

Razones para invertir en España

Ignacio de la Torre*

Los desequilibrios macroeconómicos y fiscales de España, al igual que los precios de los activos, se están corrigiendo, mejorando el atractivo de España como destino de la inversión extranjera. Sin embargo, las percepciones de los inversores siguen generando salidas de capital.

Como resultado de los recientes esfuerzos de reforma, los desequilibrios estructurales de España están siendo corregidos, dotando al país de un modelo de crecimiento competitivo impulsado por las exportaciones. Las líneas de liquidez de la UE permitirán a España mantener la solvencia de su deuda soberana y sistema bancario. Bajo la hipótesis de mercados eficientes, España presenta oportunidades de inversión con rentabilidades ajustadas por riesgo muy atractivas, exhibiendo actualmente sus activos unos precios en mínimos históricos. Aún así, los inversores no están aprovechando las oportunidades debido a las percepciones negativas existentes sobre la economía española.

Considérense los dos siguientes escenarios de inversión desde la perspectiva de un inversor institucional:

- a) Un país con: un déficit por cuenta corriente cercano al 10% del PIB financiado principalmente por inversiones en cartera; una tasa de crecimiento del PIB del 4%, impulsada por un crecimiento del crédito superior al 25% anual (esto es, una intensidad del crédito de 4:1); un superávit fiscal del 2%, resultante de ingresos tributarios *no recurrentes*

(fruto de una burbuja inmobiliaria), que se usa para financiar gastos *recurrentes*; y precios de activos (bienes inmuebles, renta fija y renta variable) en máximos históricos.

- b) Un país con: una balanza por cuenta corriente equilibrada gracias al auge de las exportaciones, que se han incrementado en un 7% del PIB en 3 años; una contracción del PIB de solo un 1% pese al descenso del crédito del 7%; un déficit fiscal por debajo del 5% con un paquete fiscal del 11% del PIB

* Director académico de los Masters en Finanzas del IE Business School.

implementado para reducir el déficit estructural a cero; y precios de activos en mínimos históricos.

Invertir en el país "A" o "B" depende de que el inversor considere que la rentabilidad ajustada por riesgo vendrá determinada por finanzas conductuales o por la hipótesis de mercados eficientes. La hipótesis de mercados eficientes favorece claramente la opción "B" pero, en realidad, los inversores eligieron mayoritariamente la opción "A".

Y perdieron dinero.

Tanto el país "A" como el país "B" son España, aunque "A" es España en 2006, y "B" es España en 2012. Cabría esperar que, en 2006, la combinación de factores de riesgo prevalecientes se tradujeran en un abaratamiento de los precios de los activos y en salidas de las inversiones en cartera, sin embargo, España registró entradas de capitales por valor de 208.000 millones de euros. En 2012, los antedichos riesgos habían sido atajados, lo que debería haber resultado en un menor riesgo asociado a las inversiones en el país, lo cual, unido a unos precios de activos históricamente bajos deberían haber impulsado las inversiones extranjeras; sin embargo, salieron de España 80.000 millones de euros.

Tenemos ante nosotros un ejemplo fascinante de finanzas conductuales. En este artículo se analizará por qué España representa una oportunidad de inversión mucho mejor en 2013 que en el pasado, desde una perspectiva ajustada por riesgo y por qué los ajustes llevados a cabo en los últimos años han dado a España una clara ventaja competitiva en el comercio que dota al país de un modelo de crecimiento claro. En este artículo se hace lo siguiente:

- a) se desmitifica a la economía española, ya que los inversores deberían basar sus decisiones en hechos, no en mitos,
- b) se aportan datos para respaldar la tesis de que España, aunque no tiene liquidez, es un país solvente al que la UE está proporcionando liquidez suficiente; y

- c) se explica por qué las exportaciones españolas registran máximos históricos y presentan un mayor recorrido alcista en los próximos años.

Mitos de la economía española

Mito 1: El endeudamiento público asciende al 363% del PIB, lo que convierte a España en el tercer país más endeudado del mundo (véase el gráfico 1) y, puesto que España no puede imprimir su propio dinero, entrará en suspensión de pagos

Esto es falso. El importe total de deuda del país es inferior al 268% del PIB. Este mito es falso por varias razones.

En primer lugar, aun cuando el país tuviera la facultad de imprimir su propio dinero (como Japón o Reino Unido), también podría incurrir en impago debido a la inflación.

En segundo lugar, la deuda mayorista de los bancos no debería sumarse a la del resto de la deuda del país para calcular la deuda total (vgr.: si usted debe 100.000 euros a un banco y este a un inversor mayorista, esta deuda no debería contarse dos veces). En tercer lugar, los préstamos entre empresas (vgr.: un préstamo de Inditex a Zara) representan el 27% del PIB, y deberían descontarse de la deuda total del país. En cuarto lugar, la deuda tóxica (la relacionada con el sector inmobiliario) representa el 40% del PIB por su valor bruto, pero solo un 20% a su valor neto, puesto que ya ha sido provisionada en un 50%. En quinto lugar, España tiene algunas de las empresas de infraestructuras más importantes del mundo, que usan financiación de proyectos en sus proyectos internacionales, sin recurso a la sociedad matriz. Esta deuda supone el 10% del PIB. En sexto lugar, las empresas españolas han invertido un 44% del PIB en el exterior en los últimos 12 años. La deuda emitida por Telefónica para financiar la adquisición de O2, ¿debería estar respaldada por el PIB del Reino Unido o por el PIB de España?

Mito 2: Las autoridades españolas gastan imprudentemente

Tampoco esto es cierto.

En el gráfico 2 se muestra que el gasto público agregado de España es el segundo más bajo de Occidente.

El problema de España no es un problema de *gasto* público sino de *ingresos* públicos, que son mucho más bajos que en los demás países europeos. Una vez se haya completado el paquete fiscal en 2014, España se habrá convertido en el país con el gasto público más bajo de Occidente, lo que debería resultar atractivo para los inversores.

Una vez se haya completado el paquete fiscal en 2014, España se habrá convertido en el país con el gasto público más bajo de Occidente, lo que debería resultar atractivo para los inversores.

Mito 3: España no es competitiva

Esto es inexacto: Los costes laborales unitarios (CLU) de España han caído un 4% desde 2008, mientras que los de tres de sus principales socios comerciales han subido un 5%-10% (véase el gráfico 3). Esto significa que España ha recuperado una competitividad del 9%-14%, lo que explica que las exportaciones del país se hayan disparado.

Mito 4: España no tiene un modelo de crecimiento para salir de la crisis

Las exportaciones españolas se han incrementado en un 17% desde 2008, frente al 12% de Alemania, el 5% de Francia y el 4% de Italia (véase el gráfico 4). Las exportaciones españolas de bienes y servicios (siendo estos principalmente turísticos, que aportarán al país un superávit neto próximo al 5% del PIB) dotarán al país del modelo de crecimiento que necesita para superar la crisis. Las grandes ventajas competitivas de que goza

España en CLU auguran muchos años de recorrido alcista en los términos de comercio de bienes y servicios.

Mito 5: Para España, lo peor aún está por llegar

Esto es cuanto menos discutible. Ante la imposibilidad de devaluar la divisa, la principal vía de ajuste de un país es la reducción de los costes laborales, como hemos visto. Esto ha permitido al país reducir su déficit por cuenta corriente en más de un 10% del PIB en cinco años, lo que supone una tarea formidable. El país ha entrado en superávit comercial (excluyendo energía), al igual que en superávit comercial con energía y servicios, algo que sucede por primera vez desde la entrada en circulación del euro (gráfico 5).

Mito 6: Europa permitirá que España salga del euro

Esto es altamente improbable. La salida de España del euro podría hacer que Italia siga sus pasos, lo que probablemente supondría el final de la propia moneda común. El "nuevo" marco alemán se reevaluaría en un 40%-50% y las exportaciones de Alemania (más del 40% de su PIB) se hundirían. El coste financiero para Alemania que entrañaría tal eventualidad, más las pérdidas resultantes del sistema TARGET II del BCE (gráfico 6) y el deterioro de los balances contables de los bancos alemanes sería mucho mayor que el coste de sostener al euro. Adicionalmente, el euro es un instrumento para lograr una mayor unión política y, hay que reconocerlo, lo está logrando.

Mito 7: España no hará reformas

Esto es falso. España está llevando a cabo un ajuste fiscal del 11% del PIB (mucho más que Reino Unido o EE.UU.), así como reformas por el lado de la oferta que tenía pendientes desde hace décadas. Estas reformas por el lado de la oferta pueden generar un crecimiento adicional del PIB del 8,6% y 2 millones de empleos antes de 2020 (cuadro 1).

Mito 8: Los depósitos de la banca española están huyendo del país, llevando al sistema bancario al borde del colapso

Esto es falso en una gran medida. Cuando, en noviembre de 2011, el Gobierno puso límite a la retribución de los depósitos, los bancos convencieron a muchos de sus clientes de que se pasaran al papel comercial, que no tiene límites sobre los tipos de interés y no cuenta como depósitos. Una vez eliminado dicho límite (agosto de 2012), una gran parte de ese dinero volvió a colocarse en depósitos (gráfico 7).

Mito 9: El CDS de España supone que España es el quinto país del mundo más susceptible de suspender pagos

Esta es una afirmación falsa e ingenua. Según los diferenciales de los CDS, el riesgo de impago de España es mayor que el de Indonesia, Rusia, Kazajstán y Rumania (gráfico 8). La última vez que España suspendió pagos fue en 1883. Los CDS no reflejan la estabilidad política (democracia) ni la estabilidad que proporciona una fuerte clase media (desarrollada en España durante los años sesenta). Los países entran en quiebra cuando alcanzan niveles de deuda pública muy altos (por encima del 120% del PIB), no tienen acceso a liquidez y son incapaces de crecer. España no está en esta situación.

Mito 10: Los españoles no trabajan duro

Esto es falso. Según la OCDE, España tiene la tercera jornada laboral más larga de los países desarrollados. La productividad por hora es un 10%-15% inferior a la media de la zona euro, pero el salario por hora es un 35% más bajo que la media de la eurozona (gráfico 9). Los bajos costes laborales, la alta productividad relativa y las largas jornadas laborales explican el éxito de las exportaciones españolas y por qué la inversión extranjera directa (IED) ha crecido un 100% entre 2011 y 2012.

España es un país solvente

En fundamentos de la contabilidad se aprende que, para valorar la solvencia de una entidad, es

preciso analizar tanto el activo como el pasivo. Desafortunadamente, se ha hablado mucho de la solvencia de España sin realizar este análisis. Sin embargo, hemos llevado a cabo este análisis para demostrar la solvencia inherente de España. El Banco de España contabiliza los activos financieros cada tres meses. La tarea de calcular el valor de los activos no financieros fue acometida por Funcas en 2008 y sobre la base de los datos de los registros de la propiedad, ajustados a los precios de los inmuebles de 2007. Hemos reducido el valor de los datos facilitados en 2008 en un 50% para reflejar totalmente las caídas de los precios de la vivienda del 36% desde el comienzo de la crisis más un margen adicional del 14%. El apalancamiento del país asciende al 268% del PIB (incluida una buena parte de "deuda" contraída en países extranjeros). El activo supera el 700% del PIB. De todo ello se concluye que cada uno de los tres grandes agentes de la economía (gobierno, incluidas las entidades locales, empresas y hogares) presentan una situación patrimonial positiva (véase gráfico 10).

El problema de España es la falta de liquidez, no la falta de solvencia. Esta falta de liquidez deriva del hecho de que el 80% de los ahorros de los hogares se concentran en activos inmobiliarios ilíquidos, en comparación con la media europea del

El problema de España es la falta de liquidez, no la falta de solvencia. Esta falta de liquidez deriva del hecho de que el 80% de los ahorros de los hogares se concentran en activos inmobiliarios ilíquidos, en comparación con la medida europea del 50% (gráfico 11).

50% (gráfico 11). Es cierto, no obstante, que una entidad solvente, pero sin liquidez, puede incurrir en impago debido a esta falta de liquidez. Ahora bien, durante 2012, se lograron dos hitos que permitieron a España obtener liquidez suficiente de la UE para evitar la insolvencia.

En primer lugar, en el ámbito de la deuda soberana, en septiembre de 2012 entró en vigor el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Junto con la línea de crédito europea del Fondo Monetario Internacional (FMI), la capacidad de financiación de estos vehículos de rescate supera con creces los vencimientos de deuda conjuntos de Italia y España en 2013 y 2014. Por primera vez desde el comienzo de la crisis del euro, la capacidad de crédito de los mecanismos de rescate es superior a los vencimientos de deuda. Se trata de un hito clave en el desarrollo de una arquitectura financiera nueva (gráfico 12).

En segundo lugar, en el ámbito bancario, el Banco Central Europeo (BCE) proporcionó liquidez ilimitada a los bancos de la zona euro en febrero de 2012 mediante el programa de préstamos a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés). Los bancos españoles tienen un ratio préstamos/depositos del 150%, lo que significa que tienen que financiar 600.000 millones de euros en mercados mayoristas. Los inversores supusieron correctamente que si esta deuda no era refinanciada, muchos bancos españoles podrían quebrar debido a este problema de liquidez. Además, los bancos españoles no reconocieron plenamente el alcance de las pérdidas incurridas por las políticas de préstamos temerarias en el sector inmobiliario entre 2001 y 2007. Del total de pérdidas bancarias esperadas, próximas al 20% del PIB, a enero de 2011 solo se había reconocido un 10%. Durante 2012, la aprobación de dos reales decretos incrementó dicha cifra hasta el 16%. Por último, unos cuantos bancos fueron intervenidos y recapitalizados a finales de 2012 con la ayuda de un préstamo de la UE, que ascendió al 4% del PIB. De este modo se restauró la solvencia de la mayor parte del sistema bancario español.

Los inversores estimaron acertadamente que si reconocían plenamente las pérdidas, una parte relevante del sistema bancario español resultaría insolvente. La consecuencia de esto sería que la deuda mayorista pasaría a formar parte de la deuda soberana, incrementando la ratio de endeudamiento público del 80% al 140% del PIB, acercándose a los niveles de insolvencia. Ahora bien, gracias a la acción del BCE, 400.000 de los 600.000 millones de euros han sido refinanciados por el BCE en condiciones muy favorables, ata-

jándose así el riesgo de liquidez. Desde un punto de vista de la solvencia, durante 2012 se adoptaron acciones decisivas para restaurar la solvencia. El mensaje a los inversores es que, en esta fase, es incorrecto sumar la deuda mayorista del sector bancario al endeudamiento público, lo que debería llevar a una reconsideración del nivel de riesgo soberano. En resumen, el riesgo de contagio de la

Gracias a las medidas del BCE, el riesgo de liquidez ha sido resuelto. Desde un punto de vista de la solvencia, durante 2012 se adoptaron acciones decisivas para restaurar la solvencia. El mensaje a los inversores es que, en esta fase, es incorrecto sumar la deuda mayorista del sector bancario al endeudamiento público, lo que debería llevar a una reconsideración del nivel de riesgo soberano. En resumen, el riesgo de contagio de la deuda soberana por el apalancamiento bancario parece haber pasado.

deuda soberana por el apalancamiento bancario parece haber pasado (gráfico 13).

España cuenta con un motor de crecimiento: las exportaciones de bienes y servicios

En 2012, España alcanzó un hito histórico desde su entrada en la zona euro. Por primera vez, las exportaciones de bienes y servicios superaron a las importaciones (gráfico 14). Este es un hecho notable a tener en cuenta en un país que llevaba acumulando déficits comerciales desde 1998, los cuales eran la principal razón de que el país exhibiera déficits por cuenta corriente (que superaron el 10% del PIB en 2006) y una posición neta de deuda con el exterior (en torno al 90% del PIB). Cuando España entre en superávit por cuenta corriente (previsto para 2013), habrá desaparecido uno de los puntos débiles clave del país y la posición neta de deudor internacional comenzará a reducirse a medida que España se convierta en un exportador neto de capital.

¿Quién es el principal artífice de este giro? la deflación de los salarios reales (una consecuencia del elevado desempleo) y la mejora de la productividad, que conjuntamente han resultado en una reducción de los costes laborales unitarios (gráfico 15).

El aumento de la competitividad de España puede atribuirse: *a)* una fuerza de trabajo competitiva, que cuesta 20 euros/hora y sigue cayendo, frente a los 27-33 euros de Italia, Alemania y Francia, pese a unas diferencias de productividad por hora trabajada que rondan solo el 0%-11% (gráfico 16), *b)* la ética de trabajo española, ya que los españoles trabajan un 25% más (en términos de horas al año) que los empleados de estos otros países europeos, y *c)* la baja elasticidad de las exportaciones españolas (España mantuvo su cuota mundial de exportaciones en los años de auge pese al aumento de los costes laborales unitarios), véase el gráfico 17.

Con entradas por turismo en máximos históricos (España es ya el segundo país del mundo en ingresos por turismo, después de EE.UU.) y menores importaciones debido al bajo consumo, España debería entrar en superávit por cuenta corriente en 2013, por primera vez desde la entrada en circulación del euro.

Asimismo, España está haciendo reformas. El país ha implementado reformas por el lado de la oferta, incluidas las reformas tan necesarias del mercado de trabajo, pospuestas durante más de cincuenta años y que podrían reforzar el crecimiento del PIB en el futuro. Los costes laborales unitarios se han reducido en un 6,4% desde 2008 (mientras que en Alemania han subido un 2,6%),

Las administraciones territoriales están cumpliendo con los impopulares recortes de gastos, con medidas tales como el copago farmacéutico, al estar condicionada la refinanciación de su deuda por el gobierno central a este ejercicio de responsabilidad fiscal; por tanto, las CC.AA. están cumpliendo y seguirán haciéndolo en el futuro.

y la reforma laboral ha puesto fin a la conexión entre inflación y subidas salariales (gráfico 18). Fiscalmente, el país está llevando a cabo ajustes que ascenderán al 11% del PIB entre 2012 y 2014, convirtiendo este esfuerzo en uno de los mayores de su historia. Las administraciones territoriales están cumpliendo con los impopulares recortes de gastos, con medidas tales como el copago farmacéutico, al estar condicionada la refinanciación de su deuda por el gobierno central a este ejercicio de responsabilidad fiscal; por tanto, las comunidades autónomas están cumpliendo y seguirán haciéndolo en el futuro.

Por último, la crisis económica y financiera está desarrollando actualmente los motores de la riqueza futura: *a)* el espíritu emprendedor (el número de empresas nuevas que se crean está empezando a aumentar), *b)* la actividad de I+D, que viene creciendo con firmeza y está traducándose en un número récord de patentes registradas, *c)* la reindustrialización, que ya representa el 17% del PIB y sigue subiendo con fuerza, y *d)* la financiación de las pymes, que es clave para la generación de empleo, ya que las pymes suponen el 65% del PIB, pero el 80% del empleo.

Conclusión

En tiempos de necesidad, un país saca lo mejor de sí mismo. Actualmente, España está haciendo frente a uno de sus periodos económicos más difíciles desde 1959, cuando se produjo una devaluación enorme de la peseta. Históricamente, España ajustó su economía mediante devaluaciones, que dieron lugar a huidas de capitales sistémicas. Esta es la primera vez que el país ajusta sus problemas estructurales. Por consiguiente, el euro puede ser percibido como una debilidad, pero también como una oportunidad histórica, al estar imponiendo disciplina al país. A pesar de todos los puntos débiles, es crucial recordar la capacidad de España para reinventarse a sí misma en los treinta años desde el fin de la dictadura de Franco, habiendo construido un fuerte sector empresarial con compañías que son líderes mundiales en sus respectivas industrias, una hazaña

impensable hace solo veinte años. De hecho, los cambios experimentados por las empresas españolas y la sociedad, en general, ya están moviendo al país hacia la demanda externa con signos iniciales de éxito. Estos cambios son cruciales para insuflar nuevos bríos en el país de cara al futuro.

Al igual que cualquier otra economía, que España pase de un crecimiento negativo a un crecimiento positivo dependerá de varios factores clave: *a)* un sector empresarial competitivo; *b)* una infraestructura física de alta calidad; *c)* capacidad para financiar el crecimiento (inversiones en activo fijo nuevo, necesidades de capital circulante, etc.); *d)* un sistema público eficiente en términos de proveer las necesidades sociales básicas (seguridad, salud y educación), al igual que un sistema jurídico que

permita florecer a las empresas; *e)* crecimiento de las pymes para crear empleo, y *f)* la confianza de los consumidores.

Como se ha indicado en este artículo, creemos que España cuenta con un sector empresarial realmente competitivo y no hay duda de que goza de una de las mejores infraestructuras físicas del mundo. No obstante, la financiación es más que escasa y las cuentas públicas atraviesan momentos difíciles, que ponen en duda la sostenibilidad de los servicios públicos de los que vienen disfrutando los españoles (incluido uno de los mejores sistemas sanitarios del mundo), todo lo cual se ha traducido en un nivel de confianza de los consumidores extremadamente bajo.

Gráfico 1

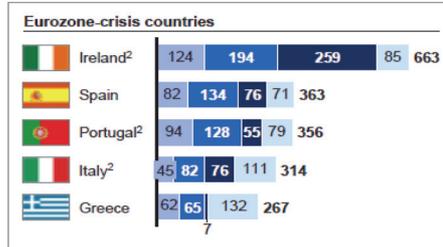
Presentación distorsionada de la deuda española

La composición de la deuda varía ampliamente entre países

Deuda total¹, T2 2011
% del PIB

- Hogares
- Empresas no financieras
- Instituciones financieras
- Administraciones Públicas

10 largest mature economies

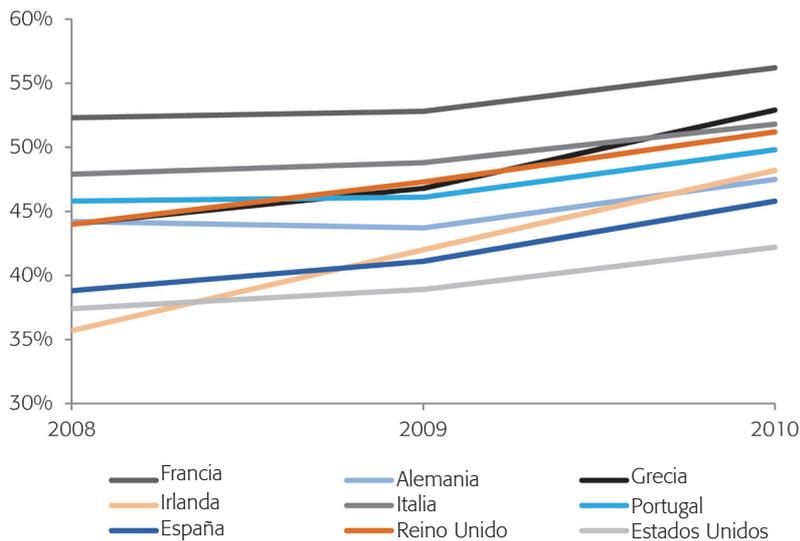


¹ Incluye los préstamos y valores de renta fija de hogares, empresas, instituciones financieras y administraciones públicas.
² T1 2011 datos.

Fuente: McKinsey Global Institute, *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, enero 2012, p. 13.

Gráfico 2

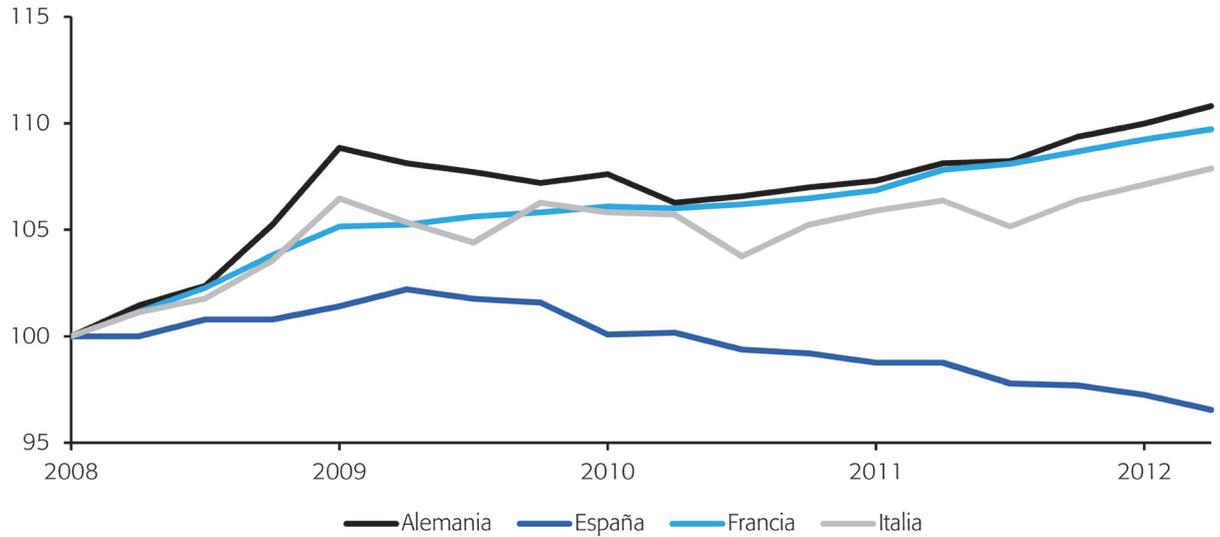
Gasto público en % del PIB



Fuente: The Heritage Foundation.

Gráfico 3

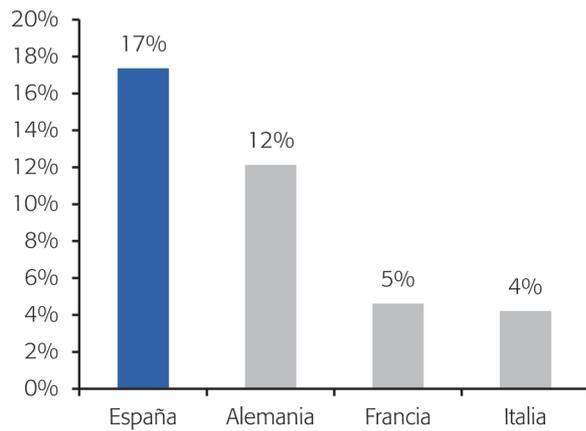
Evolución de la competitividad (CLU) vs. principales socios comerciales



Fuente: Eurostat.

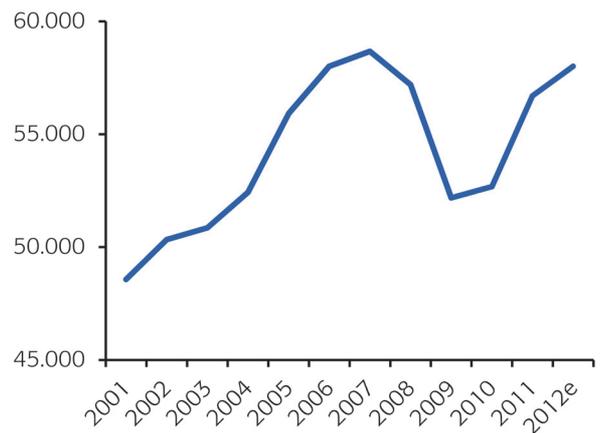
Gráfico 4

Crecimiento exportaciones desde 2008-2012



Fuente: Eurostat.

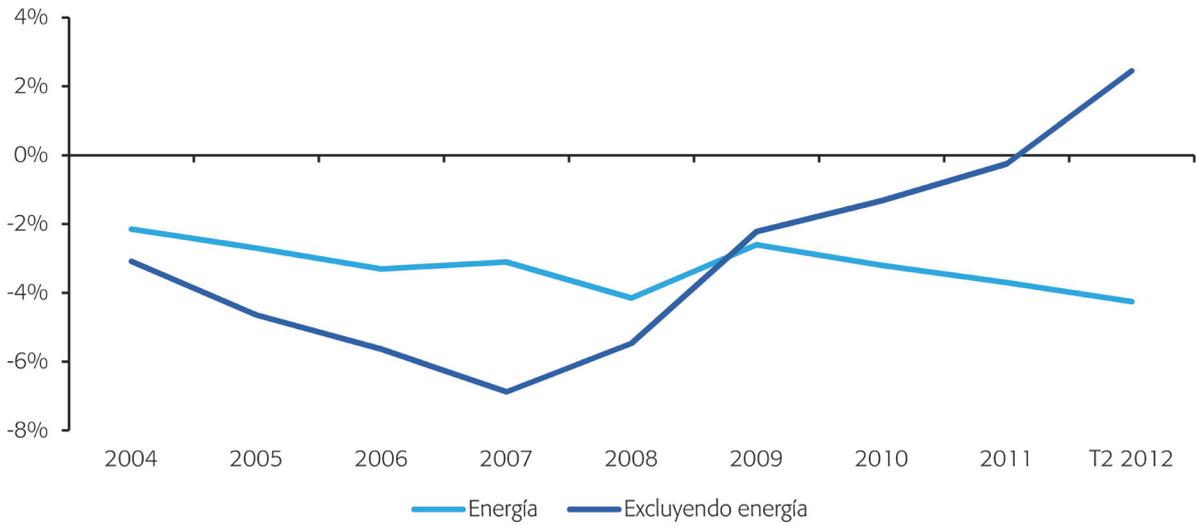
Número total de turistas (miles)



Fuente: INE.

Gráfico 5

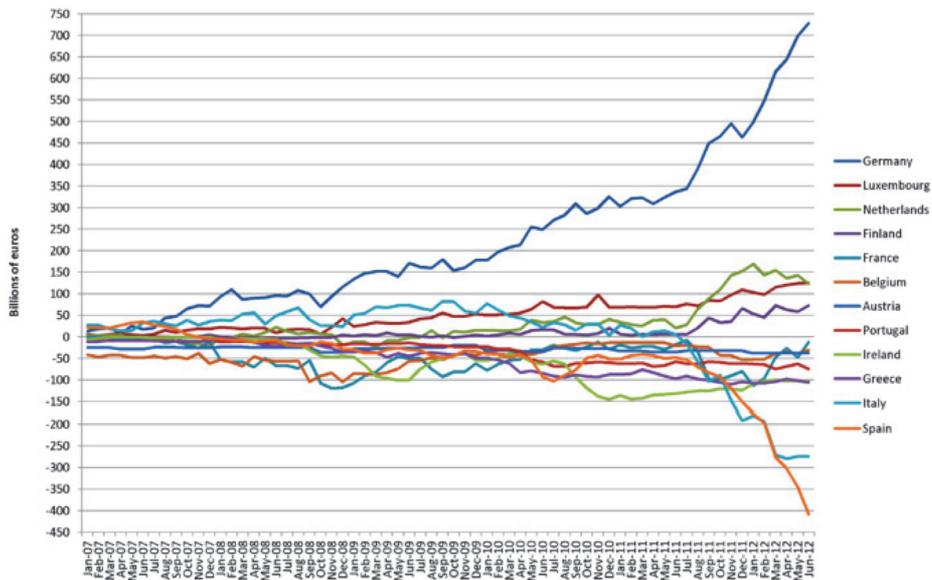
Evolución del déficit comercial



Fuente: INE.

Gráfico 6

Target 2 balances



Cuadro 1

Consolidación fiscal en curso

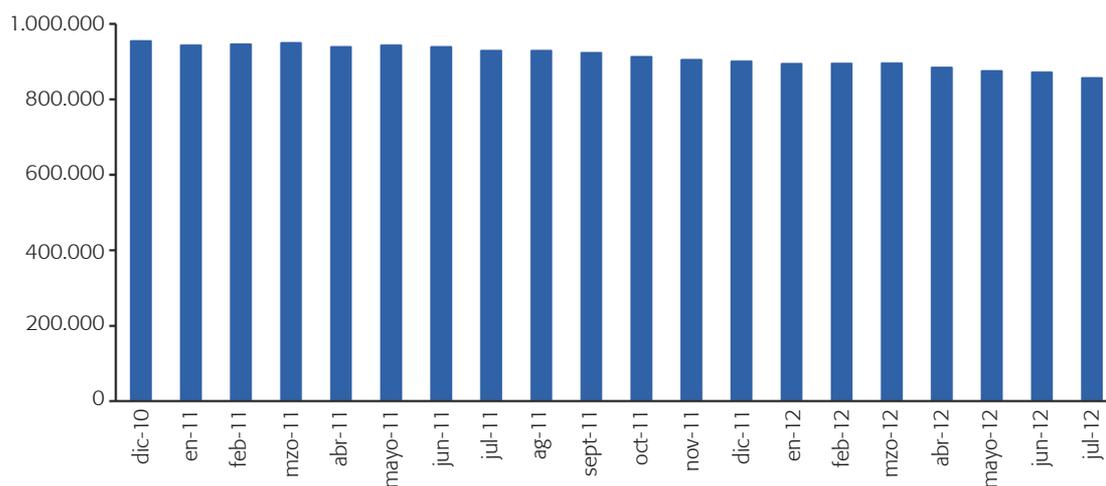
	2012 (millones de euros)	2013 (millones de euros)	2014 (millones de euros)
Ajuste abril	43.100	19.600	0
Ajuste julio	13.500	22.900	20.100
Total	56.600	42.500	20.100
% del PIB	5,4	4,0	1,9

Reformas estructurales en curso

	Efecto sobre el PIB (acumulado hasta 2020)	Efecto sobre el empleo (número de empleados) acumulado hasta 2020
Directiva de servicios	1,2	39.000
Reforma laboral	4,5	1.763.000
Reforma de pensiones	0,4	71.000
Reforma del sector financiero	1,6	96.000
Ley Orgánica de Estabilidad, Presupuestaria y Estabilidad Financiera	0,9	18.000
Total	8,6	1.987.000

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad.

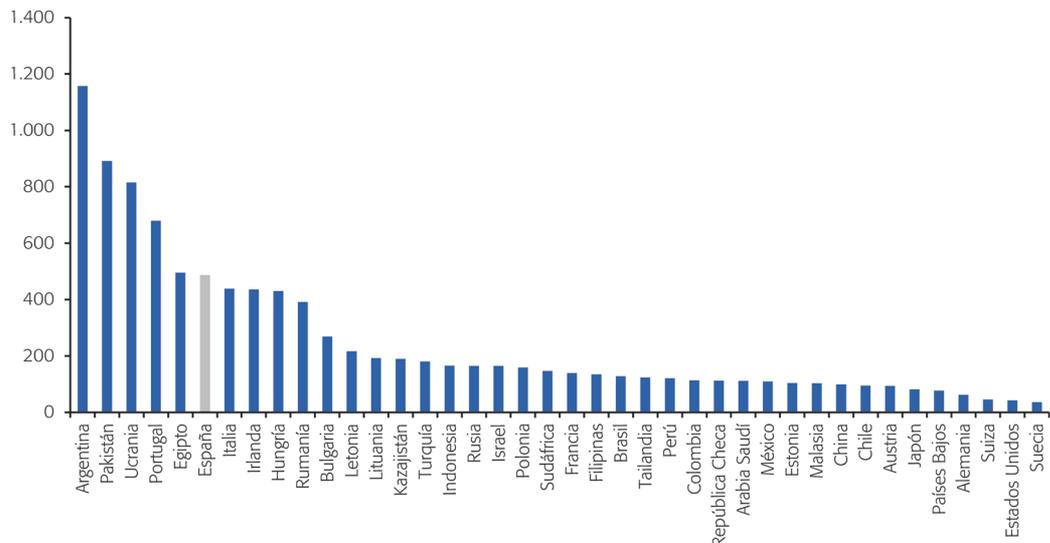
Gráfico 7

Depósitos en España (millones de euros)


Fuente: Banco de España.

Gráfico 8

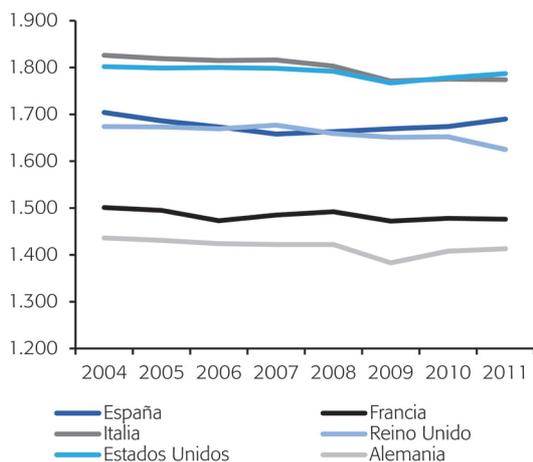
CDS spread soberano



Fuente: Factset.

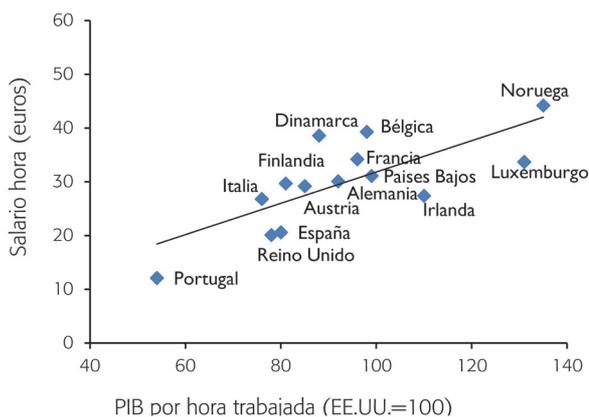
Gráfico 9

Horas anuales trabajadas (media)



Fuente: OCDE.

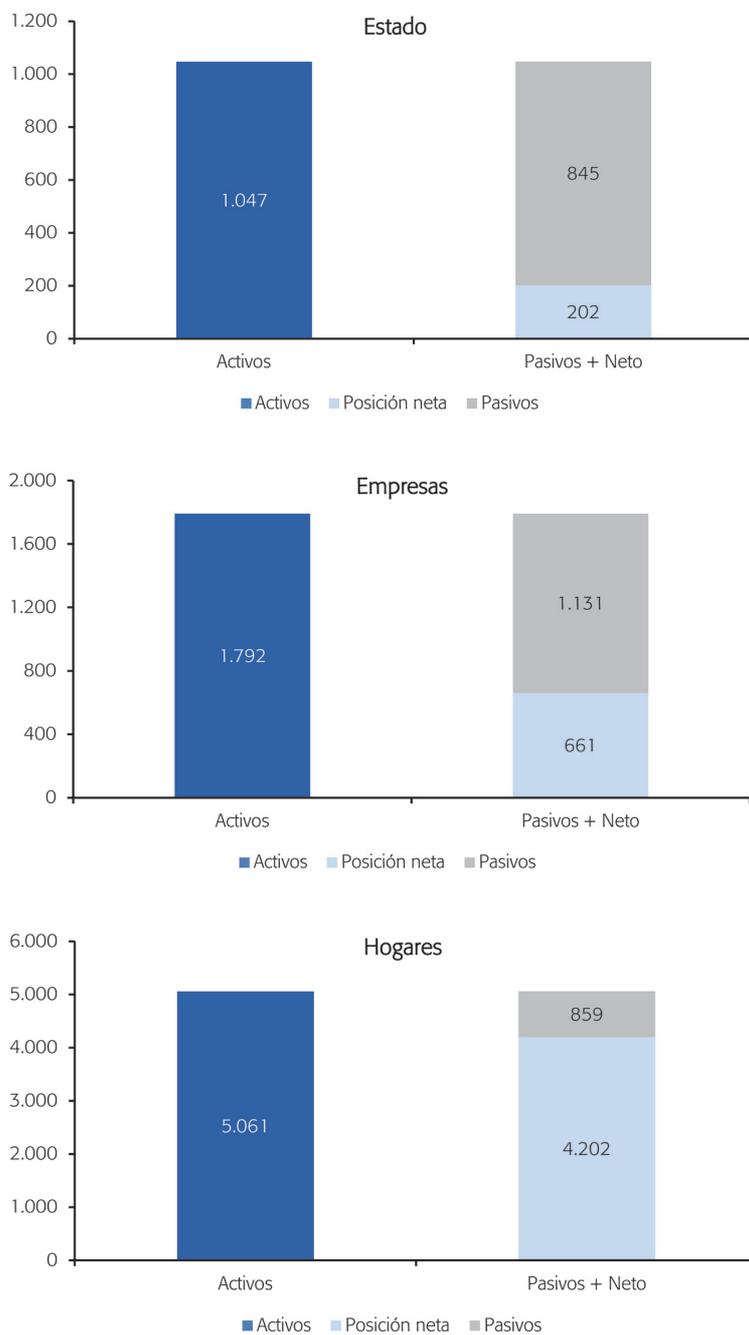
Coste laboral unitario y PIB por hora trabajada (2011)



Fuentes: Eurostat, OCDE.

Gráfico 10

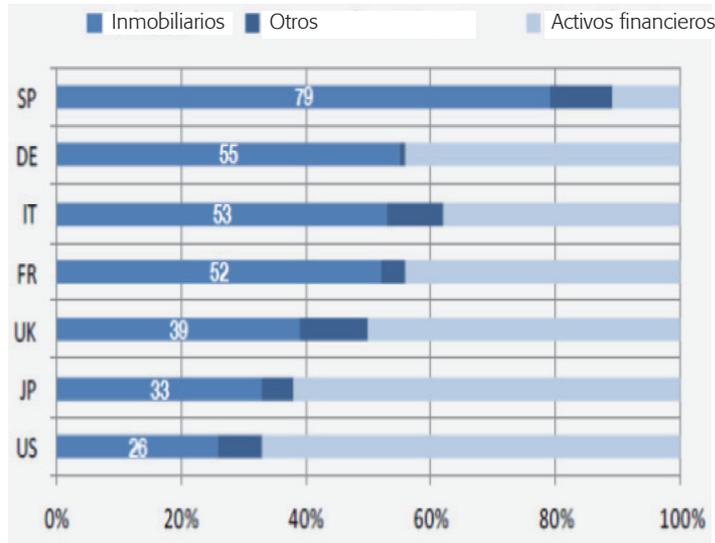
Balances de Estado, empresas y hogares



Fuentes: Banco de España, Funcas, Arcano.

Gráfico 11

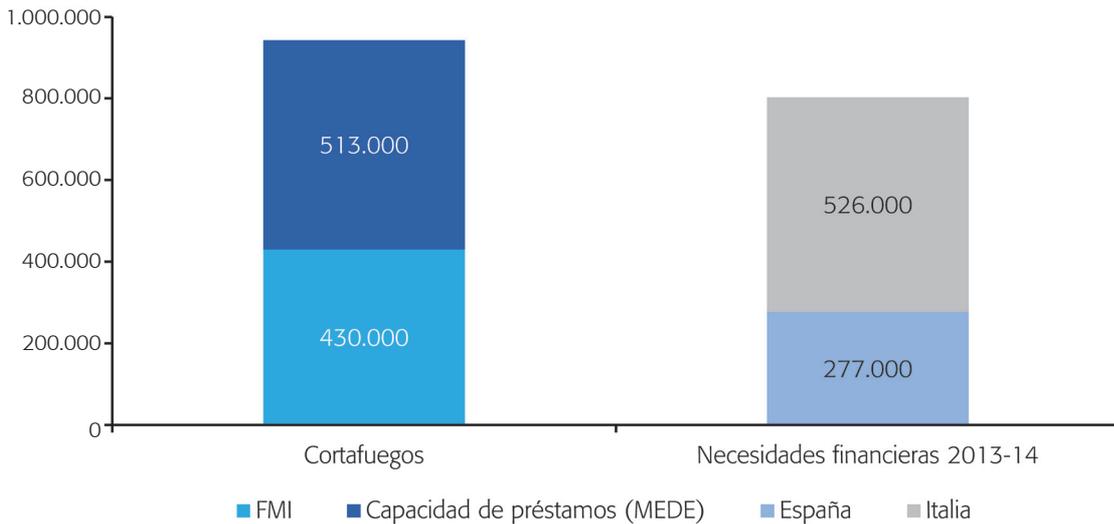
Distribución de activos de los hogares (% total de activos)



Fuente: Oliver Wyman.

Gráfico 12

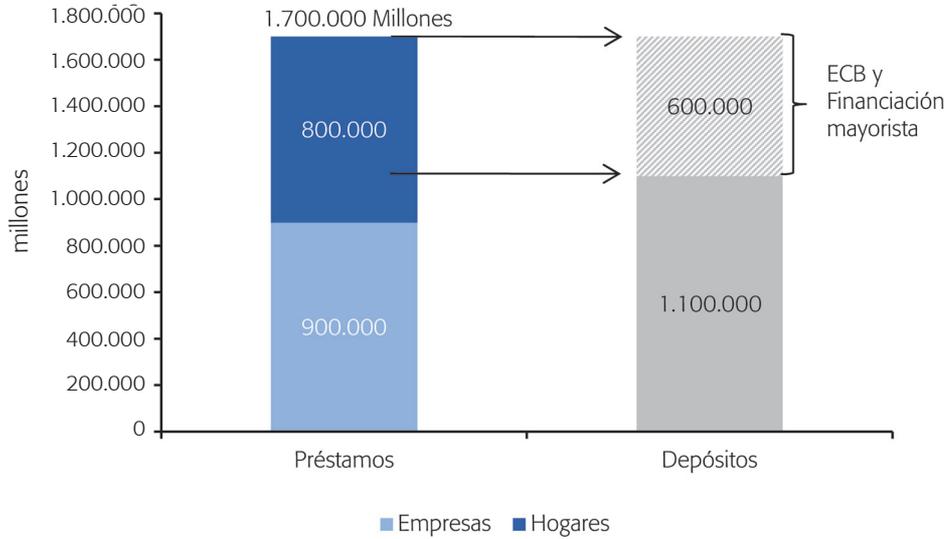
Recurso de MEDE/FEEF y necesidades financieras brutas en España e Italia (millones de euros)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13

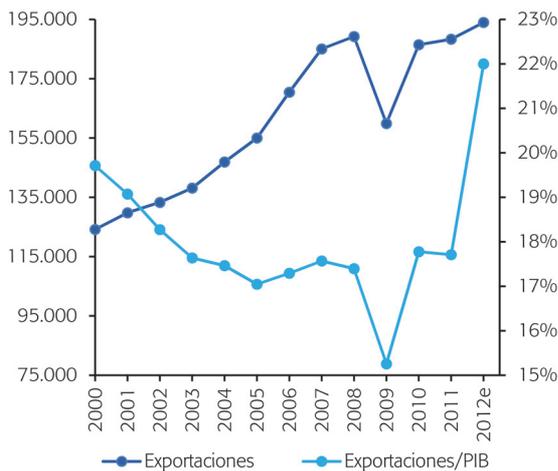
Estructura de financiación de la inversión crediticia del sistema bancario español (millones de euros)



Fuentes: Arcano, Banco de España.

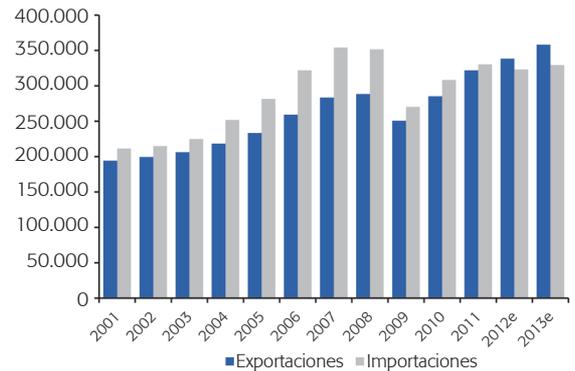
Gráfico 14

Evolución de las exportaciones españolas (mm. de euros)



Fuente: INE.

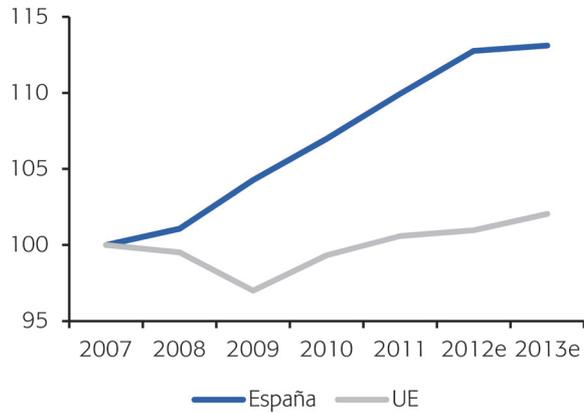
Exportaciones españolas de bienes y servicios (millones de euros)



Fuente: Eurostat.

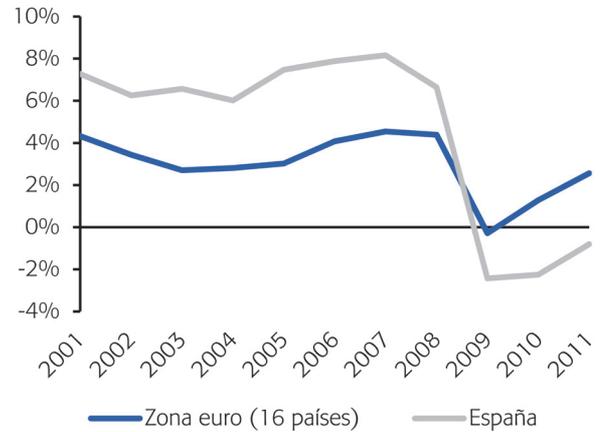
Gráfico 15

Cambio en la productividad del trabajo (2007=100)



Fuente: INE.

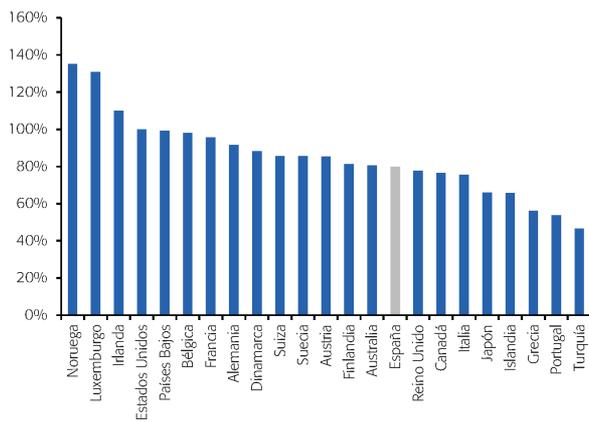
Evolución de los salarios reales (% sobre años anteriores)



Fuente: Eurostat.

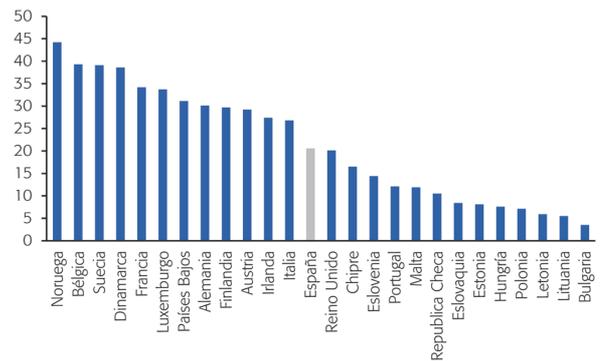
Gráfico 16

Productividad/hora trabajada (EE.UU.=100%, 2011)



Fuente: The Conference Board.

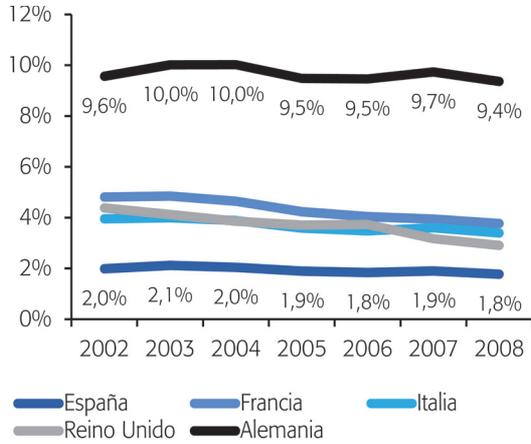
Costes laborales (euro/hora)



Fuente: Eurostat.

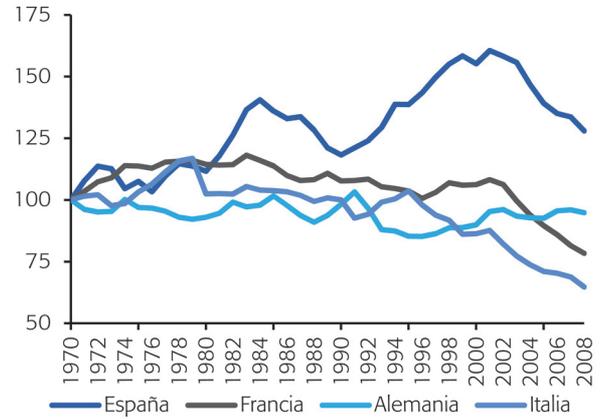
Gráfico 17

Cuota de mercado de España en exportaciones



Fuente: Eurostat.

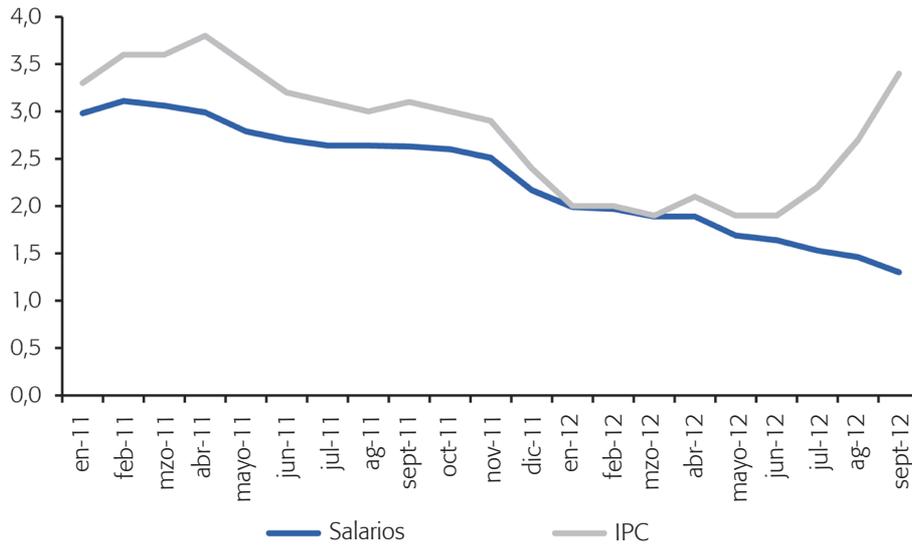
Cuota de mercado en exportaciones mundiales de países seleccionados



Fuente: OCDE.

Gráfico 18

Diferencia entre precios y salarios (% sobre años anteriores)



Fuentes: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, INE.