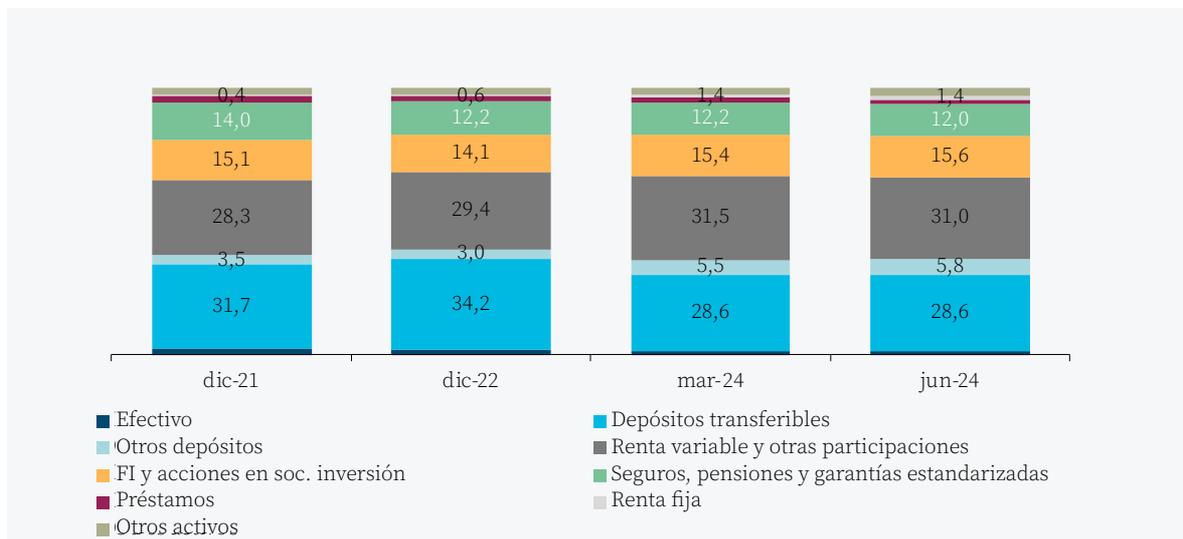
continuado en el ejercicio 2024, en todo caso, con un contraste en el comportamiento del flujo de los saldos frente al ejercicio previo. En este sentido, el ligero crecimiento y estabilidad que ha marcado el comportamiento de los tipos de remuneración de los depósitos durante la primera mitad de 2024 en un escenario de expectativas de bajadas de tipos de interés, unido al buen comportamiento que mantiene la tasa de ahorro de los hogares en este ejercicio, ha favorecido el retorno a un terreno positivo de la tasa de crecimiento de los depósitos durante el ejercicio, con un flujo financiero hacia depósitos en el acumulado del primer semestre de más de 30.000 millones por parte de los hogares españoles.

A pesar de este crecimiento, se ha mantenido también un flujo aun si cabe más positivo que en el acumulado del primer semestre del 2023 hacia fondos de inversión, lo que ha provocado que el

**Gráfico 3**

**Estructura del ahorro financiero de los hogares**

Porcentaje sobre los activos financieros totales

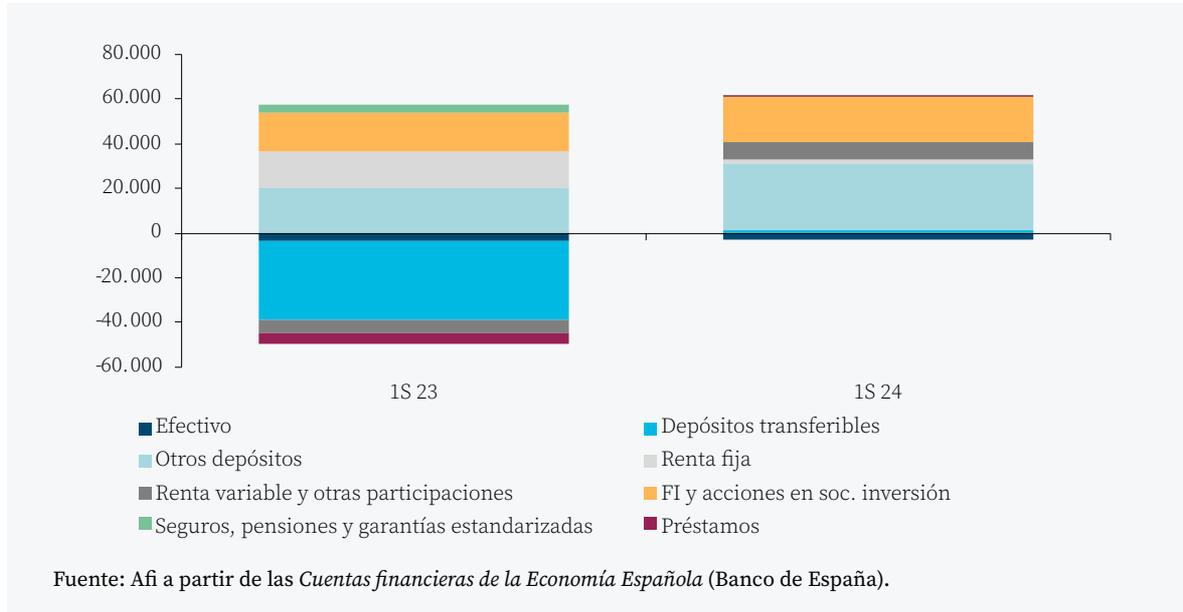


Fuente: Afi a partir de las *Cuentas financieras de la Economía Española* (Banco de España).

## Gráfico 4

## Flujo acumulado en el semestre de las principales partidas de activos financieros de los hogares

Millones de euros



peso de los depósitos y efectivo sobre el ahorro de los hogares haya seguido reduciendo su peso hasta suponer el 35,8 %, estabilizándose el peso de los depósitos a la vista y manteniéndose una tendencia al alza en los depósitos a plazo del conjunto de los hogares.

### Gestión del coste de financiación como palanca de rentabilidad

En términos de negocio bancario, este progresivo trasvase que se mantiene hacia los depósitos a plazo y la estabilización del tipo medio de remuneración de los depósitos a los hogares en el primer semestre del año, contrasta con la evolución que muestra el margen de intermediación de este sector, el cual a pesar de mantener una tendencia alcista en el acumulado del año empieza a mostrar signos de agotamiento en su

senda de crecimiento, habiendo alcanzado probablemente sus niveles máximos en este ejercicio como señalaba el Banco Central Europeo en su último *Financial Stability Review*.

|  
*La rentabilidad de la cartera crediticia –principal partida de ingresos financieros en el sector– se habría estabilizado en el primer semestre del año, iniciando ya una senda de descenso*  
 |

En esta línea, de acuerdo con los datos publicados por las principales entidades del sector bancario español en el tercer trimestre del año, la rentabilidad de la cartera crediticia –principal partida de ingresos financieros en el sector– se habría estabilizado en el primer semestre del año, iniciando ya una senda de descenso en el

tercer trimestre que probablemente se mantendrá de cara a los siguientes, a pesar de la progresiva reactivación observada en el saldo de crédito, la cual contribuiría a contener la caída por efecto volumen.

Este contexto de moderación progresiva de los ingresos obliga a las entidades de crédito a buscar palancas alternativas en su cuenta de resultados que permitan compensar esa menor generación de ingresos financieros vía refuerzo de ingresos alternativos como las comisiones netas o mediante la gestión eficiente de la estructura de costes y gastos, como palanca adicional para preservar los niveles de rentabilidad alcanzados.

Y sin duda alguna, en esa gestión de gastos de toda tipología, la principal palanca se encuentra en la gestión del coste de financiación, la cual

resulta clave para preservar los márgenes unitarios, explotando la ventaja competitiva que, como se ha puesto de manifiesto, han mostrado algunas entidades del sector o, en su caso, gestionando el trasvase del ahorro hacia depósitos a plazo observado en los últimos trimestres, en la línea de reducción de los tipos de remuneración que se ha empezado a observar en los principales sectores bancarios europeos durante el primer semestre de 2024 y de forma más reciente en el caso de la banca española (gráfico 2).

Esta estrategia debe ser implementada no solo desde la perspectiva de gestión de márgenes, sino también con la visión de aportar valor a los clientes –especialmente ahorradores– mediante el asesoramiento para la canalización de sus ahorros a través de productos que le aporten una mayor rentabilidad.

## Conclusión

Durante el ejercicio 2024, la anticipación de un cambio en el escenario de tipos y su posterior confirmación con las primeras bajadas por parte de los bancos centrales tanto a un lado como a otro del Atlántico con diferente ritmo e intensidad, ha supuesto que durante este ejercicio los márgenes de intermediación del sector y, en concreto, el margen de la clientela resultante de la actividad minorista, hayan alcanzado muy probablemente sus niveles máximos, iniciándose un periodo

de corrección progresiva. Este escenario apremia a las entidades a buscar palancas en su cuenta de resultados para preservar los niveles de rentabilidad alcanzados. Entre estas palancas, la gestión del coste de financiación resulta clave teniendo en cuenta que este escenario de tipos a la baja convive con unos elevados niveles de tasa de ahorro de los hogares que mantienen un elevado ritmo de crecimiento de los depósitos, pero que también supone una oportunidad para aportar valor a los clientes mediante la oferta de alternativas para canalizar dicho ahorro.

# 07

**María José Moral\***  
UNED y Funcas

\* Agradezco los comentarios de Fernando Arias y Carlos Ocaña a una versión previa del texto. En cualquier caso, la responsabilidad del producto final es exclusiva de la autora.



## Debilidad en el rendimiento agregado de las empresas constructoras: a la baja productividad se une la falta de capital humano

El sector de la construcción sobrevivió al colapso que supuso la Gran Recesión, manteniendo una senda estable de crecimiento hasta la pandemia. Desde entonces, el repunte de la demanda de vivienda unido a la subida del precio permitió una fuerte recuperación de los márgenes empresariales. No obstante, la subida del tipo de interés frenó esta tendencia de márgenes crecientes. En la actualidad, se ha superado esta dificultad, pero cobra importancia el problema de la insuficiente disponibilidad de mano de obra cualificada que lastra la productividad agregada del sector. Aunque la ejecución de los fondos *Next Generation* favorece enormemente al sector, es fundamental buscar soluciones a la falta de capital humano. De lo contrario los márgenes de las empresas estarán muy comprometidos y dificultará la expansión de la oferta de viviendas (tan necesaria en estos momentos).

## Una década de resistencia y estabilización

A comienzos del siglo XXI se consolidó una burbuja inmobiliaria<sup>1</sup> que dio al sector de la construcción un inusual protagonismo pues representó, entre 2005 y 2007, el 10,7 % del PIB y el 13,4 % del empleo<sup>2</sup>. Pero la Gran Recesión supuso una reestructuración imponente y, en 2014, la construcción generaba el 5,1 % del PIB, equiparándose a la media europea. Desde entonces, esta cifra se ha mantenido muy estable y, en 2023, se sitúa en el 5,0 % del PIB español (similar al 5,2 % de la UE-27). En cualquier caso, entre los países que componen la Unión Europea siguen existiendo importantes diferencias estructurales. Así, al igual que ocurría con la España de finales del siglo XX, países como Polonia hace unos años o actualmente Rumanía poseen un sector de la construcción que genera el 8 % de su PIB (gráfico 1).

La sobredimensión del sector de la construcción en España, así como el cambio estructural sufrido con la Gran Recesión ha motivado la proliferación de numerosos estudios<sup>3</sup>. La aportación de este artículo es doble. Por una parte, se estudia el sector desde una perspectiva diferente pues utiliza datos registrales sobre los resultados de las empresas constructoras. Por otra parte, la última década llegando hasta el tercer trimestre de 2024 (últimos datos disponibles al cierre de este artículo). Esta etapa es especialmente

interesante pues los efectos fundamentales de la Gran Recesión ya están asimilados y, además, ha pasado tiempo suficiente desde la pandemia para evaluar plenamente la recuperación del sector ante este nuevo *shock*. La base de datos utilizada consiste en datos agregados de registros de IVA y de retenciones a trabajadores que las empresas societarias (sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada) presentan en la Agencia Tributaria Española<sup>4</sup>.

El trabajo se estructura de la siguiente forma. En la sección segunda se examina el comportamiento del valor añadido generado por las empresas constructoras. A continuación, se estudia la evolución de los costes salariales y, posteriormente, se comenta el desempeño y la rentabilidad a través de los márgenes. El artículo se cierra con un resumen de las principales conclusiones.

## Valor añadido bruto generado por las empresas constructoras

Durante la última década las empresas constructoras han mantenido un buen ritmo de crecimiento de la facturación, pero no siempre ha sido suficiente para garantizar un aumento del valor añadido debido al impacto de los costes de materiales (en el gráfico 2 se presenta el VAB implícito<sup>5</sup> interanual para las empresas

1 A finales del siglo XX estaba sobredimensionado respecto a otros países de su entorno (en 1995, representaba el 8,6 % del PIB). Entonces había una explicación plausible, ya que se estaban realizando numerosas infraestructuras (autopistas, aeropuertos, etc.) y, aunque la población residente no presionaba en exceso en la demanda de vivienda, el desarrollo del turismo sí la aumentaba significativamente.

2 Para tener una referencia de estas magnitudes, baste decir que la industria (manufacturas y energía) representó el 15,8 % del PIB y el 15,0 % del empleo.

3 Véase, por ejemplo, Albornoz (2010), Cuadrado-Roura (2011), CES (2016), Montalvo (2013 y 2019), Banco de España (2023) ó Ezquiaga (2024).

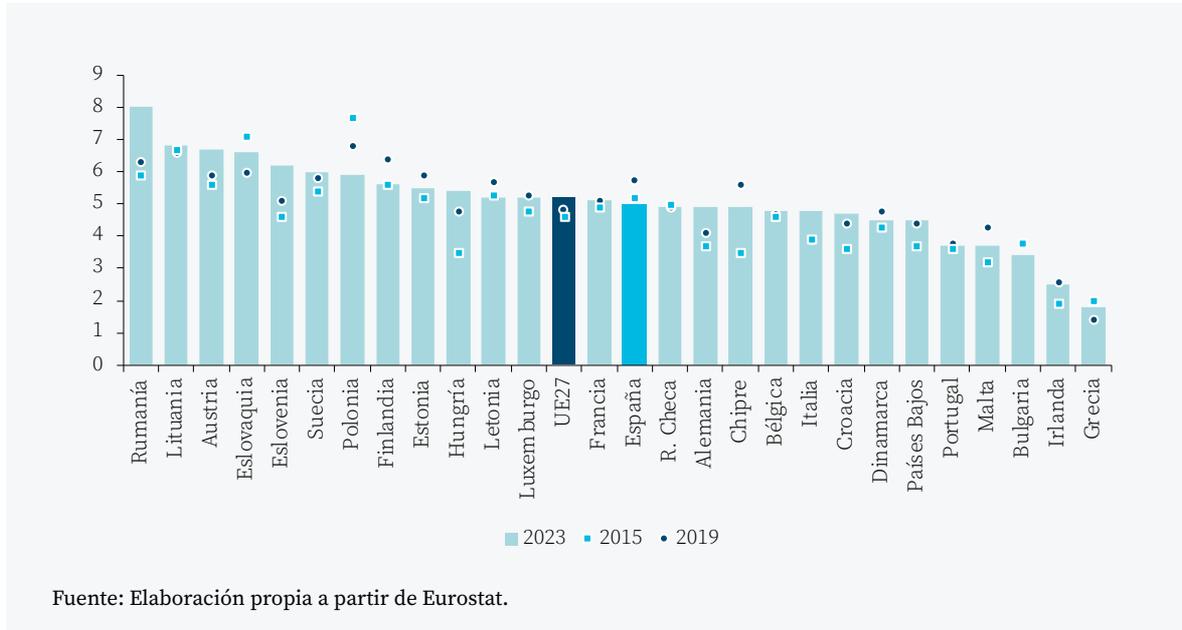
4 En Moral (2024) se presenta un análisis detallado de la base de datos registrales empleada, así como del sector inmobiliario.

5 Diferencia entre ingresos por ventas (a precios básicos) y los costes de insumos (a precios de adquisición). Se utiliza el IPC general para deflactar las series de facturación y compras.

Gráfico 1

## Contribución del sector de la construcción al PIB en la UE-27

Porcentaje sobre el PIB de cada país



constructoras desde 2015 hasta el tercer trimestre de 2024).

Hasta 2019, las empresas constructoras aumentaron el VAB a una tasa anual constante del 4,6 % acorde con el desarrollo de una etapa expansiva de la economía. La pandemia truncó esta tendencia positiva, si bien la recuperación posterior fue de tal magnitud que permitió que el valor añadido bruto interanual creciera a una tasa anual constante del 7,2 % entre 2019 y 2022.

Las condiciones que permitieron este extraordinario comportamiento fueron varias. Por una parte, el mayor avance de los precios de la vivienda nueva en comparación con el nivel general de precios de la economía<sup>6</sup> al tiempo que los precios

de los materiales todavía se mantuvieron muy estables. Por otra parte, existió un incremento de transacciones de vivienda nueva muy significativo (a mediados de 2022, el acumulado interanual era un 25 % superior al registrado en 2019). Sin embargo, en 2023 esas condiciones empeoraron debido a un incremento del precio de las materias primas y la energía (ANCI, 2014) y a la subida del tipo de interés que frenó la demanda de vivienda nueva. Con todo, en 2024, la variación real del VAB está estancada e incluso el tercer trimestre retrocede respecto al mismo período de 2023.

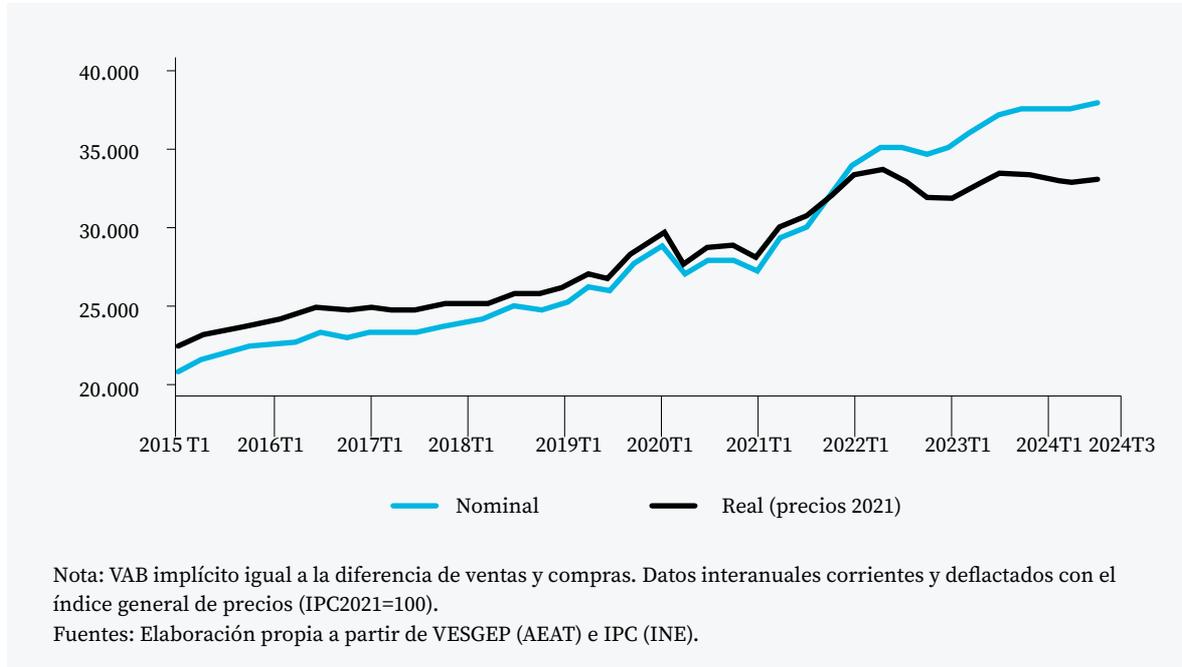
El débil resultado del sector a nivel agregado desde mediados de 2022 es significativo. Más aun cuando las variables macroeconómicas que

6 Entre 2021T1 y 2024T1 el precio de la vivienda nueva ha subido a una tasa anual equivalente del 8,7 % frente a un 5,4 % del índice general de precios.

## Gráfico 2

**Valor añadido bruto (implícito) de las empresas constructoras**

Millones de euros



más inciden sobre esta actividad están evolucionando positivamente en los últimos meses. En efecto, el tipo de interés de hipotecas nuevas alcanzó el máximo en octubre de 2023 y la facturación está aumentando debido a que precio de la vivienda sigue subiendo un 10,1 %, lo que supone una tasa muy superior a la media de la economía y, además, desde el primer trimestre de 2024, las transacciones interanuales de vivienda también crecen. Por su parte, los precios de los materiales de la construcción pararon su crecimiento y, en el último año, incluso han bajado un 0,65 %.

Además, en este relato del impacto del entorno económico, no hay que olvidar el efecto positivo

procedente de los fondos *Next Generation*, ya que una parte muy relevante se está destinando a la rehabilitación de viviendas y edificios (muchos públicos), así como la rehabilitación y construcción de infraestructuras. Sin ánimo de ser exhaustivos, de las 1.698 convocatorias de la Administración General del Estado (AGE) ejecutadas a 31 de marzo de 2024, tan solo 11 proyectos relacionados con infraestructuras y rehabilitación de edificios públicos AGE<sup>7</sup> sumaban 6.558,75 millones de euros (un 26,09 % del total de las convocatorias ejecutadas por AGE). En el caso de las convocatorias destinadas a entidades locales las ayudas para “la rehabilitación de edificios de titularidad pública” ascendía a

<sup>7</sup> Solo se incluyen proyectos que claramente van dedicados a infraestructuras y rehabilitación, no se incluyen otros que pueden involucrar a varios sectores; por ejemplo, los que implican infraestructura física y digital o proyectos de infraestructuras energéticas (Véase <https://planderecuperacion.gob.es/>).

593,12 millones de euros (un 23 % de estas convocatorias).

La falta de dinamismo en el valor añadido bruto del sector de construcción es resultado de la baja productividad media y la dificultad para aprovechar las mejoras tecnológicas disponibles. Aunque es cierto que existe una notoria dualidad y este factor no aplica a las grandes empresas que diversifican más hacia mercados internacionales, operan en mayor medida en el sector de infraestructuras y aprovechan las economías de escala, pero aún así, en el agregado los resultados son muy mejorables.

|  
*La falta de dinamismo en el valor añadido bruto del sector de construcción es resultado de la baja productividad media y la dificultad para aprovechar las mejoras tecnológicas disponibles*  
|

Que existe una baja productividad agregada en el sector de la construcción no es algo nuevo. Entre otros, un estudio de Mckinsey (2017) mostraba que el sector de la construcción español redujo su productividad media entre 1995 y 2015, sin embargo, las empresas grandes sí aumentaron su productividad. En concreto, entre 2010 y 2014 las cinco empresas constructoras españolas más grandes eran un 175 % más productivas que la media del sector. Esta diferencia de productividad también se observaba en otros países, pero no de forma tan acusada. Por ejemplo, en Alemania era del 89 %, y aun menor en Francia (77 %) o el Reino Unido (56 %).

En cualquier caso, el análisis del VAB del conjunto de las empresas es interesante porque es la magnitud con la que cuentan las empresas para remunerar a los factores productivos, el trabajo y el capital<sup>8</sup>. Luego si el VAB no avanza ya pone de manifiesto que la remuneración de los factores de producción estará comprometida.

### Costes laborales al alza

Siendo un sector muy intensivo en trabajo donde, además, existen trabas para que aumente la productividad por lo que es importante conocer cómo evolucionan los costes laborales si el objetivo final es obtener una panorámica de la rentabilidad de las empresas.

|  
*El fuerte ajuste en términos de empleo durante la Gran Recesión (se destruyó el 31 % de los puestos de trabajo) explica que las empresas constructoras empezaran a contratar prácticamente desde el inicio de la fase expansiva*  
|

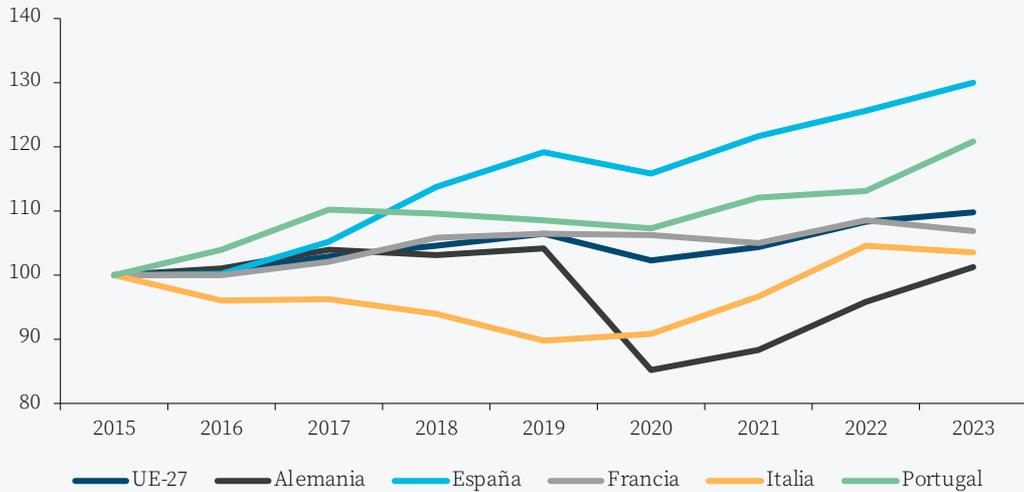
En la última década, las empresas constructoras han creado empleo a un ritmo muy intenso, solo con la excepción de los tres trimestres más duros de la pandemia en 2020. De hecho, desde 2021 se está contratando a trabajadores a una tasa media anual del 4,4 %, cuando en el conjunto de la economía española esta tasa es del 3,8 % interanual (según la EPA).

El fuerte ajuste en términos de empleo durante la Gran Recesión (se destruyó el 31 % de los

8 El valor añadido bruto se reparte en:  $VAB=CL+REB$ . La remuneración del factor trabajo ( $CL$ ) incluye todos los costes salariales, es decir, los salarios y también otros costes asociados a este factor que paga la empresa como las cotizaciones sociales o las indemnizaciones por despido. Por su parte, la remuneración de capital se equipara con el resultado económico bruto ( $REB$ ) de explotación e incluye todas las rentas que recibe la empresa antes de hacer frente al pago de impuestos e intereses, así como de dotar las amortizaciones.

## Gráfico 3

## Empleo en el sector de la construcción en Europa



Nota: Índice base 2015 para cada país, calculado sobre el total de personas ocupadas en el sector de la construcción (asalariados o no).

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

puestos de trabajo) explica que las empresas constructoras empezaran a contratar prácticamente desde el inicio de la fase expansiva. En otros países europeos, sin embargo, como la destrucción de empleo fue menor no tuvieron la necesidad de contratar a nuevos trabajadores tan pronto. Esto explica que el patrón de creación de empleo durante la última década haya sido más intenso en España que en la media de la UE-27 o en Alemania, Francia, Italia o Portugal (véase el gráfico 3), siendo el único de estos países que aumentó el empleo de forma significativa entre 2018 y 2019.

Los costes laborales dependen tanto del volumen de empleo como de su remuneración. En cuanto a los salarios medios los datos que

registran las empresas indican que hasta 2019 no aumentaron, pero ese año mostraron un incremento del 3,7 % en términos reales. Durante la pandemia se estancó esta tendencia y, entre 2021 y 2023, los trabajadores de la construcción han experimentado una pérdida de poder adquisitivo de un 3,5 % (retrocediendo prácticamente a los niveles de 2015). No obstante, esta tendencia se ha roto y ya los salarios reales están creciendo a un ritmo similar al de prepandemia<sup>9</sup>. Esta tendencia positiva en los salarios se debe poner en valor puesto que es simultánea al aumento significativo del empleo. Es importante señalar que el crecimiento de la remuneración media se explica, por una parte, por la contratación de trabajadores más cualificados cuyo salario medio es mayor y, por otra, porque incluso en los

<sup>9</sup> En el tercer trimestre de 2024 la remuneración media real a los asalariados ha crecido un 3,7 % respecto al mismo trimestre de 2023.

puestos de menor cualificación existen dificultades para encontrar obreros y para mantenerlos en la empresa es preciso subir la remuneración (BBVA Research, 2024).

Una parte relevante del incremento en la remuneración de los asalariados es reflejo también de la mejora en las condiciones laborales de los trabajadores de este sector, en especial, a lo referente al tipo de contrato. En primer lugar, se ha producido un paulatino incremento del peso de los asalariados, ya que en el tercer trimestre de 2015 tan solo el 68,2 % de los trabajadores del sector de la construcción eran asalariados, mientras que en el mismo trimestre de 2024 esta cifra alcanza al 76,4 %. En segundo lugar, es el sector económico donde más ha crecido la presencia de asalariados con contrato indefinido y en 2024 el 85,3 % de los asalariados posee un contrato indefinido frente a un 60,0 % en 2019. Sin duda, este es un cambio estructural beneficioso para los

trabajadores y que, aunque ya se ha trasladado a mayores costes, debe repercutir en la mejora de la productividad en el futuro.

### Debilidad en los márgenes empresariales en la construcción

La otra componente del valor añadido bruto va al capital. Tradicionalmente, la remuneración media del capital en las empresas de la construcción es bastante más baja que en el resto de empresas no financieras. En 2015, según un informe del Banco de España (BdE, 2023) la remuneración del capital en la construcción solo representaba el 27,8 % del VAB cuando en el resto de las empresas financieras se llegaba al 34,3 %. Evidentemente esta distancia se justifica por ser un sector de baja productividad (Observatorio de la Productividad y la Competitividad en España, 2024), pero lo

#### Cuadro 1

### Resultado económico bruto de las empresas constructoras

	Porcentaje sobre VAB	Porcentaje sobre ventas
2015	29,75	8,68
2016	29,87	8,76
2017	24,52	6,44
2018	21,21	5,33
2019	18,45	4,41
2020	25,22	6,81
2021	24,95	6,37
2022	31,30	8,06
2023	28,27	7,09
2024	24,45	6,07

Nota: Datos interanuales del 3<sup>er</sup> trimestre de cada año.

Fuente: Elaboración propia a partir de VESGEP (AEAT).

preocupante es que este diferencial no se está corrigiendo.

|  
*En perspectiva comparada con otras actividades económicas cabe señalar que el débil comportamiento, en media, del último año de las empresas constructoras no se corresponde con lo observado en otros sectores industriales*  
|

Con anterioridad a la pandemia, la evolución del resultado económico bruto de explotación (beneficios antes de impuestos, intereses y amortizaciones netas) fue especialmente complicada debido al incremento de los costes laborales ya comentado y que llevó a que en 2019 el resultado económico bruto de explotación representara solo el 4,4 % de las ventas. La menor presión de los costes laborales posterior contribuyó al crecimiento del VAB y consecuentemente a una

mejora en los márgenes. Sin embargo, desde mediados de 2022, el incremento de los costes de los materiales, del tipo de interés y de los salarios ha reducido los márgenes de las empresas constructoras y en el tercer trimestre de 2024, los márgenes se sitúan en el 6,1 % de las ventas, muy lejos del 8,7 % obtenido en 2015 (cuadro 1).

En perspectiva comparada con otras actividades económicas cabe señalar que el débil comportamiento, en media, del último año de las empresas constructoras no se corresponde con lo observado en otros sectores industriales. Si bien es cierto que las empresas constructoras ya habían recuperado con creces los niveles prepandemia muy pronto (en 2022), mientras que las empresas industriales no. El problema fundamental que actualmente está limitando el rendimiento de las empresas constructoras es la escasez de mano de obra cualificada que está presionando al alza los salarios y comprometiendo los resultados económicos.

## Conclusiones

Tras la Gran Recesión, las empresas constructoras han mantenido una senda estable en la expansión. Además, reaccionaron muy rápidamente ante el *shock* que supuso la pandemia gracias al crecimiento de las ventas de vivienda nueva en un período donde su precio seguía subiendo significativamente. La aparición de obstáculos como la subida del tipo de interés o la insuficiente disponibilidad de mano de obra con la cualificación necesaria para el sector han puesto en alerta a las empresas. De hecho, en el último año han aminorado los márgenes en relación con las ventas.

Las expectativas tienden a ser, parcialmente, positivas porque el tipo de interés ha invertido su tendencia y está siguiendo una senda decreciente, aunque todavía puede presentar una dificultad para la financiación y la ejecución de inversiones. Además, la ejecución de los fondos *Next Generation* va a seguir teniendo un impacto positivo en el sector. El reto más significativo que presiona al sector es la necesidad de mejorar la productividad (sobre todo en las pequeñas empresas) para hacer frente a un cambio estructural en la composición de la fuerza laboral que requiere mejores condiciones de trabajo (contratos indefinidos y con mejores salarios).

Desde un aspecto amplio de política económica, en un contexto en el que la demanda de vivienda sigue creciendo, y dada la envergadura del problema de la vivienda, sería conveniente que las Administraciones promovieran la formación de trabajadores en todos los niveles de cualificación.

El sector de la construcción debe ser atractivo para captar trabajadores capacitados para poder impulsar una productividad que lleva décadas estancada a pesar de los avances tecnológicos y de mejoras específicas en empresas (mayoritariamente grandes).

## Referencias

- ANCI. (2024). Evolución de los precios de los materiales, la energía y la mano de obra en la construcción. Asociación Nacional de Constructores Independientes. <https://ancisa.com/publicaciones/#informesanci>
- BANCO DE ESPAÑA. (2023). Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras 2022. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/informacion-estadistica/central-balances/>
- BANCO DE ESPAÑA. (2024). *Informe anual 2023*. [https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/23/Fich/InfAnual\\_2023.pdf](https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/23/Fich/InfAnual_2023.pdf)
- BBVA RESEARCH. (2024). El Mercado Laboral en el sector de la construcción. <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/espana-el-mercado-laboral-en-el-sector-de-la-construccion/>
- CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL. (2016). El papel del sector de la construcción en el crecimiento económico: competitividad, cohesión y calidad de vida. *Colección Informes, 02/2016*. <https://www.ces.es/documents/10180/3557409/Inf0216.pdf>
- CUADRADO ROURA, J. R. (2011). *El sector construcción en España*. Colegio Libre Eméritos. ISBN: 2171 - 486X. [https://colegiodeemeritos.es/wp-content/uploads/2020/05/el\\_sector\\_construccion\\_en\\_espana\\_final.pdf](https://colegiodeemeritos.es/wp-content/uploads/2020/05/el_sector_construccion_en_espana_final.pdf)
- EZQUIAGA, I. (2024). *El sistema ya no financia burbujas: escasez de vivienda y caída del crédito*. Estudios de la Fundación. Serie Economía y Sociedad, nº 102. Funcas. <https://www.funcas.es/libro/el-sistema-ya-no-financia-burbujas-escasez-de-vivienda-y-caida-del-credito-un-analisis-del-periodo-1998-2023-que-cuestiona-el-modelo-residencial-espanol/>
- GARCÍA MONTALVO, J. (2013a). Retos del mercado del alquiler en España. *Cuadernos de Información Económica* 269, 1-11. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/269art02.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/269art02.pdf)
- GARCÍA MONTALVO, J. (2013b). Dimensiones regionales del ajuste inmobiliario en España. *Papeles de Economía Española*, 138, 62-79. <https://www.funcas.es/articulos/dimensiones-regionales-del-ajuste-inmobiliario-en-espana/>
- GILL DE ALBORNOZ, B., FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J., GINER, B. y MARTÍNEZ, L. (2010). *Las empresas del sector de la construcción e inmobiliario en España: del boom a la recesión económica*. Funcas. <https://www.funcas.es/libro/las-empresas-del-sector-de-la-construccion-e-inmobiliario-en-espana-del-boom-a-la-recesion-economica-julio-2010/>
- MCKINSEY. (2017). *Reinventing construction: A route to higher productivity*.
- MORAL, M. J. (2024). *El sector inmobiliario español: un análisis desde las empresas societarias*. Funcas.
- OBSERVATORIO DE LA PRODUCTIVIDAD Y LA COMPETITIVIDAD EN ESPAÑA. (2024). <https://www.fbbva.es/bd/observatorio-productividad-competitividad-espana/>

08

**Daniel Manzano**

Socio de Afi



## Reciente evolución del negocio de bancaseguro en España

De las aproximadamente 176 aseguradoras operativas en España, 29 de ellas están vinculadas a los principales grupos bancarios. Tanto su peso dentro del negocio asegurador de nuestro país, singularmente en el ramo de vida, como su contribución a las cuentas de resultados de sus matrices bancarias por sus negocios en España son muy notables. Esta ha sido determinante para el sostenimiento de sus cuentas en periodos en los que las entidades bancarias soportaron fuertes provisiones para la cobertura del deterioro crediticio de sus carteras y/o enfrentaron márgenes muy estrechos como consecuencia de los bajos niveles de tipos en los mercados. En un contexto ya diferente, el artículo proporciona una radiografía del negocio de seguros vinculado a la banca española y estima la contribución a sus resultados con los últimos datos disponibles.

## La presencia de la banca española en el negocio de seguros

De las 176 compañías aseguradoras y reaseguradoras operativas en España a cierre de 2023 (19 entidades menos que en el año anterior), 29 están vinculadas a entidades o grupos bancarios. Esas 29 entidades son tres menos<sup>1</sup> que el año anterior, y su reducción es fruto esencialmente de la maduración del proceso de consolidación bancaria que ha tenido lugar en nuestro país a lo largo de los últimos años. De ellas, quince operan en el ramo de vida, haciendo del canal bancario la principal vía de distribución de los seguros de vida en España (tanto de vida-ahorro como de vida-riesgo). Las catorce restantes lo hacen en el ramo de no vida, en el que la participación de las entidades bancarias, aunque minoritaria, ha venido experimentando un creciente interés<sup>2</sup>.

Tal y como puede observarse en el cuadro 1, las 29 entidades con vinculación bancaria siguen concentrando en torno al 50 % del negocio asegurador en España, si lo medimos por el tamaño del balance, las provisiones técnicas que gestionan o los resultados que generan. Bien es cierto que, como viene siendo habitual históricamente, ese peso tan relevante en el “control del sector asegurador” en España está claramente concentrado en el ramo de vida, que como es sabido, tiene un alto componente financiero. En 2023 acapararon casi el 70 % de los resultados agregados de dicha línea de negocio. En el caso de no vida, su relevancia es menor y las compañías vinculadas a grupos bancarios generaron poco más del 25 %.

Junto a este peso relevante en el negocio de seguros de las compañías vinculadas al grupo bancario destaca su mayor capacidad de generación de resultados en relación con sus recursos propios (capitalización) que el resto de las compañías aseguradoras. En efecto, habiendo generado las 29 compañías en 2023 el 47 % de los resultados del sector seguros (44 % un año antes), su patrimonio neto representaba solo el 27 % del agregado de compañías que operan en España. Este hecho tiene una doble explicación: un menor grado de capitalización relativo de las compañías vinculadas a grupos bancarios, como consecuencia de su preferencia a situar el “exceso” de capital en la matriz (bancaria) y, simultáneamente, una mayor eficiencia relativa del negocio (frente al conjunto de las no vinculadas a grupos bancarios) que impacta positivamente en sus resultados.

|  
*La rentabilidad del sector seguros se ha  
mantenido en zona de máximos de la  
última década*  
|

La combinación, en términos relativos, de mayores resultados y menor disposición de recursos propios contables, se tradujo en una rentabilidad sustancialmente más elevada que las del resto de entidades aseguradoras. En concreto, el ROE<sup>3</sup> medio de las 29 aseguradoras vinculadas a grupos bancarios en 2023 fue el 21,1 %, muy por encima del 12 % del conjunto del sector y, más aun lógicamente, de la

1 Integración de Sa Nostra en VidaCaixa y de Liberbank Vida y CCM Vida en Unicorp.

2 Piénsese, por ejemplo, en la puesta en marcha en los últimos años de compañías como Santander-Mapfre para autos o BBVA-Allianz para seguros generales, excepto salud. O en el otro extremo, el interés de compañías especialistas en extender su potencial de comercialización mediante acuerdos con distribuidores *retail* como es el caso de Mutua Madrileña-El Corte Inglés.

3 Medido como el beneficio neto sobre el patrimonio neto a final del ejercicio.

**Cuadro 1**

**Magnitudes relevantes del negocio asegurador de la banca en España (2023)**

Millones de euros

	Compañías vinculadas	Balance	Provisiones técnicas	Primas devengadas	Patrimonio neto	Resultado (Bº Neto)	ROE (%)	Resultado técnico vida	Resultado técnico no vida
Total	29	158.306	138.356	32.221	12.370	2.610	21,1	2.224	887
De las que :									
Vida	15	141.974	128.236	23.200	8.364	2.058	24,6	2.201	240
No vida	14	16.331	10.120	9.022	4.006	552	13,8	24	647
Total sector	176	330.247	260.904	84.587	45.808	5.554	12,1	3.216	3.355
Porcentaje vinculadas a bancos	16	47,9	53,0	38,1	27,0	47,0		69,2	26,5

Fuentes: Afi a partir de entidades y DGSFP.

rentabilidad promedio del resto de entidades que no alcanzó el 9 %<sup>4</sup>.

En cualquier caso, desde una perspectiva histórica, y como puede observarse en el gráfico 1, la rentabilidad del sector seguros se ha mantenido en zona de máximos de la última década. A ello contribuyeron singularmente los altos niveles de tipos de interés alcanzados, máximos en más de una década, que han favorecido un extraordinario desarrollo de la colocación de los productos de vida-ahorro, en un contexto en el que la remuneración de los depósitos bancarios estuvo contenida.

En cuanto a la estructura de propiedad de las aseguradoras vinculadas a grupos bancarios, se siguen encontrando experiencias mixtas tanto en el negocio de vida como en el de no vida. En

el caso del ramo de vida, la mitad de los grupos bancarios apuestan por la explotación autónoma del negocio asegurador, y entre ellos los líderes CaixaBank y BBVA. Sin embargo, en el ramo de no vida, pocos grupos bancarios explotan autónomamente dicho negocio, ya que mayoritariamente lo hacen compartiéndolo con socios aseguradores especializados.

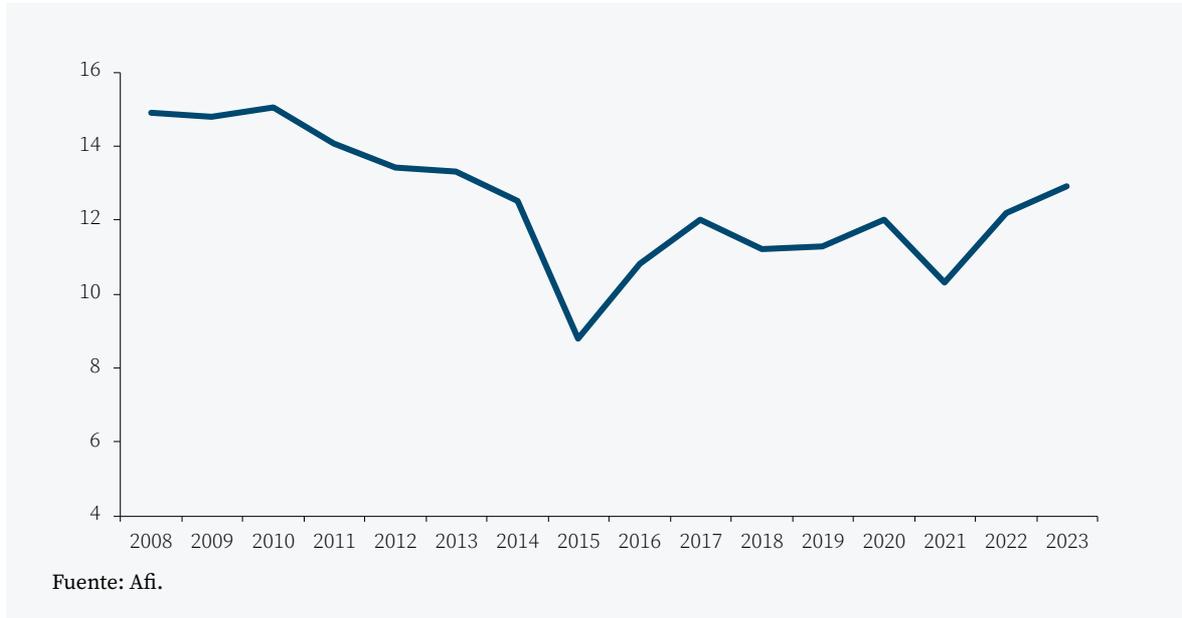
El hecho de que el canal dominante de la distribución del seguro de vida (tanto en su modalidad de ahorro como de riesgo) sea el bancario, propicia la supremacía de la banca en este segmento del negocio asegurador (el 70 % si, como ya se ha señalado, se considera el resultado técnico de las compañías vinculadas a bancos en el negocio de vida). Determinantes de ese desarrollo son la capilaridad de la red bancaria española, la cercanía del ahorro previsional al negocio financiero

<sup>4</sup> Entre el resto de las entidades del sector se encuentran numerosas mutuas y mutualidades. Aunque su peso relativo total es pequeño, definen habitualmente rentabilidades muy bajas, dado que esta no es su variable objetivo.

## Gráfico 1

**Evolución del ROE de la actividad aseguradora en España**

Porcentaje



y la relevancia que para la venta de los productos vida-riesgo tiene la comercialización de hipotecas.

Todos los grupos bancarios señalados participan en compañías aseguradoras que operan en este ramo, si bien la importancia relativa del negocio en cada una de ellas, como puede verse en el gráfico 2, es desigual. No solamente tiene un líder muy destacado, CaixaBank, que más que cuadruplica el negocio de sus más inmediatos seguidores, sino que además acapara casi el 40 % del negocio de vida en España, posición que acrecentó en los últimos años después de varias integraciones, particularmente tras la de Bankia. En conjunto, los siete primeros grupos bancarios concentran más del 90 % del volumen

de negocio de vida en España vinculado a la banca, el cual generó en 2023 2.058 millones de euros de beneficios<sup>5</sup>. Una parte sustancial de esta cifra, globalmente casi el 90 %<sup>6</sup>, engrosó la generación de resultados de las entidades bancarias el pasado año.

Por otra parte, aun siendo muy inferior a la del negocio de vida, la participación del 25 % aproximadamente de la banca en el ramo de no vida no es despreciable, y además es singular y relevante en algunas de las entidades. Una compañía, SegurCaixa Adeslas (filial de CaixaBank compartida con Mutua Madrileña como socio) acapara el grueso de la contribución de los resultados a los grupos bancarios. Las compañías de

5 Estos 2.058 millones de euros son el beneficio agregado total en 2023 de las 15 filiales bancarias que operan en el ramo de vida. De dicho importe, el grueso, casi 1.848 millones, engrosan los resultados bancarios merced a la mayoritaria participación de la banca en estas aseguradoras de vida filiales.

6 En cada caso específico, según su grado de participación en sus participadas aseguradoras.

Gráfico 2

### Filiales de bancos en el ramo de vida (2023)

Activos en millones de euros

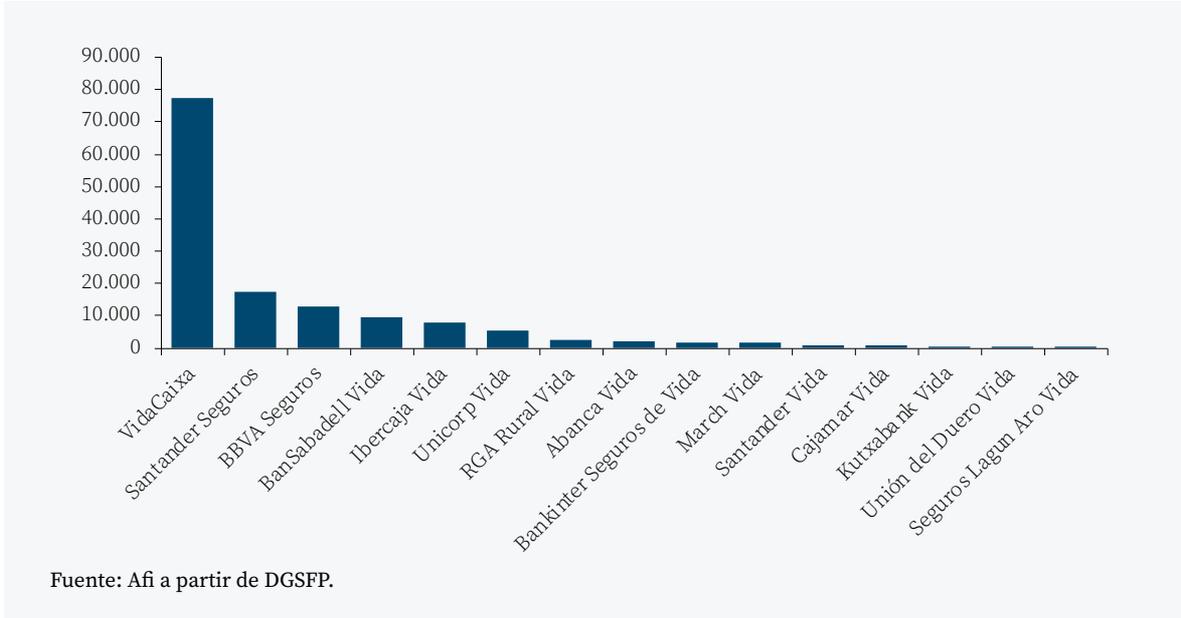
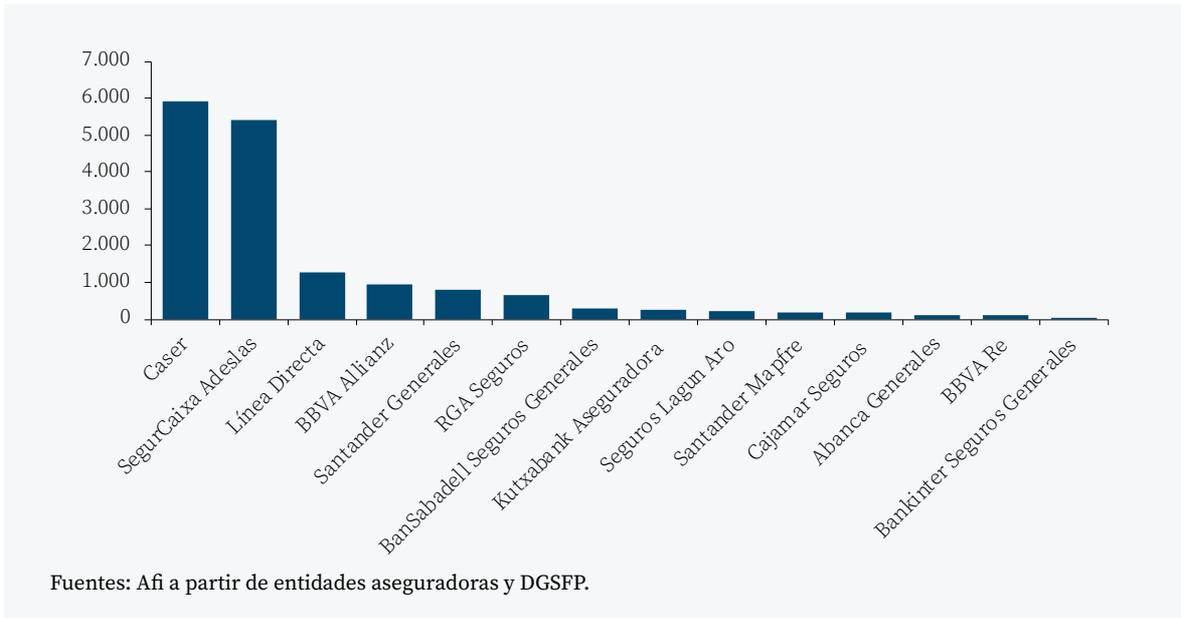


Gráfico 3

### Filiales de bancos en el ramo de no vida (2023)

Activos en millones de euros



no vida vinculadas a los grupos bancarios generaron una cifra algo superior a los 552 millones de euros de beneficios en 2023 (algo por debajo del año anterior), de los que un 55 % contribuyeron directamente a las cuentas de resultados de los grupos bancarios accionistas<sup>7</sup>.

### Contribución del negocio de seguros a los resultados bancarios

Aun siendo bastante generalizada la notable rentabilidad de las aseguradoras españolas vinculadas a grupos bancarios, su distribución es poco uniforme, como puede observarse en los gráficos 4 y 5. Tan elevada rentabilidad, tanto más si se compara con la del negocio típicamente bancario,

|  
*En 2023 la participación en el negocio de seguros doméstico aportó 2.152 millones de euros a los resultados del conjunto de entidades bancarias españolas. Esta cifra es en torno a un 18 % superior a la del año anterior*  
 |

unido a la importante participación de la mayoría de las entidades en el negocio de seguros de vida, y también en casos singulares en el de no vida, se traduce en una contribución significativa al margen generado por la banca. De hecho, en 2023 la participación en el negocio de seguros domésticos aportó 2.152 millones de euros a los resultados del conjunto de entidades bancarias españolas<sup>8</sup>. Esta cifra es en torno a un 18 % superior a la del

año anterior, como consecuencia del buen comportamiento del negocio de vida.

En algunos casos, dicha contribución es además muy sustancial. El cuadro 2 recoge una estimación, tanto para 2023 como para 2022, del peso que los beneficios atribuibles de las compañías de seguros españolas vinculadas a los bancos tienen en los resultados de estos por el total de sus negocios en España. Con el objetivo de disponer de una comparativa razonablemente homogénea para los cuatro grupos con negocio internacional relevante (sobre todo Santander y BBVA, pero también Caixa y Sabadell) hemos considerado el beneficio que “atribuyen” cada una de las entidades únicamente a sus negocios en España<sup>9</sup>, en tanto que para el resto de las entidades (esencialmente domésticas) hemos tomado directamente sus resultados contables consolidados.

El cuadro 2 pone de manifiesto:

- La relevancia que el negocio de seguros tiene para las entidades bancarias en España, de tal modo que sólo por su contribución directa (beneficio atribuido a su participación en filiales aseguradoras) dicho negocio representó en media en torno al 14 % de sus resultados en 2023. Ciertamente, no obstante, que por debajo del 19 % de 2022 (e incluso porcentajes superiores de años anteriores) como consecuencia de la mucha mayor aportación de márgenes de negocio típicamente bancarios al calor de tipos de interés muy superiores.

7 Esos 552 millones son el beneficio agregado total en 2023 de las 14 filiales bancarias que operan en el ramo de no vida. Teniendo en cuenta sus participaciones en dichas filiales, la banca incorporó a sus resultados 304 millones de euros.

8 De los que 1.205 millones de euros (más de la mitad) engrosaron las cuentas de una única entidad, CaixaBank, merced a sus posiciones en Vidacaixa y Segurcaixa Adeslas.

9 Nótese que el perímetro y las metodologías de atribución pueden diferir entre ellas, pero constituye el mejor *proxy* disponible con información pública disponible para estas cuatro entidades.

Gráfico 4

### ROE de las filiales bancarias en el negocio de vida (2023)

Porcentaje

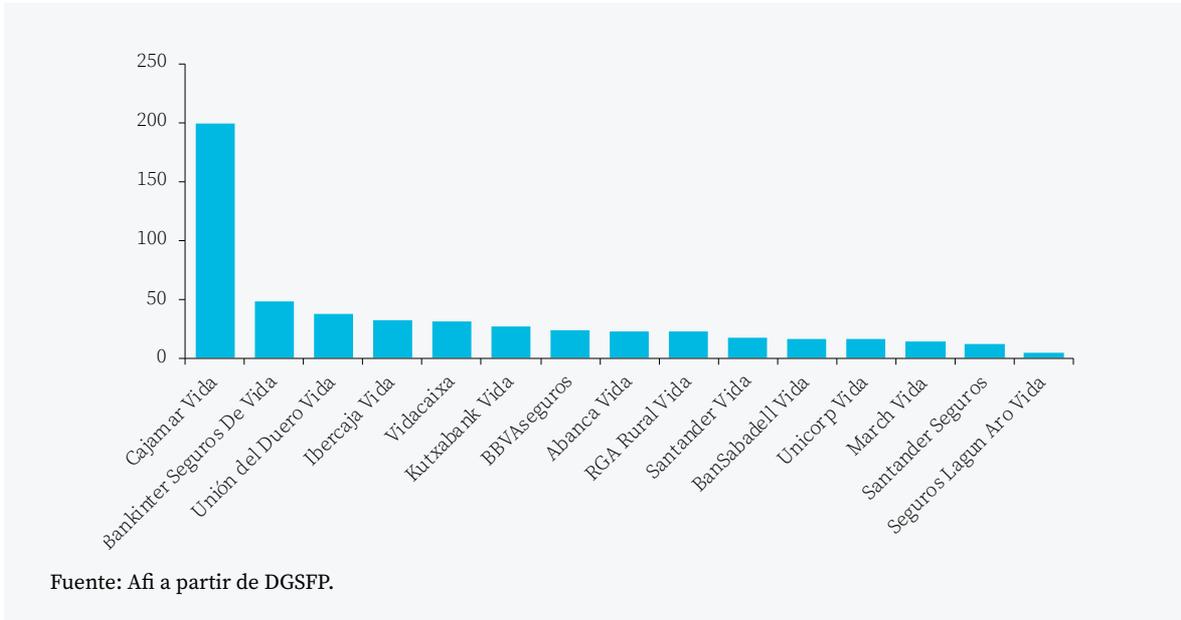
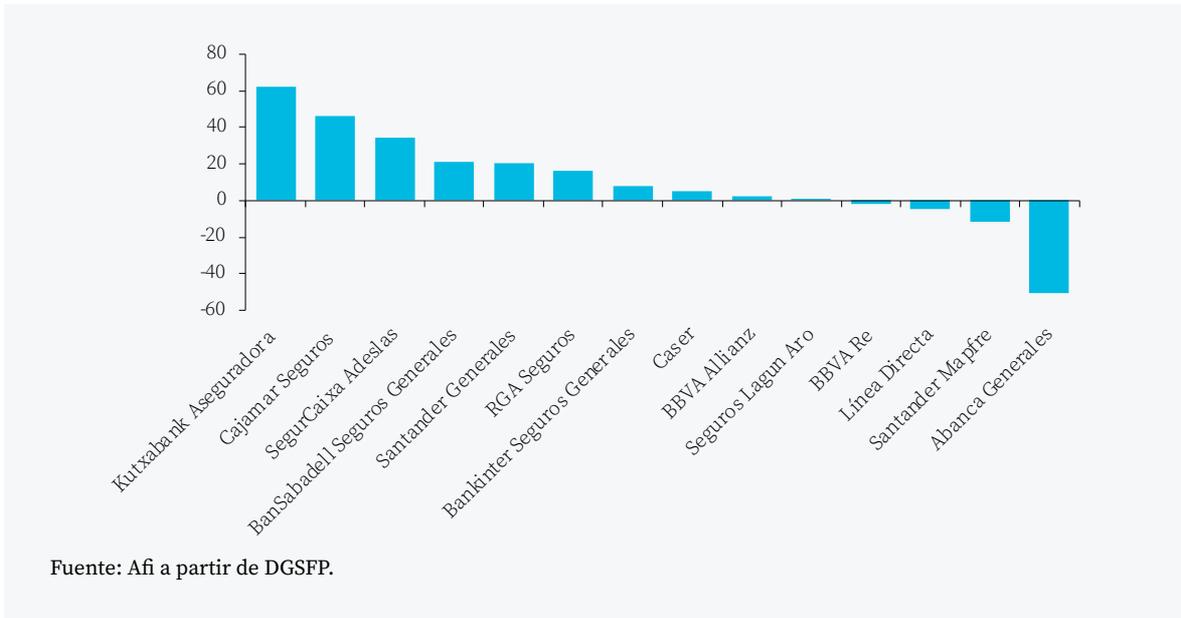


Gráfico 5

### ROE de las filiales bancarias en el negocio de no vida (2023)

Porcentaje



## Cuadro 2

**Aportación directa del negocio asegurador a los resultados bancarios (negocios en España), 2022-2023 (\*)**

Millones de euros

Grupos bancarios	Resultados 2023			Resultados 2022		
	Seguros	Total negocio	Porcentaje	Seguros	Total negocio	Porcentaje
Santander ESP	214	2.371	9	170	1.560	11
BBVA ESP	230	2.755	8	234	1.678	14
CaixaBank ESP	1.205	4.364	28	920	2.751	33
Sabadell ESP	71	1.137	6	69	771	9
Bankinter	29	845	3	48	560	9
Unicaja	68	267	25	83	260	32
Kutxabank	60	511	12	56	331	17
Ibercaja	69	304	23	80	202	40
Abanca	36	711	5	32	217	15
Cajamar	45	127	36	39	80	49
Laboral Kutxa	3	208	2	12	139	8
Banca March	12	327	4	11	161	7
Cajas Rurales	109	1.038	10	68	825	8
Total Sector (negocio España)	2.152	14.965	14	1.823	9.536	19

(\*) Negocios en España hace referencia a los resultados de Santander España, BBVA España, CaixaBank ex-BPI y Sabadell ex-TSB, cuyos datos se corresponden con la cuenta de resultados presentada por las entidades como España, no coincidiendo con las memorias de las entidades individuales. Beneficio consolidado para el resto de las entidades.

Fuentes: Afi, a partir de datos de la DGSEFP y de las memorias y presentación de resultados de las entidades bancarias.

- A esta contribución directa, como accionistas de sus filiales aseguradoras, debe añadirse el margen que genera la propia actividad de distribución de las pólizas a través de la red bancaria<sup>10</sup>. Aunque con

la información pública disponible no es posible determinarlo con precisión, si se considera adicionalmente esta contribución indirecta, es razonable atribuir globalmente al negocio asegurador (suma de

<sup>10</sup> Las aseguradoras participadas por la banca reflejan en sus cuentas de 2023 unos gastos de adquisición superiores a 2.854 millones de euros, de los que una parte sustancial son comisiones abonadas por la comercialización de las pólizas a través de las redes bancarias.

contribución directa e indirecta) una aportación del 25 % (probablemente más) de los resultados de la banca en España.

- La aportación en términos absolutos fue mayor que la de 2022, si bien en términos relativos se redujo como consecuencia de la extraordinaria progresión en 2023 de los márgenes bancarios típicos beneficiados por los elevados niveles de los tipos de interés y un contexto de crecimiento económico muy favorable.

|  
*Con muy alta probabilidad, la contribución absoluta del negocio de seguros para la banca española volverá a aumentar de manera significativa*  
|

- Las condiciones operantes en 2024 invitan a pensar que, con muy alta probabilidad, la contribución absoluta del negocio de seguros para la banca española volverá a aumentar de manera significativa. Y no es de extrañar, que lo haga también en

términos relativos teniendo en cuenta que en los tres primeros trimestres del año ICEA estima un aumento de interanual de los resultados del seguro en España del 25 %, impulsado ya fundamentalmente en el presente ejercicio por el negocio de No Vida. A ello ha contribuido la “repreciación” de las primas cobradas en este segmento de negocio para adaptarlas al impacto que el alza inflacionista de años anteriores había tenido en los costes de siniestros.

- Con todo, como puede advertirse en el mismo cuadro 2, el peso relativo de los beneficios obtenidos del negocio de seguros por cada una de las entidades bancarias es muy heterogéneo. Destaca la extraordinaria contribución que tiene lugar en algunas, como es el caso de CaixaBank, por ende, entidad líder que concentra (a través de sus participaciones en Vidacaixa y Segurcaixa Adelas) más de la mitad de todo el margen que aportan los seguros al negocio bancario en España. Otras entidades que también tienen un peso relativo importante son Unicaja, Ibercaja y Cajamar.

# Indicadores económicos, financieros y sociales

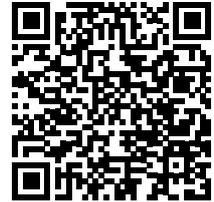
## Indicadores económicos

Contienen información tabular referida a los dos últimos años, cuatro últimos trimestres y dos últimos meses. De los indicadores más representativos se ofrecen gráficos con la evolución trimestral de los últimos siete años. También, a modo de comparación internacional, se recogen los indicadores básicos de coyuntura española junto a los relativos a Japón EE. UU., Reino Unido, Unión Europea, eurozona y los cuatro principales países de la Unión Europea, así como de las bolsas, mercados de divisas y precios de las materias primas.

Actualización: Semanal

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/coyuntura-economica/espana/100-indicadores/>



## 50 Indicadores financieros

Ofrecen una visión global del sistema financiero. Se trata de un conjunto de indicadores, con una variación temporal generalmente de corto plazo, sobre magnitudes monetarias y tipos de interés, mercados financieros, ahorro y endeudamiento, y aspectos específicos de las entidades financieras, tales como su negocio, estructura de mercado, eficiencia, productividad, riesgo y rentabilidad.

Actualización: Quincenal

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/areas-de-investigacion/area-financiera-y-digitalizacion/analisis-financiero/indicadores-financieros/>



## Indicadores sociales

Información numérica sobre aspectos concretos de la realidad social. Estos datos permiten hacer el seguimiento y la evaluación de programas y políticas públicas.

Actualización: Bimestral

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/areas-de-investigacion/area-social/estudios-sociales/indicadores-sociales/>





# Publicaciones de Funcas

## Últimos números publicados:

### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 182. Retos pendientes del sector público español

### PANORAMA SOCIAL

N.º 40. Sociedad y deporte: inclusión, globalización y nuevas tecnologías

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 303. Desafíos territoriales del sistema fiscal

### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 13, N.º 6 (2024). Spain and Europe in an era of policy uncertainty

### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 26. Septiembre (2024)

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 105. Las personas con discapacidad en España: actividad, empleo y calidad de vida. Miguel Ángel Malo, Ricardo Pagán y Vanesa Rodríguez Álvarez

### LIBROS

Inteligencia artificial en banca: situación y perspectivas  
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández.

## Precio de las publicaciones. Año 2025

Publicación	Suscripción anual	Suscripción	
		Edición papel (euros)	Gastos de envío (euros)
Papeles de Economía Española	4 números	55	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Panorama Social	2 números	25	España 4
			Europa 20
			Resto del mundo 40
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Papeles de Energía	4 números	25	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80

Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios...) disponibles solamente en formato digital gratuito.

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria. Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias.

Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en [www.funcas.es](http://www.funcas.es)

<http://www.funcas.es/Publicaciones> | [publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)

# cecabank



[www.cecabank.es](http://www.cecabank.es)



**Funcas**

Caballero de Gracia, 28  
28013 Madrid (España)  
Teléfono: 91 596 54 81

**[publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)**

Versión electrónica íntegra  
en: **[www.funcas.es/Publicaciones](http://www.funcas.es/Publicaciones)**

ISSN: 2254-3422



97722543427