

Hay que crear un clima favorable a la empresa y a la inversión para garantizar el progreso de la economía española

COYUNTURA ECONÓMICA

N.º 79 - Diciembre 2023



Hay que crear un clima favorable a la empresa y a la inversión para garantizar el progreso de la economía española



Dentro de la Reunión de Coyuntura Económica, el panel dedicado a «Economía internacional, mercados financieros y política monetaria» estuvo compuesto por Jorge Sicilia, Economista Jefe del Grupo BBVA y Director de BBVA Research; Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos; Javier Pérez, director del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro del Banco de España; y José Ramón Díez Guijarro, director de Economía y Mercados Internacionales de CaixaBank Research (todos ellos presentes en la foto, de izquierda a derecha).



El segundo panel de la Reunión de Coyuntura Económica se centró en analizar «Materias Primas. Economía Española. Evolución reciente y previsiones. Situación actual y evolución futura de las finanzas públicas», con la participación de Raymond Torres, director de Coyuntura Económica de Funcas; Esther Gordo, directora de la División de Análisis Económico en la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF); Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos; Concepción Sanz, directora del Servicio de Estudios de Banco Santander; y Antonio Merino, director de estudios en Repsol. Chief Economist (todos ellos presentes en la foto, de izquierda a derecha).

Desde el IEE queremos agradecer a todos los ponentes su participación en la última reunión de Coyuntura Económica del Instituto de Estudios Económicos, el día 27 de noviembre de 2023.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Este informe, segundo de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en su reunión de Coyuntura semestral, celebrada el día 27 de noviembre de 2023, en la que participaron los principales expertos españoles en coyuntura económica, y con la intervención especial de Javier Pérez, director del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro del Banco de España; Jorge Sicilia, Economista Jefe del Grupo BBVA y Director de BBVA Research; José Ramón Díez Guijarro, director de Economía y Mercados Internacionales de CaixaBank Research; Antonio Merino, director de estudios en Repsol. Chief Economist; Raymond Torres, director de Coyuntura Económica de Funcas; Concepción Sanz, directora del Servicio de Estudios de Banco Santander; Esther Gordo, directora de la División de Análisis Económico en la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF); y Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos.

El Instituto de Estudios Económicos (IEE) agradece la colaboración, como autores principales, de los investigadores asociados Edita Pereira Omil, Bernardo Soto Siles, Paloma Blanco Ramos, Adrián González Martín y María del Carmen Vizcaya León, junto con Carlos Ruiz Fonseca, Elena Herrera González del Peral, María Higuera Callejo y Marta Meler Tarlowski, del Servicio de Estudios del IEE.

El presente informe de Coyuntura Económica se cerró con los datos disponibles hasta el día 11 de diciembre de 2023.

© 2023 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
C/ Príncipe de Vergara, 74, 6.ª planta • 28006 Madrid
Tel.: 917 820 580
iee@ieemadrid.com
www.ieemadrid.es

Maquetación: D. G. Gallego y Asociados, S. L.
gallego@dg-gallego.com

Documento digital PDF

Diciembre 2023

Se autoriza la difusión por terceros de esta publicación, de forma total o parcial, siempre y cuando quede reflejado inequívocamente que la autoría de la misma es del Instituto de Estudios Económicos. En este caso, rogamos que nos envíen una copia de la referencia al IEE.

Índice

RESUMEN EJECUTIVO.....6

1. Economía Internacional. La desaceleración de la actividad y de la inflación facilitan el fin del endurecimiento de las políticas monetarias.....6
2. Economía española: 2023, de más a menos8
3. Pérdida de impulso del mercado laboral en la segunda parte de 2023, tras haber mostrado un notable dinamismo en el primer semestre9
4. La inflación general y la subyacente continúan desacelerando, aunque persiste cierto riesgo de repunte a lo largo de 202410
5. Perspectivas para 2024: sin *shocks* externos y una política económica adecuada, la economía podría recuperar dinamismo en la segunda parte del año11
6. La importancia estratégica de la inversión empresarial para el crecimiento económico y la mejora del bienestar social.....12
7. Políticas económicas orientadas al fomento de la inversión privada, al estímulo de la productividad y a la competitividad.....14

HAY QUE CREAR UN CLIMA FAVORABLE A LA EMPRESA Y A LA INVERSIÓN PARA GARANTIZAR EL PROGRESO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....17

1. Economía internacional. La desaceleración de la actividad y de la inflación facilitan el fin del endurecimiento de las políticas monetarias.....17
 - 1.1. Introducción. Ralentización del crecimiento en la segunda mitad del año, que permanecerá débil durante 2024.....17
 - 1.2. Señales de debilidad en la economía global.....18
 - 1.3. Inflación a la baja y fin del endurecimiento de la política monetaria.....20
 - 1.4. Previsiones de crecimientos muy discretos para 2024, mientras la inflación continuará desacelerando22
 - 1.5. Los precios de las materias primas también se moderan24
2. Economía española: 2023, de más a menos25
 - 2.1. La economía ha mantenido, durante 2023, un crecimiento diferencial con respecto a la eurozona.....26
 - 2.2. El deterioro del contexto internacional ha pesado sobre las exportaciones y la actividad industrial, mientras que el consumo privado y los servicios han mostrado una mayor resiliencia.....27



2.3. Pérdida de impulso del mercado laboral en la segunda parte de 2023, tras haber mostrado un notable dinamismo en el primer semestre.....	30
2.4. La inflación general y la subyacente continúan desacelerando, aunque persiste cierto riesgo de repunte a lo largo de 2024.....	35
2.5. Perspectivas para 2024: sin <i>shocks</i> externos y una política económica adecuada, la economía podría recuperar dinamismo en la segunda parte del año	36
3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica	39
3.1. Introducción	39
3.1.1. La importancia estratégica de la inversión empresarial para el crecimiento económico y la mejora del bienestar social	40
3.2. Evolución y análisis de la tasa de inversión en la economía española	42
3.2.1. Las rentas empresariales generadas y la confianza de estos agentes determinan la evolución reciente de la inversión empresarial.....	49
3.3. Una política económica orientada al fomento de la inversión privada es el mejor estímulo para el crecimiento de la productividad y la mejora de la competitividad de la economía española.....	57
3.3.1. El impacto de los desequilibrios acumulados del sector público como lastre para el fomento de la inversión empresarial	58
3.3.2. Las reformas estructurales y su incidencia en los procesos de acumulación de capital.....	63
Referencias bibliográficas	65



Resumen Ejecutivo

1. Economía Internacional. La desaceleración de la actividad y de la inflación facilitan el fin del endurecimiento de las políticas monetarias

El comportamiento de la economía mundial en el año 2023, en general, está siendo mejor de lo que se anticipaba a finales del pasado ejercicio. En la primera mitad del año la actividad **mostró una notable resiliencia y un mayor dinamismo**, apoyada en la fortaleza del mercado laboral y de las ramas de servicios. Sin embargo, **en la segunda mitad las señales de debilitamiento son cada vez más generalizadas**, acusando más intensamente el endurecimiento de la política monetaria, la debilidad del comercio mundial y un deterioro de la confianza de los agentes, **en un entorno marcado por notables tensiones geopolíticas y elevada incertidumbre**.

A partir de junio los índices PMI empezaron a anticipar una progresiva desaceleración de la actividad, que en los meses finales del año ya apuntan a casi un estancamiento en el crecimiento. A las dificultades que ya estaban atravesando los sectores manufactureros se ha unido la **ralentización de los sectores de servicios**, al tiempo que, en los mercados laborales, aunque mantienen una notable solidez, también se perciben señales de menor creación de empleo. **No obstante, hay una elevada heterogeneidad entre regiones**, con mayor dinamismo, en general, en las economías emergentes que en las avanzadas, y dentro de estas últimas, con mayor debilidad en la eurozona que en Estados Unidos.

Entre las economías más avanzadas, **la estadounidense está siendo la que presenta un mejor comportamiento. El crecimiento del PIB se ha acelerado en el tercer trimestre**, apoyado en la fortaleza del consumo privado y de su mercado laboral. No obstante, en los últimos meses la creación de empleo se está ralentizando, al tiempo que el ahorro de los hogares también está descendiendo, por lo que **se anticipa una desaceleración del crecimiento en los trimestres venideros**.

En la eurozona las señales de debilidad son más evidentes. En el tercer trimestre **la economía ha vuelto al terreno contractivo, y los índices PMI apuntan a que en el cuarto trimestre el PIB puede ser negativo**. Además, en el mercado laboral, aunque el empleo sigue siendo un soporte para la economía de la región, también se comienzan a observar señales de pérdida de dinamismo.

En **China** el crecimiento en el tercer trimestre mejoró frente al segundo en términos trimestrales, aunque continuó a la baja en tasas anuales. **Se prevé que la actividad continúe debilitándose en los próximos trimestres por los problemas que atraviesa su sector inmobiliario**.



Mientras, la ralentización de la actividad en la economía mundial está facilitando la moderación de los precios, lo que está contribuyendo a la progresiva desaceleración de la inflación. No obstante, **los componentes subyacentes, aunque también presentan una senda descendente, aún se mantienen en niveles elevados** y costará más llevarlos hacia los objetivos fijados por las autoridades monetarias, dado que las políticas fiscales, que aún apoyan el crecimiento, y la fortaleza de los mercados laborales continuarán manteniendo cierta presión sobre los precios.

El enfriamiento de la economía y la contención de los precios, en particular los energéticos, han favorecido que los bancos centrales hayan relajado el ritmo de subidas de tipos de interés durante 2023. Además, en la parte final del año se han pausado dichas subidas, lo que apunta a que, tras un intenso ciclo alcista, pueden haber alcanzado su techo en la mayor parte de los países, con los tipos en las tasas más elevadas de los últimos quince años.

De cumplirse las estimaciones de los bancos centrales, el debilitamiento de la economía y la paulatina moderación de los precios facilitarán que en la segunda mitad del próximo año se inicien los descensos de los tipos de interés que, si bien se producirán de forma paulatina, será un revulsivo para la actividad en la parte final de 2024.

En este contexto de creciente debilidad de la economía mundial, los organismos internacionales están revisando a la baja las previsiones de crecimiento. El último en hacerlo ha sido la OCDE, que en su informe de finales de noviembre ha recortado en una décima sus estimaciones para el año 2023, hasta el 2,9%, y mantiene en el 2,7% las del año 2024, apuntando a que la economía ganará algo de dinamismo en 2025, cuando el crecimiento será del 3%. No obstante, **las señales siguen siendo de un crecimiento claramente inferior al de la etapa anterior a la pandemia, años 2013 a 2019, cuando el crecimiento medio se situó en el 3,4%.**

Para 2024 se prevé que la actividad continúe frenándose en los primeros meses, siendo el escenario más probable el de un aterrizaje suave. Además, se estima que en la segunda parte del año la actividad gane impulso, una vez que las autoridades monetarias comiencen a relajar sus políticas monetarias.

En cuanto a la inflación, se espera que mantenga una desaceleración progresiva que permitirá volver a los niveles compatibles con los objetivos de los bancos centrales a lo largo del año 2025.

Estas previsiones están sujetas a numerosos riesgos sesgados a la baja. Entre ellos caben destacar los **riesgos geopolíticos, una mayor persistencia de la inflación, una desaceleración más acusada de la economía china,** que se produjesen **nuevos eventos de turbulencias financieras,** así como una **mayor fragmentación comercial.** Por el contrario, **en la parte positiva pudiera darse un mayor crecimiento si los hogares destinan una mayor parte del exceso de ahorro acumulado al consumo o si la inflación se reduce más rápidamente** y permite a los bancos centrales iniciar antes una relajación de su política monetaria.

La ralentización de la economía mundial se está notando también en un descenso de los precios de la mayor parte de las materias primas, particularmente en las energéticas, aunque se



siguen manteniendo por encima del nivel prepandémico. El precio del petróleo ha descendido en noviembre, a pesar de las tensiones en Israel, y su precio medio, en lo que va de año (84 \$/barril), es claramente inferior al del mismo periodo en 2022 (105,5 \$/barril). Además, el precio del gas natural TTF en los primeros días de diciembre es muy inferior al de un año atrás. Mientras que, en la eurozona, algunas materias primas alimenticias, como los cereales o los lácteos, también se sitúan con tasas interanuales sensiblemente negativas.

2. Economía española: 2023, de más a menos

La economía española ha mostrado, a lo largo de 2023, un comportamiento mejor de lo esperado inicialmente, cerrando aproximadamente en el 2,3% para el conjunto del año. No obstante, la tendencia a lo largo del año ha sido de ralentización, en línea con el estancamiento del empleo, el empeoramiento de los PMI o la ralentización de las exportaciones, incluidas las correspondientes al turismo.

Durante la primera mitad del año la economía se vio favorecida por la desaceleración de la inflación, la recuperación del turismo, la favorable marcha de las exportaciones y la positiva evolución del mercado laboral. Sin embargo, en la segunda parte del año la ralentización del comercio internacional, la subida de los tipos de interés, el deterioro de las expectativas y el aumento de la incertidumbre han supuesto un lastre para la actividad.

El comportamiento de la economía española ha sido claramente más positivo que el de sus principales socios comunitarios. Este diferencial a favor de la economía española se ha debido, entre otros factores, a una recuperación más retrasada respecto a los niveles precrisis, una composición sectorial con un mayor peso de los servicios y un menor impacto de la política monetaria.

El deterioro del contexto internacional ha pesado sobre las exportaciones y la actividad industrial, mientras que el consumo privado y los servicios han mostrado una mayor resiliencia.

La información de aduanas muestra una tendencia de clara contracción de los flujos exteriores que se ha ido agudizando a lo largo del año, más acusado en el caso de las importaciones. El resultado de estos flujos ha sido una notable reducción del déficit comercial en los tres primeros trimestres de 2023, frente al mismo periodo de 2022.

En la misma línea, **según los datos de la Balanza de Pagos, en los nueve primeros meses de 2023 el superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 31,1 miles de millones**, frente a los 2 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior. Esta positiva evolución del saldo se debió a la significativa mejora del saldo de bienes y servicios no turísticos, a la que se añade el aumento del superávit en la balanza de servicios turísticos, lo que se corresponde con la favorable tendencia de la entrada de visitantes este año y con el aumento del gasto de los turistas.



La pérdida de dinamismo de las exportaciones se ha visto compensada con un mayor avance del consumo de las familias en el segundo y tercer trimestre, gracias al aumento del empleo y de los salarios nominales y a la desaceleración de la inflación, aunque comienza a pesar el aumento de los tipos de interés y parte del ahorro se está destinando a amortización de deuda.

La inversión no se ha recuperado tras la pandemia, sobre todo en lo que respecta a la inversión en bienes de equipo y otros. Las empresas, a pesar de estar en una situación financiera más saneada, no están destinando recursos a la inversión como en el pasado y prefieren amortizar. Este hecho parece explicarse fundamentalmente por un deterioro de las expectativas y por el aumento de la incertidumbre, más que por el encarecimiento de la financiación. **Los Fondos Next Generation no han tenido un reflejo claro en un aumento de la inversión durante los últimos años**, aunque se espera que, en la parte que se financia a través de préstamos a partir de 2024, tenga un mayor impacto positivo sobre la inversión. **Esta falta de inversión estaría siendo un lastre para el aumento de la productividad de la economía y un factor limitativo de su crecimiento potencial.**

Desde el punto de vista de los sectores, continúa la divergencia entre la evolución de la industria, que presenta recortes de actividad, y de los servicios, que muestran un mayor dinamismo, aunque comienzan a dar señales de desaceleración.

A partir del segundo trimestre se observa un deterioro de los indicadores de confianza y de los PMI de manufacturas, debido a la debilidad de la demanda, que se concreta en una disminución de los nuevos pedidos, tanto nacionales como para la exportación, en un contexto de debilitamiento de la actividad industrial a nivel global.

En el primer trimestre el sector servicios experimentó un avance anual significativo, denotando la buena marcha del sector en un contexto de aumento de la demanda de los servicios en detrimento de los bienes. No obstante, tanto la inflación como la subida de los tipos de interés están erosionando la capacidad de consumo de las familias, por lo que el gasto en servicios también está mostrando cierta desaceleración en los últimos meses.

En este contexto de desaceleración, las empresas perciben un descenso de su facturación. Además, se observan indicios de pausa en el proceso desinflacionista en el tercer trimestre, tanto en los costes de producción como en los precios de venta, viéndose afectada la actividad empresarial por el repunte de los costes energéticos y por la creciente incidencia de los problemas de disponibilidad de mano de obra.

3. Pérdida de impulso del mercado laboral en la segunda parte de 2023, tras haber mostrado un notable dinamismo en el primer semestre

En 2023 el mercado laboral ha dado muestras, un año más, de una notable resiliencia. No obstante, hay que señalar que la evolución a lo largo del año ha sido de menos a más y de más a menos. **Durante el primer semestre, la creación de empleo fue ganando tracción**, a lo que



contribuyó la notable recuperación del sector turístico, el buen comportamiento de la construcción y el impulso en las ramas relacionadas con la consultoría y las actividades informáticas. **En la segunda parte del año, el aumento de la ocupación está perdiendo vigor**, al tiempo que el dinamismo de la actividad económica se está atenuando.

Según las estimaciones del Instituto de Estudios Económicos, los afiliados a la Seguridad Social desestacionalizados efectivos (excluyendo los trabajadores en ERTE) **mostrarán un crecimiento leve, en torno al 0,1% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de este año**, una décima menos que en el tercer trimestre, y claramente por debajo del 1,4% registrado en el segundo trimestre.

A pesar de la creación de empleo que se está registrando en 2023, **nuestros niveles de paro continúan siendo elevados**, con más de 2,8 millones de desempleados y una tasa de paro del 11,8% en el tercer trimestre, **la más alta de la Unión Europea y que supone casi el doble de la media europea**. La nota positiva es el descenso de la tasa de temporalidad en el sector privado, que se sitúa en torno al 14%, casi diez puntos porcentuales menos que hace dos años, y es menos de la mitad de la correspondiente al sector público.

El dinamismo del empleo en el sector privado, en 2023, refleja que las empresas han seguido esforzándose por mantener sus plantillas de trabajadores, en un contexto de costes laborales y financieros más elevados, al tiempo que se reducen los niveles de productividad. En 2023 el número de empresas inscritas en la Seguridad Social está creciendo de forma muy moderada y en noviembre todavía hay casi 1.400 empresas menos que hace cuatro años. Además, los niveles de productividad por ocupado en los tres primeros trimestres de 2023 están un 4,3% por debajo de los niveles del mismo periodo de 2019.

Al mismo tiempo, el tejido empresarial está soportando mayores costes laborales unitarios que en los años recientes, de forma que en los tres primeros trimestres de 2023 se sitúan un 16% por encima de los niveles de 2019. Asimismo, **hay que destacar la notable subida de las cotizaciones sociales obligatorias en los últimos años**. En concreto, en el primer semestre de 2023 son un 15,7% superiores que en el mismo periodo de 2019. En este sentido, **España sigue siendo uno de los países europeos con mayores cotizaciones sociales pagadas por las empresas en porcentaje del PIB** (un 9,9% del PIB en 2021 frente al 7,3% de promedio en la UE). **Todo ello perjudica la competitividad de las empresas frente a nuestros competidores**.

4. La inflación general y la subyacente continúan desacelerando, aunque persiste cierto riesgo de repunte a lo largo de 2024

La inflación mostró una senda de desaceleración durante los primeros meses de 2023, hasta situarse en el 1,9% en el mes de junio, para después remontar, de nuevo, hasta situarse en tasas por encima del 3%. La inflación subyacente tardó bastante más en comenzar su moderación y lo está haciendo de una forma más gradual.



La inflación seguirá moderándose durante 2024, incluso a pesar de la reversión de algunas de las medidas anti-inflación. No obstante, siguen existiendo elementos de riesgo, tanto por los conflictos en Ucrania y la franja de Gaza y las tensiones geopolíticas derivadas como por los efectos de segunda ronda debidos a incrementos salariales y su posible traslación a precios finales.

La traslación de la inflación a crecimientos de los salarios se va a ver muy limitada gracias al V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC). Este acuerdo es muy importante debido a que **introduce cierto grado de certeza sobre la evolución de las rentas salariales en los próximos años y contribuye a la paz social** en este periodo, puesto que es un acuerdo entre agentes sociales, empresas y sindicatos.

5. Perspectivas para 2024: sin *shocks* externos y una política económica adecuada, la economía podría recuperar dinamismo en la segunda parte del año

La economía española cerrará el ejercicio 2023 con un crecimiento medio del PIB del 2,3%. Las previsiones para 2024 apuntan a un aumento del 1,5%, tasa que encubre un proceso que se caracteriza por ir ganando tracción en términos de actividad.

En un escenario central sin *shocks* adversos, es previsible que a lo largo de 2024 la inflación se reconduzca hacia tasas más cercanas a los objetivos de los bancos centrales, no se produzcan más subidas de los tipos de interés y la economía mundial retome una senda de crecimiento más robusta. Esto va a beneficiar los fundamentos del consumo, la inversión y la exportación, y, en consecuencia, la economía española va a ir ganando dinamismo a lo largo del ejercicio.

Respecto al consumo de los hogares, se espera que continúe siendo un soporte del crecimiento en 2024, al aumentar la renta disponible y el empleo. No obstante, preocupa el hecho de que los hogares estén utilizando una significativa parte de su renta disponible para el ahorro y para reducir su endeudamiento ante la subida de los tipos de interés.

Una de las variables que genera más dudas sobre su comportamiento futuro es la inversión empresarial. Los altos costes de los insumos, la incertidumbre política, las dificultades de que los fondos europeos lleguen a las empresas y el encarecimiento de las condiciones de financiación son factores poco propicios para iniciar nuevos proyectos de inversión en el sector privado.

La evolución del sector exterior dependerá, en gran medida, de la competitividad de España y también de la Unión Europea (UE), en un contexto donde el comercio internacional está perdiendo impulso. Con todo, se prevé para la economía española un superávit exterior, en términos de capacidad de financiación, en el entorno del 1% del PIB, acumulando más de una década de balanza exterior positiva.

En este contexto se seguirá creando empleo, si bien a tasas moderadas (alrededor del 1%), y la tasa de paro se irá reduciendo paulatinamente, pero la media del año se situará, en ambos ejercicios, en el entorno del 12%.



A pesar de que la inflación general está mostrando cierta resiliencia a la baja en los últimos meses de 2023, se espera que retome una senda de moderación paulatina y se sitúe por debajo del 3% a finales de 2024, al igual que el IPC subyacente.

Las previsiones del Plan Presupuestario 2023-2024, que mantienen el objetivo de déficit en el -3% para 2024, son optimistas, dado el escenario de menor crecimiento y de falta de contención del déficit en 2023. Desde el IEE se estima que el desequilibrio público supere en unas décimas el -4% del PIB este año, y que en 2024 se sitúe en el -3,8% del PIB, esto es, un saldo fiscal negativo superior al que estima el Gobierno. El desequilibrio fiscal es una de las principales vulnerabilidades de la economía española, sobre todo en un entorno de condiciones financieras más restrictivas y donde el peso de la carga de la deuda es creciente.

6. La importancia estratégica de la inversión empresarial para el crecimiento económico y la mejora del bienestar social

El estudio de la variación en la renta per cápita constituye un área de considerable relevancia para la formulación de políticas económicas, ya que **proporciona una perspectiva integral sobre el progreso y el grado de bienestar alcanzado por una economía.**

La dinámica de la renta per cápita se fundamenta, en gran medida, en la toma de decisiones empresariales con respecto a sus procesos de acumulación de capital físico, humano y tecnológico. Esta dinámica, que se ve condicionada, a su vez, por factores institucionales y regulatorios, es la que tiene un mayor impacto sobre el crecimiento económico per cápita a lo largo del tiempo, revelando, por su desigual evolución, disparidades en el desarrollo económico y, por tanto, en el progreso entre las naciones.

La economía española, como partícipe del conjunto de las economías avanzadas, muestra a lo largo de los últimos años un proceso de convergencia en renta per cápita heterogéneo, determinado por los efectos específicos que ocasionan cada una de las fases del ciclo económico sobre su estructura económica y, en particular, **por el desempeño específico de factores tales como la productividad, el número medio de horas trabajadas, la tasa de ocupación y el porcentaje de la población en edad de trabajar sobre el total de la población.**

Desde la crisis de 2008 el crecimiento económico en España no se ha visto acompañado por un aumento significativo de la tasa de inversión, a diferencia de otros países de la eurozona. Este comportamiento podría estar relacionado con el ciclo de desapalancamiento experimentado por las empresas españolas que se produjo en la fase de expansión de la actividad del periodo (2013-2019).

La evolución de la productividad durante todos estos años destaca como un elemento clave que ha condicionado el crecimiento de la renta en términos per cápita. Fundamentalmente, la acumulación de capital físico a través de la inversión empresarial se presenta como crucial para la competitividad (De la Fuente y Doménech, 2023) y la transformación estructural de las economías.



La inversión empresarial, como componente de la demanda agregada, es determinante para la evolución de la actividad productiva. **A través de la variación del *stock* de capital tienen lugar las ampliaciones de la capacidad productiva de la sociedad que generan tanto las fluctuaciones de la actividad y del empleo como su evolución en el largo plazo.**

Desde esta perspectiva, resulta esencial implementar políticas económicas que fomenten la inversión empresarial y, al mismo tiempo, eliminar cualquier obstáculo en el entorno que pueda desincentivar dicha inversión. Las rentas empresariales generadas, medidas a través del Excedente Bruto Empresarial junto con la evolución de la confianza de estos agentes, son los determinantes de la evolución reciente de la inversión empresarial.

En el periodo reciente, tras la crisis de la covid-19, la actividad productiva ha registrado un proceso de recuperación sostenido alcanzando los niveles precrisis a finales de 2021. Por su parte, la inversión empresarial, al igual que en otras fases del ciclo similares, mostró una reactivación más intensa en el mismo periodo; no obstante, esta recuperación ha ido perdiendo intensidad en periodos posteriores, mostrando, nuevamente, tasas negativas de variación desde finales de 2022. **En la actualidad, la inversión en bienes de equipo no ha recuperado aún los niveles alcanzados durante el periodo precrisis, siendo inferior en un 5% a la registrada en esta etapa.**

En ese marco, la debilidad de este componente de la inversión tiene cierta relevancia por sus implicaciones sobre la fortaleza de la recuperación y su prolongación en el medio y largo plazo. Esto es especialmente preocupante por su repercusión sobre el pobre desempeño de la productividad y, por ende, sobre el menor potencial de crecimiento de la economía española y sus dificultades de convergencia en términos de renta per cápita con las economías más avanzadas.

La evolución de la inversión empresarial en España, y su comportamiento diferencial en el último periodo con respecto a la de otras economías avanzadas, podría estar vinculada al fuerte proceso de desapalancamiento que han experimentado las empresas españolas desde 2009 y que ha producido que el porcentaje de endeudamiento de estos agentes se encuentre, en 2023, en niveles muy similares a los de la UEM. Esta vinculación no solo ha determinado el grado o intensidad del proceso de inversión de las empresas sino también su orientación, que se ha inclinado, en mayor medida, hacia la reposición debido a la depreciación del capital instalado.

Según el Banco de España (Aguilar *et al.*, 2023), la demanda, en particular su conversión en rentas empresariales, es el componente que más incide sobre las decisiones de inversión en el corto plazo. Pues bien, **la evolución del Excedente Bruto de Explotación (EBE) de las sociedades no financieras, tras la crisis de la covid-19, no ha sido tan positiva. El EBE y, en particular, el de las sociedades no financieras, es la variable que va con mayor retardo en la recuperación, de manera que aún no se han alcanzado los niveles previos a la crisis pandémica, al contrario que los costes laborales y los impuestos netos de subvenciones.** Esto se debería al mayor impacto que han tenido los distintos choques de oferta sobre las actividades productivas a través del aumento de los costes de las materias primas, en particular las energéticas.



Junto con lo anterior, **se ha de destacar la negativa contribución de los sucesivos choques de oferta sobre la confianza empresarial**. Algunos factores que han podido afectar negativamente a dicha confianza durante la recuperación pospandémica son el contexto socioeconómico, el cual ha estado marcado por los **conflictos geopolíticos, la incertidumbre económica y la persistencia de la inflación**, y, más específicamente, la incertidumbre experimentada por el sector industrial, que se ha visto, en gran medida, afectada por las **tensiones sobre los precios de la energía y de las materias primas**, así como por la aparición de cuellos de botella en la cadena de suministros.

7. Políticas económicas orientadas al fomento de la inversión privada, al estímulo de la productividad y a la competitividad

La reactivación de la inversión empresarial, tal y como se ha constatado en el apartado anterior, **está condicionada por todos aquellos factores que apoyan la generación de rentas empresariales, reduzcan la incertidumbre y mejoren el funcionamiento de los mercados** de factores y productos. Las políticas económicas orientadas al fomento y la reactivación de la inversión privada son, por lo tanto, el mejor estímulo para el crecimiento de la productividad y la mejora de la competitividad de la economía española.

Esta reactivación está condicionada a que se reduzca la incertidumbre, se garantice la calidad e independencia de las instituciones, se produzca una mejora del funcionamiento de los mercados y se refuercen las expectativas empresariales, promoviendo, en mayor medida, los principios de la economía de mercado, la libertad económica y la libertad empresarial.

Entre las variables que más penalizan este entorno destacan la **excesiva dimensión de nuestro sector público, las elevadas cargas tributarias y el fuerte desequilibrio fiscal**. Más allá del evidente **efecto de «crowding out» o de desplazamiento de la inversión privada** que produce el requerimiento de un mayor volumen de recursos económicos y financieros por parte de un sector público sobredimensionado, **este desequilibrio penaliza la inversión empresarial, puesto que va acompañado de una mayor presión fiscal, amplificando los efectos negativos que este genera sobre las expectativas de los agentes**.

Para evitar parte de los efectos adversos, la política fiscal debería diseñarse de forma que **garantice la estabilidad presupuestaria y la reducción de la presión fiscal**. Es preciso la elaboración de un programa de ajuste presupuestario plurianual, alineado con los requerimientos de las nuevas reglas fiscales, que afronte una mejora progresiva del saldo estructural estableciendo límites anuales en el aumento nominal del gasto primario neto financiado a nivel nacional. Junto con lo anterior, es conveniente la **introducción de medidas que mejoren la eficiencia y la calidad de dicho gasto público y reduzcan nuestro endeudamiento**.

En relación con la política fiscal, la desactivación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento supondrá la reactivación de la disciplina fiscal a partir del 1 de enero de 2024.



Según la propuesta actual, **algunos de los efectos que tendrá esta medida sobre España, al ser un país con una deuda pública superior al 90% del PIB, serán un recorte medio, mínimo, de un 1% de deuda pública al año y el establecimiento de un déficit máximo del 1,5% del PIB en lugar del 3%.**

La AIReF ha pronosticado que el déficit previsto en 2023 llegará al 4,1% y que seguirá una senda en la que superará el 3% en el periodo 2024-2028. Además, la ratio de deuda sobre PIB se mantendría entre el 105% y el 106% en este periodo. De esta forma, **el necesario ajuste presupuestario debería enfocarse más en la eficiencia y contención del gasto público que en el aumento de ingresos evitando, sobre todo, el incremento de los tributos que recaen sobre empresas y ahorro.** Esta reducción de la presión fiscal sobre las empresas conduciría a un impulso a la inversión, la cual tiene un impacto fundamental sobre el crecimiento económico a largo plazo. Sin embargo, en la actualidad, según Eurostat, **las empresas aportan a la recaudación pública total, en España, un 32,2% frente a un 25% de media en la UE, lo cual supone una pérdida de competitividad internacional para España en cuanto a atracción y fomento de la inversión empresarial.**

Adicionalmente, haciendo hincapié sobre la **necesaria mejora de la eficiencia del gasto, se debería fomentar la colaboración público-privada en infraestructuras y la externalización en la provisión de servicios públicos**, los cuales garantizan la mejora de la productividad y el crecimiento económico. Respecto a esto, y de acuerdo con el análisis realizado por el Instituto de Estudios Económicos, **la eficiencia del gasto público en España es un 14% inferior a la media de la OCDE, mostrando, así, un retraso importante en la evolución de España en este ámbito.**

Por último, se ha de señalar que, en el periodo reciente, **la incertidumbre empresarial habría aumentado con motivo del futuro desarrollo de la política económica** y, en particular, por el anuncio de la modificación de aspectos centrales en el marco de financiación territorial, por la ampliación de determinadas partidas de gasto estructural y por el aumento de la presión fiscal sobre la actividad empresarial derivado de los compromisos para la formación del nuevo Gobierno. Asimismo, la **propuesta de reducción de la jornada laboral máxima semanal, sin reducción salarial, así como el potencial aumento de otros costes laborales introducen un factor de presión adicional sobre los márgenes en un contexto económico de mantenimiento de elevados costes financieros, de las materias primas y otro tipo de insumos, así como por los producidos por una mayor presión fiscal.**

En este sentido, **nuestra economía necesita de una mayor estabilidad y predictibilidad de la política económica, que se centre en crear un clima más favorable a las empresas y a sus procesos de inversión y creación de empleo**, que son las palancas fundamentales para poder impulsar el crecimiento de la productividad y **encarar, con un mayor potencial de crecimiento, el ajuste de los desequilibrios que persisten en la economía española, así como los retos que afronta a más largo plazo y que están vinculados, entre otros, con la transición energética y medioambiental, la digitalización y la demografía.**



La proyección y el despliegue de las inversiones necesarias para aumentar nuestra capacidad productiva y mejorar nuestra competitividad requieren de un entorno favorable en el que se fomente la actividad empresarial a partir de los principios de libertad de empresa. Aquellas **reformas estructurales orientadas a mejorar la eficiencia de los mercados y promover la competencia** permiten la consecución de mayores cotas de bienestar económico y social. Para ello, **es necesario que la aprobación de este tipo de reformas, que producen efectos económicos a más largo plazo, estén consensuadas y se adapten a las necesidades específicas, sectoriales y empresariales.**

Tan solo el mero anuncio de este tipo de reformas estructurales operaría cambios positivos en el corto plazo sobre la inversión empresarial al mejorar las expectativas empresariales sobre el flujo de beneficios y la rentabilidad, y, por lo tanto, predisponiendo las condiciones fundamentales que impulsan estas decisiones de gasto. **Con respecto a la orientación de estas reformas, el impulso que genera la inversión empresarial sobre el crecimiento de la productividad debe ser amplificado por la mejora del capital humano y tecnológico.**

Sobre el primero de estos aspectos, **las empresas necesitan mercados laborales eficientes y sistemas de bienestar que estén bien diseñados para garantizar, aún más, el progreso económico y social en general.** Asimismo, se ha de considerar que **el conjunto de las relaciones laborales está cambiando rápidamente con las nuevas formas de trabajo que surgen de la digitalización y la innovación en campos como la transición energética o la sostenibilidad, entre otros.**

Con respecto a los **efectos del capital tecnológico**, las **reformas estructurales** deberían orientarse hacia **el fomento de la inversión empresarial en innovación.** Estas medidas tendrían **impactos muy significativos sobre la economía** al introducir nuevas tecnologías que aumentan la eficiencia y la productividad de los factores, o la mejora de la competitividad empresarial en el mercado global, al desarrollar empresas de mayor tamaño que ofrecen productos y servicios innovadores resultando mejor posicionadas para competir a nivel internacional.

Palabras clave: crecimiento, inversión empresarial, productividad, renta per cápita, inflación, previsiones, incertidumbre, tipos de interés, empleo, desaceleración, riesgos, tasa de paro, bancos centrales, finanzas públicas, déficit público, deuda pública, reformas estructurales.



Hay que crear un clima favorable a la empresa y a la inversión para garantizar el progreso de la economía española

1. Economía internacional. La desaceleración de la actividad y de la inflación facilitan el fin del endurecimiento de las políticas monetarias

1.1. Introducción. Ralentización del crecimiento en la segunda mitad del año, que permanecerá débil durante 2024

El comportamiento de la economía mundial en el año 2023, en general, está siendo mejor de lo que se anticipaba a finales del pasado ejercicio, cuando se preveía una desaceleración acusada, con un elevado riesgo de recesión en varios países, al tiempo que la inflación permanecía en tasas muy elevadas. Sin embargo, **en la primera mitad del presente año la actividad ha mostrado una notable resiliencia y un mayor dinamismo que el previsto**, apoyada en la fortaleza del mercado laboral y de las ramas de servicios. Mientras, los principales bancos centrales continuaron endureciendo su política monetaria, aunque a menor ritmo que en la segunda parte de 2022, y los precios han mostrado señales claras de desaceleración, a medida que se han reducido los desajustes entre oferta y demanda.

Por el contrario, **en la segunda mitad del año las señales de debilitamiento son cada vez más generalizadas**, si bien con asimetrías entre países, acusando más intensamente el endurecimiento de la política monetaria, la debilidad del comercio mundial y un deterioro de la confianza de los agentes, en un entorno marcado por notables tensiones geopolíticas y elevada incertidumbre. **Esta pérdida de dinamismo está facilitando una más rápida moderación de los precios, lo que está contribuyendo a la progresiva desaceleración de la inflación**, aunque en la mayoría de las regiones aún permanece en niveles sensiblemente superiores a los objetivos fijados por sus bancos centrales. **El enfriamiento de la economía y la contención de los precios, en particular los energéticos, han propiciado que, en las últimas reuniones, las principales autoridades monetarias hayan frenado las subidas de tipos de interés**, que, tras un intenso ciclo alcista, pueden haber alcanzado su techo, con los tipos en las tasas más elevadas de los últimos quince años.

Para 2024 se prevé que la actividad continúe frenándose en los primeros meses, aunque el escenario que se contempla como el más probable es el de un aterrizaje suave. Además, **se espera que esta debilidad de la economía favorezca que la inflación se aproxime a los objetivos y que los bancos centrales puedan iniciar el proceso de bajadas de tipos de interés**, situación



que se espera que tenga lugar en la segunda mitad del año, lo que, a su vez, serviría para impulsar la actividad en la última parte del ejercicio.

1.2. Señales de debilidad en la economía global

La economía mundial mostró una notable resiliencia en la primera mitad del año, con un crecimiento más vigoroso que lo estimado meses atrás, y que fue algo superior al de la segunda parte de 2022. **El repunte de la actividad se produjo a pesar del endurecimiento de la política monetaria**, principalmente en las economías avanzadas, y de la debilidad de los sectores manufactureros a nivel global. Sin embargo, **un invierno suave**, que evitó escenarios donde pudieran darse problemas por déficit energéticos en Europa, **y la fortaleza que mantuvieron los sectores de servicios apoyaron el crecimiento**. Además, **el ahorro acumulado y el buen comportamiento del empleo**, con tasas de paro en muchos países en niveles cercanos a los mínimos históricos, **han favorecido que el consumo sostenga el avance del PIB**, a pesar de las dificultades a las que se enfrenta la inversión. Esta última está acusando los aumentos de los costes de financiación, así como una elevada incertidumbre, en un contexto donde persisten notables tensiones geopolíticas, estando entre las más destacadas la guerra en Ucrania, a la que se unen las tensiones entre China y Taiwán, y más recientemente el conflicto en Gaza entre Israel y Hamás. Los efectos de la situación en Oriente Medio están teniendo, de momento, poco impacto sobre la economía global, aunque, en caso de que se expandiese la guerra, sí pudiera llegar a tener un notable potencial desestabilizador por sus repercusiones, principalmente sobre el precio del crudo y del gas.

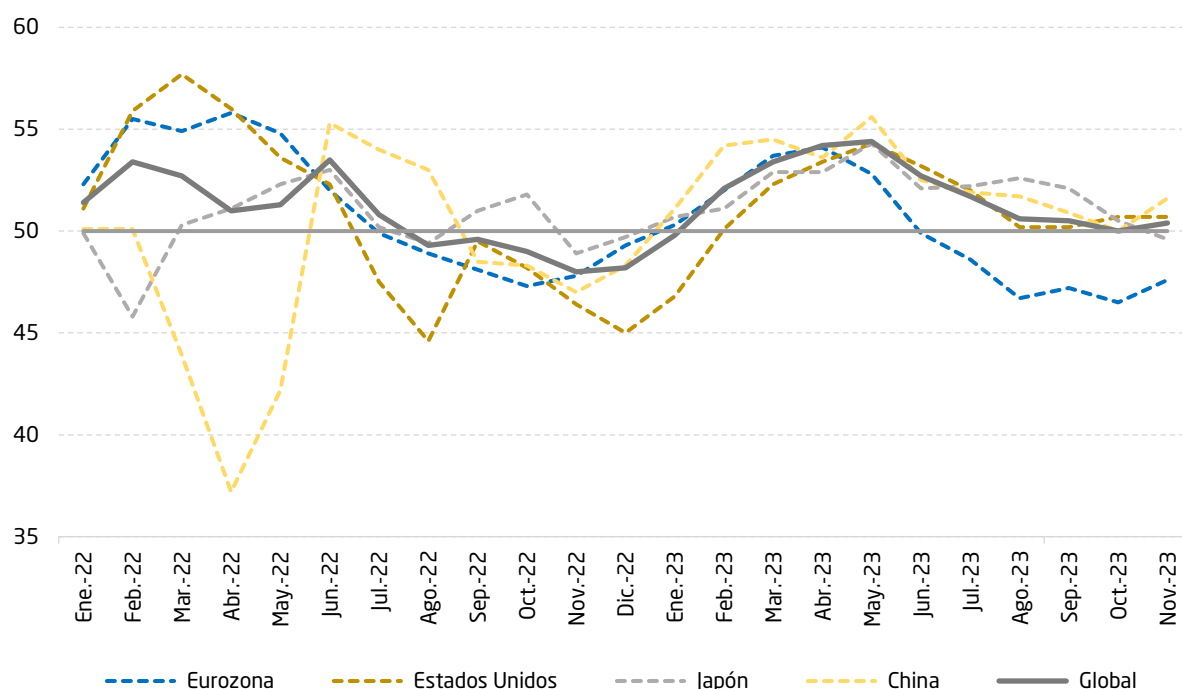
La situación comenzó a cambiar en los meses de verano. **A partir de junio los índices PMI empezaron a anticipar una progresiva desaceleración de la actividad**, que en los meses finales del año ya apuntan a casi un estancamiento en el crecimiento, con el índice PMI global compuesto de octubre en 50 puntos y el de noviembre ligeramente por encima (50,4 puntos). **A las dificultades que ya estaban atravesando los sectores manufactureros se ha unido la ralentización de los sectores de servicios, al tiempo que, en los mercados laborales, aunque mantienen una notable solidez, también se perciben señales de pérdida de dinamismo**, con repuntes, muy ligeros, de las tasas de desempleo tanto en Estados Unidos como en la eurozona (Gráfico 1).

Las economías están percibiendo más plenamente los impactos del endurecimiento de las políticas monetarias, así como políticas fiscales menos expansivas, mientras se está reduciendo el exceso de ahorro y moderando la creación de empleo, lo que tiene efectos negativos sobre el consumo y la inversión de los agentes económicos. Además, **el aumento de los tipos de interés continúa encareciendo el crédito** y, en paralelo, está impulsado un desplazamiento del ahorro hacia la consolidación de deuda, por un lado, y a una mayor demanda de bonos soberanos, por otro lado, lo que, a su vez, también puede dificultar la financiación del sector privado. No obstante, **hay una elevada heterogeneidad entre regiones, con mayor dinamismo, en general, en las economías emergentes que en las avanzadas**, y dentro de estas últimas con mayor debilidad en la eurozona que en Estados Unidos.



GRÁFICO 1

Índice PMI Compuesto



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de Markit Economics.

Entre las economías más avanzadas, **la estadounidense está siendo la que presenta un mejor comportamiento**, con sorpresas positivas y superando ampliamente las expectativas para el presente año. **El crecimiento del PIB se ha acelerado en el tercer trimestre**, hasta el 1,2% trimestral, tras el 0,5% del segundo y el 0,6% del primero, **apoyado en la fortaleza del consumo privado y de su mercado laboral**, que acumuló en noviembre 34 meses consecutivos de crecimiento del empleo. **No obstante, en los últimos meses la creación de empleo se está ralentizando**, frente a la primera mitad del año, mientras que la tasa de paro está aumentando ligeramente, hasta el 3,9% en octubre, aunque en noviembre bajó al 3,7% por el fin de las huelgas en los sectores automovilístico y audiovisual, manteniéndose unas décimas por encima del mínimo reciente de mayo, donde se situó en el 3,4%. Por otro lado, **el ahorro de los hogares, que ha sido un soporte para sostener el consumo**, en un contexto de aumento de los precios, **también está descendiendo**, por lo que se prevé una **ralentización del crecimiento en los trimestres venideros**.

En la eurozona las señales de debilidad son más evidentes. Tras un descenso de la actividad en los últimos meses de 2022 (-0,1%), se eludió la recesión en los primeros meses de 2023, con un crecimiento muy discreto del 0,1%, igual que en el segundo trimestre del año. Sin embargo, **en el tercer trimestre la economía ha vuelto al terreno contractivo**, con una variación del PIB del -0,1%, **y los índices PMI apuntan a que en el cuarto trimestre el crecimiento también puede ser negativo**. Además, **en el mercado laboral, aunque el empleo sigue siendo un soporte para la economía de la región, también se comienzan a observar señales de pérdida de dinamismo**,

ya que se está frenando el descenso del desempleo, e incluso se están produciendo aumentos, aún muy suaves, en la tasa de paro entre los jóvenes (menores de 25 años) en los meses de septiembre y octubre. Otros indicadores como la producción industrial, la producción en la construcción o las ventas al por menor también están en tasas interanuales negativas, mostrando el **enfriamiento de la actividad tanto en la eurozona como en la UE, que está acusando los efectos de la política monetaria sobre el consumo, la inversión y en el mercado residencial.**

El deterioro de la actividad también se observa en otras economías avanzadas como el Reino Unido o Japón, donde el crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue plano, en el primer caso, y retrocedió un -0,5% en el segundo, tras una primera mitad del año sensiblemente más positiva.

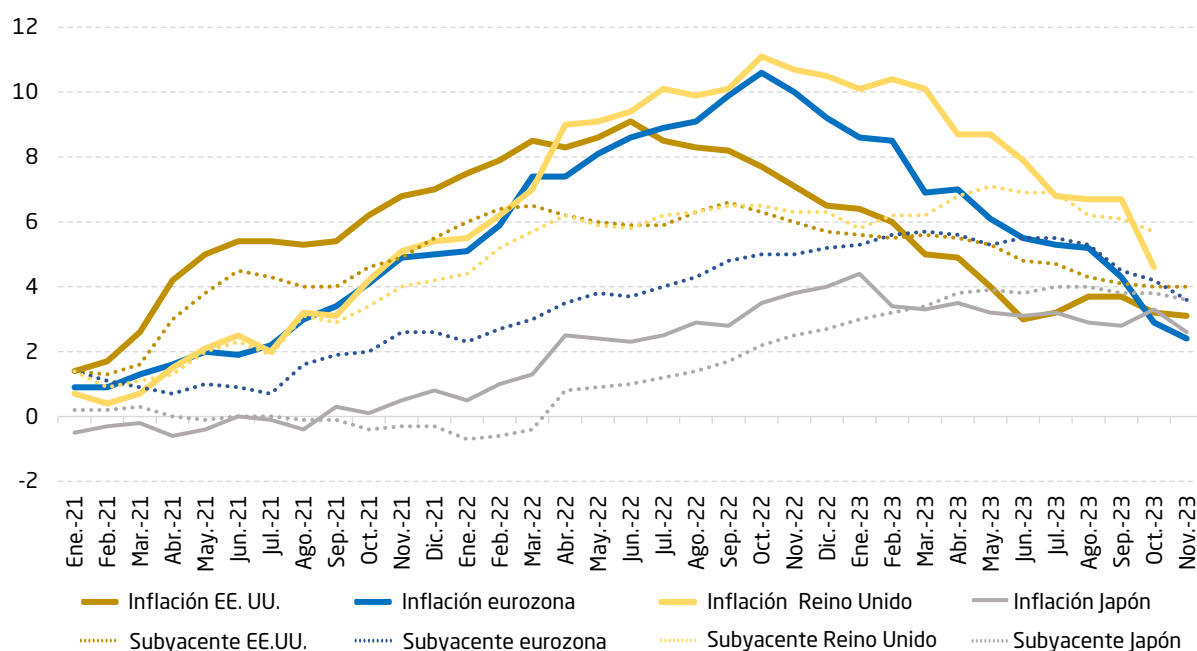
En China el crecimiento en el tercer trimestre mejoró frente al segundo en términos trimestrales (el 1,3% frente al 0,5%), aunque continuó a la baja en tasas anuales. Los factores que impulsaron el mayor crecimiento fueron la mejoría del sector exterior y el mayor vigor de la demanda interior, particularmente del consumo privado, **apoyada en los estímulos del gobierno para dinamizar la actividad,** ante el riesgo de un aterrizaje brusco debido a los problemas que atraviesa el sector inmobiliario en el país. Sin embargo, a pesar de las dificultades que presentan algunas empresas del sector, del notable peso de la construcción en la economía china y de los efectos negativos que pueda tener sobre la riqueza de los hogares, se considera que los impactos sobre el conjunto de la economía doméstica serán relativamente limitados, siendo los gobiernos regionales los que, en mayor medida, los pueden acusar. **Se prevé que la actividad continúe debilitándose en los próximos trimestres por los problemas señalados en el sector inmobiliario,** donde se observan acusadas caídas en la compraventa de viviendas, así como en la nueva construcción. Además, el país enfrenta un cambio de modelo productivo, al tiempo que debe lidiar con el elevado endeudamiento de sus administraciones locales y a una serie de problema estructurales, como el envejecimiento de la población o las tensiones comerciales con Estados Unidos, entre otros.



1.3. Inflación a la baja y fin del endurecimiento de la política monetaria

Durante el año 2023 la inflación ha continuado siendo una de las variables que mayor seguimiento ha suscitado. A lo largo de este año, **el endurecimiento de la política monetaria, el descenso de los precios de muchas materias primas, así como los menores desajustes entre oferta y demanda, junto con la debilidad del crecimiento mundial, han propiciado una moderación de la inflación en las principales economías.** No obstante, **los componentes subyacentes, aunque también presentan una senda descendente, aún se mantienen en niveles elevados y costará más llevarlos hacia los objetivos fijados por las autoridades monetarias,** dado que las políticas fiscales, que aún apoyan el crecimiento, y la fortaleza de los mercados laborales continuarán manteniendo cierta presión sobre los precios (Gráfico 2).

GRÁFICO 2

Evolución de la inflación e inflación subyacente

Nota: En punteado se representan las inflaciones subyacentes (sin energía ni alimentos).

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de información de Eurostat, Bureau of Labor Statistics of USA, Office for National Statistics of UK y Statistics Bureau of Japan.

En contraste, **los precios en China se han mantenido muy moderados e incluso desde abril del presente año la inflación está permaneciendo plana en promedio**, reflejando la debilidad de la actividad en el país, cuyas tasas de crecimiento, a pesar de ser relativamente elevadas, en comparación con las de las principales economías occidentales, son históricamente bajas para la economía asiática.

En agregado, **los factores que en mayor medida ha contribuido a la desaceleración en la inflación mundial han sido los energéticos**, con notables descensos interanuales tanto en el petróleo como en el gas. **También algunas materias primas, entre las que destacan los cereales, han presentado tasas interanuales negativas**, mientras que, en los componentes menos sensibles a la energía, la moderación de los precios está siendo más lenta, destacando los servicios, que es el componente que mayor resistencia presenta al descenso de las tasas de la inflación.

Ante la moderación de la evolución de los precios, los bancos centrales han relajado el ritmo de subidas de tipos de interés durante 2023, pausando dichas subidas en la parte final del año, lo que apunta a que las mismas pueden haber llegado a su finalización en la mayoría de los países. No obstante, **este ciclo alcista de tipos de interés ha sido muy intenso**, con incrementos de 5,25 puntos en tan solo 16 meses en Estados Unidos, de 4,5 puntos en la eurozona en poco más de un año, y de 5,15 puntos en el Reino Unido en 20 meses, situándose en los tipos más elevados desde los años 2006, 2001 y 2008, respectivamente.

En las últimas reuniones las principales autoridades monetarias han mantenido inalterados sus tipos de interés, aunque han incidido en su compromiso con devolver la inflación hacia las tasas objetivo, apuntando, al mismo tiempo, que seguramente no serán necesarios nuevos aumentos de tipos, salvo sorpresas negativas por parte de la evolución de los precios. No obstante, las tasas actuales, en el intervalo entre el 5,25% y el 5,5% en Estados Unidos, en el 5,25% en el Reino Unido y en el 4,5% el tipo de operaciones principales de financiación de la eurozona, con la facilidad de depósito en el 4% y la facilidad marginal de crédito en el 4,75%, sí parece que permanecerán en niveles elevados durante bastante tiempo. En paralelo, **está previsto que la mayoría de los bancos centrales continúen reduciendo sus balances, lo que, a su vez, también generará endurecimientos de la política monetaria.**

La estrategia de las autoridades monetarias es dejar que los tipos actuales continúen calando sobre las operaciones financieras de los agentes económicos y enfríen, aún más, la actividad y el empleo, al tiempo que intentan evitar la contracción de los mismos. Los riesgos para la contención de la inflación siguen viniendo de posibles efectos de segunda ronda, principalmente a través de salarios debido a que los mercados laborales aún permanecen bastante tensionados.

De cumplirse las estimaciones de los bancos centrales, el debilitamiento de la economía y la paulatina moderación de los precios facilitarán que en la segunda mitad del año se inicien los descensos de los tipos de interés que, aunque se producirán de forma paulatina, serán un revulsivo para la actividad en la parte final de 2024. Por su parte, los mercados financieros incluso están anticipando las primeras bajadas de tipos de interés en Estados Unidos para antes del verano.

Mientras, **el Banco de Japón sigue manteniendo una política monetaria ultraexpansiva**, con sus tipos en el -0,1%, **aunque en septiembre anunciaron un aumento de la banda de control de la curva de rendimientos, lo que se puede interpretar como un primer paso hacia una cierta normalización**, dado que la inflación en el país asiático se mantiene sensiblemente por encima del objetivo de su banco central (el 2%). Por su parte, **en China, los tipos de interés no aumentaron, al contrario, se han reducido mínimamente**, situándose desde agosto en el 3,45%, donde los llevó su banco central para tratar de impulsar la actividad y dado que la inflación permanece muy contenida. **Mientras, en algunas economías emergentes, como Hungría, Polonia, Brasil o Chile, entre otras, que anticiparon el aumento de tipos de interés durante el año 2021, ya han comenzado a reducir los mismos.**

1.4. Previsiones de crecimientos muy discretos para 2024, mientras la inflación continuará desacelerando

En este contexto de creciente debilidad de la economía mundial, los organismos internacionales están revisando a la baja las previsiones de crecimiento. El último en hacerlo ha sido la OCDE, que en su informe de finales de noviembre ha recortado en una décima sus estimaciones para el año 2023, hasta el 2,9%, y mantiene en el 2,7% las del año 2024, apuntando a que la



economía ganará algo de dinamismo en 2025, cuando el crecimiento será del 3%. No obstante, **las señales siguen siendo de un crecimiento claramente inferior al de la etapa anterior a la pandemia**, años 2013 a 2019, cuando el crecimiento medio se situó en el 3,4%.

En cuanto al comercio mundial, que está siendo muy débil en el presente año, se estima que tan solo aumentará un 1,1% claramente por debajo del crecimiento del PIB y del 5,2% que creció en el año 2022. No obstante, **en la primera mitad del año, la evolución del comercio mundial es claramente negativa**, -1,1% en tasas interanuales, observándose una clara diferencia entre el comercio de mercancías, que se contrajo un -2,6%, frente al de servicios, que aumentó un 5,3% apoyado en la normalización de los viajes y del turismo en Asia. Para 2024 se espera que se produzca una cierta mejoría y que el crecimiento del comercio se eleve hasta el 2,7%, en línea con la economía mundial, y que siga acelerando en 2025.

CUADRO 1
Previsiones de la OCDE
Noviembre 2023 (variación interanual)

	PIB			Inflación		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mundo	2,9	2,7	3,0			
OCDE	3,1	2,8	3,0	7,4	5,3	3,9
Estados Unidos	2,4	1,5	1,7	3,9	2,8	2,2
Eurozona	0,6	0,9	1,5	5,5	2,9	2,3
Alemania	-0,1	0,6	1,2	6,2	2,7	2,1
Francia	0,9	0,8	1,2	5,7	2,7	2,2
España	2,4	1,4	2,0	3,5	3,7	2,3
Italia	0,7	0,7	1,2	6,1	2,6	2,3
Japón	1,7	1,0	1,2	3,2	2,6	2,0
Reino Unido	0,5	0,7	1,2	7,3	2,9	2,5
China	5,2	4,7	4,2	0,4	1,0	1,5
India	6,3	6,1	6,5	6,1	5,3	4,2
Brasil	3,0	1,8	2,0	4,6	3,2	3,0
México	3,4	2,5	2,0	5,5	3,9	3,2
Comercio mundial	1,1	2,7	3,3			

Fuente: OCDE.

En lo relativo a la inflación, se prevé que continúe una desaceleración paulatina que permitirá volver a los niveles compatibles con los objetivos de los bancos centrales a lo largo del año 2025. Todo ello siempre que no se produzcan sorpresas en forma de *shocks* que afecten a los precios, particularmente a los de la energía o los de los alimentos. Para el conjunto de la OCDE se estima que la inflación general, en media anual, descienda desde el 9,3% que se dio en el año 2022, hasta el 7,4% previsto para 2023, y que siga a la baja hasta el 5,3% en 2024 y el 3,9% en 2025.

Estas previsiones están sujetas a numerosos riesgos que están sesgados a la baja. Entre ellos caben destacar los **riesgos geopolíticos**, en particular, que se extienda el conflicto en Gaza entre Hamás e Israel. También hay que señalar que, si **la inflación se muestra más persistente**, pudieran darse nuevos aumentos de tipos, lo que drenaría crecimiento, a lo que hay que unir **el riesgo de que los efectos del endurecimiento de la política monetaria incidan en mayor medida de lo previsto** por las autoridades monetarias sobre la actividad y el empleo. Una **desaceleración de la economía china más acusada** de lo previsto también pudiera tener consecuencias negativas sobre el crecimiento mundial, así como si se producen **nuevos eventos de turbulencias financieras** que puedan afectar a los sistemas bancarios. Además, el **riesgo de mayor fragmentación comercial** también dañaría la eficiencia del comercio global y el crecimiento en general. Por el contrario, **en la parte positiva pudiera darse un mayor crecimiento si los hogares destinan una mayor parte del exceso de ahorro acumulado al consumo o si la inflación se reduce más rápidamente** y permite a los bancos centrales iniciar antes una relajación de su política monetaria.

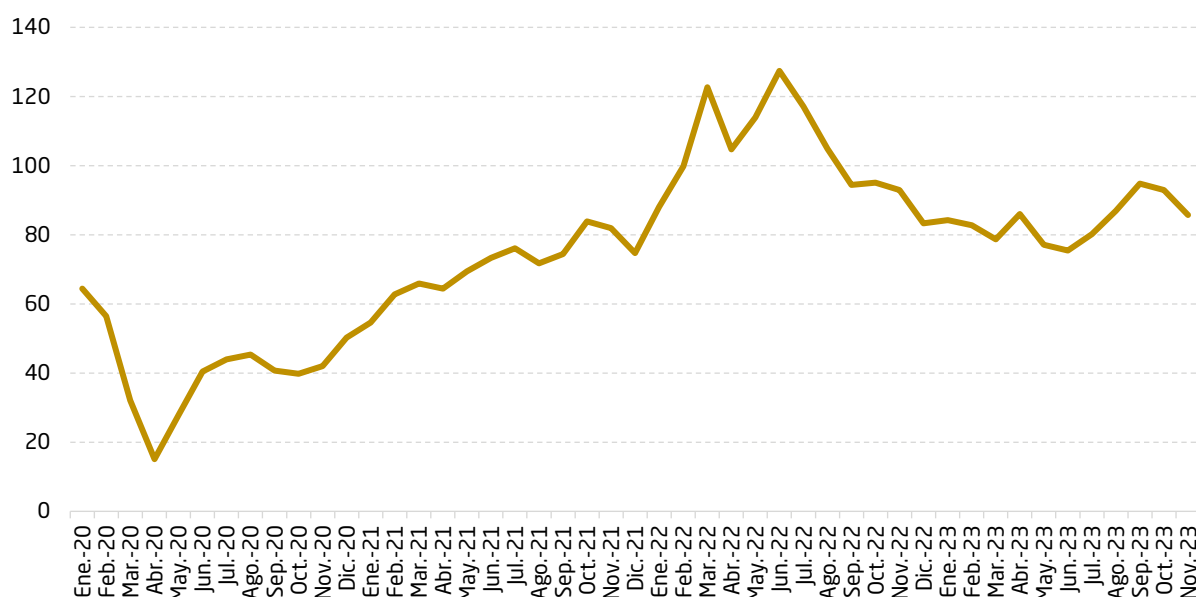
1.5. Los precios de las materias primas también se moderan

La ralentización de la economía mundial se está notando también en un descenso de los precios de la mayor parte de las materias primas, particularmente en las energéticas. No obstante, **se siguen manteniendo por encima del nivel prepandémico**.

En concreto, **el precio del petróleo, a pesar de las tensiones en Israel, ha descendido en noviembre**, situándose el Brent en 85,7 \$/barril de media, un 8,4% inferior en términos interanuales. **La media, en lo que va de año, es de 84 \$/barril frente al 105,5 \$/barril para el mismo periodo del año anterior**. Ante esta situación **la OPEP+**, en su última reunión del 30 de noviembre, **ha anunciado que los suministros petroleros para el primer trimestre de 2024 se reducirán** mediante recortes voluntarios de la mayoría de sus socios, lo que podría inducir presiones alcistas sobre los precios del crudo. **Además, según la Agencia Internacional de la Energía, el consumo de crudo escalará en 2024 a un nuevo récord**, a pesar del impacto de la desaceleración económica en la demanda. No obstante, **la incertidumbre respecto a la evolución futura del precio del petróleo es elevada, dado el carácter voluntario de los recortes acordados y por los posibles aumentos en la producción que pueden darse en algunos de los países no pertenecientes a la OPEP+** (Gráfico 3).



GRÁFICO 3

Precio del petróleo (\$/barril) medias mensuales

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

Por su parte, **el precio del gas natural TTF en los primeros días de diciembre está oscilando alrededor de los 43 euros por megavatio hora (MWh). Estos precios son muy inferiores a los 139 euros por megavatio hora registrados a principios de diciembre de 2022.** Los inventarios agregados europeos se sitúan al 99,4% de su capacidad de llenado y se van liberando de manera muy moderada, debido al suave comienzo del invierno.

Por otro lado, a partir del 1 de diciembre de 2023, **China ha frenado la exportación de grafito, un material fundamental para la producción de baterías para vehículos eléctricos, lo que podría inducir presiones alcistas en los precios** de estos. Según la distribución global de las exportaciones de China, los países más afectados por este control de exportaciones serán Estados Unidos, Corea y Polonia.

En cuanto a las materias primas alimenticias, cabe destacar que los precios de los cereales y lácteos, en la eurozona, están experimentando tasas negativas de crecimiento, con valores alrededor del -30% y -20% respectivamente.

2. Economía española: 2023, de más a menos

La economía española ha mostrado, a lo largo de 2023, un comportamiento mejor de lo esperado inicialmente, ya que se estimaba un crecimiento en torno al 2% y finalmente cerrará, aproximadamente, en el 2,3% para el conjunto del año, frente al 5,8% registrado en 2022. No obstante, la tendencia a lo largo del año ha sido de ralentización, desde el 0,6% intertrimestral



registrado en el primer trimestre hasta un avance de apenas una o dos décimas que se espera para el cuarto trimestre, pero sin llegar a la recesión, en línea con el estancamiento del empleo, el empeoramiento de los PMI o la ralentización de las exportaciones, incluidas las correspondientes al turismo.

Los motores del crecimiento del PIB también han ido rotando, comenzando con un notable dinamismo de las exportaciones y de la inversión, que han ido perdiendo protagonismo a favor del consumo privado.

Durante la **primera mitad del año**, la economía se vio favorecida por la **desaceleración de la inflación**, principalmente de los productos energéticos, la **recuperación del turismo** hasta alcanzar niveles previos a la pandemia, la **favorable marcha de las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos** y la **positiva evolución del mercado laboral**. Sin embargo, en la **segunda parte del año** otros factores han comenzado a lastrar la actividad, entre los que cabe mencionar los siguientes:

- La **desaceleración significativa del comercio internacional**, lo que repercute de forma negativa principalmente en los sectores industriales.
- Una **política monetaria restrictiva**, con tipos de interés más altos durante más tiempo y un retroceso de las compras de deuda pública por parte del BCE.
- El **deterioro de las expectativas y aumento de la incertidumbre** tanto política como económica, que están limitando las decisiones de inversión.



2.1. La economía ha mantenido, durante 2023, un crecimiento diferencial con respecto a la eurozona

Aunque la **economía española** ha registrado un crecimiento menor en 2023, y con una senda de desaceleración, **su evolución ha sido claramente más positiva que la de sus principales socios comunitarios**. En concreto, la economía española registró un 0,6% de tasa intertrimestral en el primer trimestre, un 0,4% en el segundo y un 0,3% en el tercero, según el avance de la contabilidad nacional publicado por el INE, frente a la evolución de la eurozona que comenzó el año con un crecimiento cero en el primer trimestre, aumentó al 0,2% en el segundo y entró en negativo (-0,1%) en el tercero.

Este comportamiento diferencial a favor de la economía española se ha debido a varios factores:

- **Recuperación más retrasada respecto a los niveles precrisis**. Lo que ha supuesto un factor de impulso hasta cerrar la brecha y alcanzar los niveles anteriores a la pandemia. Este factor ha sido especialmente relevante en lo que respecta al turismo y a las ramas de los servicios en general.

- **Composición sectorial.** Al igual que en otros países del sur de Europa, se han registrado mayores tasas de crecimiento que en el norte de Europa gracias al mayor peso del turismo y a su menor exposición comercial a China.
- **Menor impacto de la política monetaria.** A pesar de que España tenía más deuda privada indexada a tipo de interés variable, la menor sobrevaloración de los activos inmobiliarios ha hecho que no sufran una caída de precios como en otros países, con lo que la situación financiera de las familias no se ha visto tan afectada. Además, el proceso de desapalancamiento llevado a cabo por hogares y empresas ha permitido que la subida de interés no afecte de forma tan directa a la renta disponible como en el pasado. Muestra de que este impacto no ha sido tan intenso es la evolución de la tasa de morosidad, que apenas ha aumentado.

2.2. El deterioro del contexto internacional ha pesado sobre las exportaciones y la actividad industrial, mientras que el consumo privado y los servicios han mostrado una mayor resiliencia

Comenzando por la evolución del sector exterior, **la información de aduanas disponible para los tres primeros trimestres del año muestra una tendencia de clara contracción de los flujos exteriores que se ha ido agudizando a lo largo del año.** Así, las **exportaciones** han pasado de aumentar a ritmos del 14,6% en el primer trimestre a retroceder un -8,5% en el tercero, debido tanto a la caída en términos reales como al incremento de precios de las exportaciones. Las **importaciones**, por su parte, han mostrado un recorte más acusado. Así, habían aumentado un 4% en el primer trimestre y han pasado a caer un -14% en el tercero, debido fundamentalmente a su descenso en términos de volumen, ya que sus precios apenas han variado. **El resultado de estos flujos ha sido un déficit comercial en este periodo de -29.596,4 millones de euros, frente a los 53.437,1 millones del mismo periodo de 2022.** Tanto el saldo no energético como el energético han mostrado una notable mejora, pero mucho más intensa en el caso de este último.

En la misma línea, **según los datos de Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en los nueve primeros meses de 2023 el superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 31,1 miles de millones,** frente a los 2 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior. Esta positiva evolución del saldo se debió a la significativa mejora del saldo de bienes y servicios no turísticos (con un superávit de 0,6 miles de millones, frente al déficit de -29,7 miles de millones del mismo periodo de 2022), a la que se añade el aumento del superávit en la balanza de servicios turísticos (47,9 miles de millones, frente a los 39 miles de millones del mismo periodo del año anterior), lo que se corresponde con la favorable evolución de la entrada de visitantes este año y con el aumento del gasto de los turistas.

Los últimos datos disponibles respecto al sector turístico muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa recuperándose. En el mes de abril se superaron, por primera vez, las cifras correspondientes a 2019, antes de la pandemia, y en el mes de octubre, último dato disponible, la entrada de visitantes se situó en algo más de 8,2 millones de turistas, un 8%



más que en el mismo mes de 2019. Además, dado que el gasto medio ha venido aumentando, el gasto total de los turistas durante el mes de octubre fue casi un 24% superior al registrado en el mismo mes de 2019. En los diez primeros meses de este año, la cifra de entrada de turistas internacionales supera ya en un 0,2% la del mismo periodo de 2019 y en términos de gasto turístico aumenta un 16%.

La pérdida de dinamismo de las exportaciones se ha visto compensada con un mayor avance del consumo de las familias en el segundo y tercer trimestre. Los hogares podrían estar recuperando poder adquisitivo gracias al aumento del empleo y de los salarios nominales y a la desaceleración de la inflación. Sin embargo, el efecto de la subida de los tipos sobre los gastos financieros comienza ahora, a pesar en la renta disponible de las familias endeudadas. Además, el aumento del coste de la deuda podría llevar a los hogares a destinar una parte de su ahorro a la amortización de sus préstamos.

En concreto, la fuerte subida de los tipos de interés, que ya se sitúa en 450 puntos básicos, hace que los costes de financiación para los hogares y para las empresas estén aumentando de forma generalizada por instrumentos y modalidades. Además, según las últimas encuestas realizadas por el Banco de España, de forma paralela, la oferta de crédito bancario se estaría volviendo más restrictiva. No obstante, esta contracción del crédito, tanto por una menor demanda como por una menor oferta, no se está viendo reflejada con tanta intensidad en el consumo o en la inversión, ya que el sector privado está bastante desendeudado, su situación financiera es más solvente y no tienen tanta necesidad de recurrir al crédito.

La inversión no se ha recuperado tras la pandemia, sobre todo en lo que respecta a la inversión en bienes de equipo y otros. No se puede decir que el sector público esté tomando el relevo, porque si bien hay un aumento de la inversión pública, esta no compensa la caída de la inversión privada. Las empresas, a pesar de estar en una situación financiera más saneada, no están destinando recursos a la inversión como en el pasado y prefieren amortizar. Este hecho parece explicarse, fundamentalmente, por un deterioro de las expectativas y por el aumento de la incertidumbre, más que por el encarecimiento de la financiación. **Esta falta de inversión estaría siendo un lastre para el aumento de la productividad de la economía y un factor limitativo de su crecimiento potencial, por lo que puede considerarse una asignatura pendiente.**

Los Fondos Next Generation no han tenido un reflejo claro en un aumento de la inversión durante los últimos años, aunque se espera que, en la parte que se financia a través de préstamos a partir de 2024, tenga un mayor impacto positivo sobre la inversión, sobre todo en aquellos intermediados por el sector financiero a través del ICO, que son 38.000 millones. Estos fondos pueden poner financiación más barata, más fácil de conseguir que las ayudas directas y lograr un efecto más inmediato sobre la inversión.

Desde el punto de vista de los sectores, continúa la divergencia entre la evolución de la industria, que presenta recortes de actividad, y la de los servicios, que muestran un mayor dinamismo, aunque comienzan a dar señales de desaceleración.



La desaceleración de los precios energéticos y la normalización de los problemas de suministro durante los primeros meses de 2023, junto con la favorable marcha de las exportaciones, permitió una recuperación de la actividad industrial, que registró un notable incremento de su VAB en el primer trimestre. No obstante, **a partir del segundo trimestre se observa un deterioro de los indicadores de confianza y de los PMI de manufacturas, debido a la debilidad de la demanda, que se concreta en una disminución de los nuevos pedidos, tanto nacionales como para la exportación, en un contexto de debilitamiento de la actividad industrial a nivel global.** Así, aunque los indicadores de confianza y de los índices PMI de manufacturas llegaron a situarse por encima del nivel 50 en febrero y marzo, desde abril han seguido una senda de deterioro, situándose en 46,3 en noviembre, tras registrar un 45,1 en octubre. En este contexto de caída de los pedidos, las empresas están racionalizando su producción y disminuyendo existencias y empleo. Las manufacturas de bienes de consumo, en general, están registrando una evolución algo más positiva, mientras que los bienes intermedios y de capital muestran una mayor contracción en línea con el descenso de la inversión.

En la industria del automóvil, durante lo transcurrido de 2023, los factores que han condicionado la producción en los últimos años han desaparecido o se han ido normalizando, dando paso a una recuperación del sector, siendo ahora la demanda el factor más limitativo. El acumulado anual de la fabricación de vehículos hasta el mes de octubre registra un crecimiento del 13,4% con 2.046.969 unidades producidas, aunque todavía representa un 14,6% menos que en el mismo periodo de 2019. En cuanto a las exportaciones, los mercados europeos continúan en proceso de recuperación, aunque destaca la notable caída del mercado alemán. Así, durante los diez primeros meses del año la exportación ha experimentado un aumento del 17,4% respecto al mismo periodo del año anterior, con 1.841.155 unidades exportadas.

En el primer trimestre, el sector servicios experimentó un avance anual del 5%, tras haber registrado crecimientos muy notables a lo largo de 2022, denotando la buena marcha del sector en un contexto de aumento de la demanda de los servicios en detrimento de los bienes. Los PMI de servicios mejoraron significativamente en los primeros meses de 2023, gracias a la normalización total de la actividad y la recuperación del sector turístico, situándose en niveles cercanos a 60. No obstante, tanto la inflación como la subida de los tipos de interés están erosionando la capacidad de consumo de las familias, por lo que el gasto en servicios también está mostrando cierta desaceleración en los últimos meses. Los últimos datos del PMI de servicios, tras el mínimo del 49,3 alcanzado en agosto, apenas se mantienen por encima del nivel 50, reflejando un estancamiento de la actividad.

En este contexto de desaceleración, la cifra neta de negocios de las empresas de la Central de Balances Trimestral descendió un 7% en los tres primeros trimestres de 2023. Esta caída está condicionada por la disminución de los precios de venta en las ramas vinculadas con la energía y los combustibles. **El Resultado Ordinario Neto (RON) creció un 15% en los nueve primeros meses de 2023** (frente al 92,1% del mismo período de 2022), destacando el comportamiento positivo del sector de la energía. También se observa un aumento de los costes, tanto de personal como financieros.



Por su parte, **según la encuesta de actividad empresarial que realiza el Banco de España, en el tercer trimestre de 2023 las empresas perciben un descenso de su facturación, tras el ligero aumento del trimestre anterior.** La facturación cayó en todos los sectores, salvo en los servicios turísticos y de información y comunicaciones. **Se observan indicios de pausa en el proceso desinflacionista en el tercer trimestre, tanto en los costes de producción como en los precios de venta.** Las expectativas a un año apuntan a un ligero repunte de las presiones inflacionistas, sobre todo en el precio de los consumos intermedios. **La actividad empresarial se ha visto afectada por el repunte de los costes energéticos y por la creciente incidencia de los problemas de disponibilidad de mano de obra.** Estos últimos están motivando, entre otras cosas, que muchas empresas se vean obligadas a reducir sus contrataciones y a conceder mayores alzas salariales.

De cualquier modo, **en los próximos trimestres, en un contexto de ralentización de la actividad, las cuentas de resultados de las empresas se van a seguir deteriorando ante la fuerte presión de los costes laborales y financieros.**

2.3. Pérdida de impulso del mercado laboral en la segunda parte de 2023, tras haber mostrado un notable dinamismo en el primer semestre

En 2023 el mercado laboral ha dado muestras, un año más, de una notable resiliencia. No obstante, hay que señalar que la evolución a lo largo del año ha sido de menos a más y de más a menos. **Durante el primer semestre la creación de empleo fue ganando tracción,** a lo que contribuyó la notable recuperación del sector turístico, el buen comportamiento de la construcción y el impulso en las ramas relacionadas con la consultoría y las actividades informáticas. **En la segunda parte del año el aumento de la ocupación está perdiendo vigor,** al tiempo que el dinamismo de la actividad económica se está atenuando.

Los resultados de la EPA de la parte central del año sorprendieron positivamente por la fuerte creación de empleo registrada. El número de ocupados aumentó por encima de lo habitual tanto en el segundo trimestre (+603.900 nuevos ocupados frente al trimestre anterior) como en el tercero (+209.200 nuevos ocupados). En este sentido, hay que destacar **que el sector privado generó el 98,7% de los más de 800.000 nuevos puestos de trabajo.**

El notable incremento de la ocupación permitió que el número de parados se redujera significativamente en el segundo trimestre. Sin embargo, repuntó en el tercer trimestre, hasta situarse en 2.855.200 personas, como consecuencia de la fuerte incorporación de población al mercado laboral. En la misma línea, la **tasa de paro** bajó considerablemente en el segundo trimestre y subió ligeramente en el tercero, hasta el **11,8% (no se veían tasas de paro por debajo del 12% desde 2008).** Sin embargo, desde una perspectiva internacional, nuestra tasa de paro sigue siendo la más alta de la Unión Europea y supone casi el doble de la media europea.



En la evolución de la EPA en los últimos trimestres debe destacarse **el significativo incremento de la población activa**, cifrado en 633.200 personas entre finales de 2022 y el tercer trimestre de 2023. **Esto se ha debido tanto a un aumento de la población mayor de 16 años como a un ascenso de la tasa de actividad, que se ha situado en el tercer trimestre en el 59,4%, el nivel más alto desde el año 2016.**

En el comportamiento del mercado laboral en los últimos trimestres la población extranjera y de doble nacionalidad ha tenido un destacado papel. Así, la población mayor de 16 años, según la EPA, ha aumentado en 464.000 personas en lo que va de 2023, y todo este aumento se ha debido a la población con doble nacionalidad y extranjera, dado que la población española de este tramo de edad se ha reducido en algo menos de 40.000 personas. Además, **tanto el incremento de la población activa como el aumento de los ocupados entre finales de 2022 y el tercer trimestre de 2023 se deben, en buena medida, a la población extranjera y con doble nacionalidad.** En ambos casos, población activa y ocupados, en torno a un 40% del incremento registrado en lo que va de 2023 se debe a la población extranjera y algo más de un 20% es población con doble nacionalidad. En este sentido, hay que tener en cuenta que estos dos grupos en agregado (extranjeros y doble nacionalidad) solo suponen algo menos de un 20% del total de la población activa y de los ocupados en nuestro país.

Otro aspecto que hay que destacar en 2023 es el descenso de la tasa de temporalidad en el sector privado, que se sitúa en torno al 14%, casi diez puntos porcentuales menos que hace dos años. Mientras, la tasa de temporalidad en el sector público se mantiene en niveles elevados, en el entorno del 30%. En el conjunto de la economía, la tasa de temporalidad en 2023 también es más baja que en años anteriores, situándose en el 17,3% en lo que va de este año.

El comportamiento positivo del mercado laboral, según la EPA, en los últimos trimestres debe matizarse por los datos corregidos de estacionalidad. En este sentido, la tasa intertrimestral de los ocupados desestacionalizados, según la EPA, se ralentizó desde el 1,3% en el segundo trimestre hasta el 0,8% en el tercero. También las horas trabajadas en términos de Contabilidad Nacional moderaron su ritmo de crecimiento trimestral, de forma incluso más intensa, desde el 1,5% al 0,1% en ese mismo periodo. En este sentido, debe señalarse que **las horas trabajadas han sido la última estadística de empleo en alcanzar los niveles prepanidémicos**, en concreto, en este año 2023, mientras que las variables de empleo en términos de personas recuperaron los niveles precovid en 2021.

La evolución más reciente del empleo puede analizarse a través de los registros de la Seguridad Social. En concreto, **la afiliación a la Seguridad Social desestacionalizada también muestra un perfil de desaceleración en la segunda mitad de 2023**, con crecimientos mensuales sensiblemente más moderados que los registrados en la primera parte del año, en paralelo con la pérdida de dinamismo de la actividad económica que se refleja en el avance del PIB. **Según las estimaciones del Instituto de Estudios Económicos**, a partir de la serie desestacionalizada por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, **los afiliados a la Seguridad Social desestacionalizados efectivos** (excluyendo los trabajadores en ERTE) **mostrarán un crecimiento leve, en torno al 0,1% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre** de este año, una

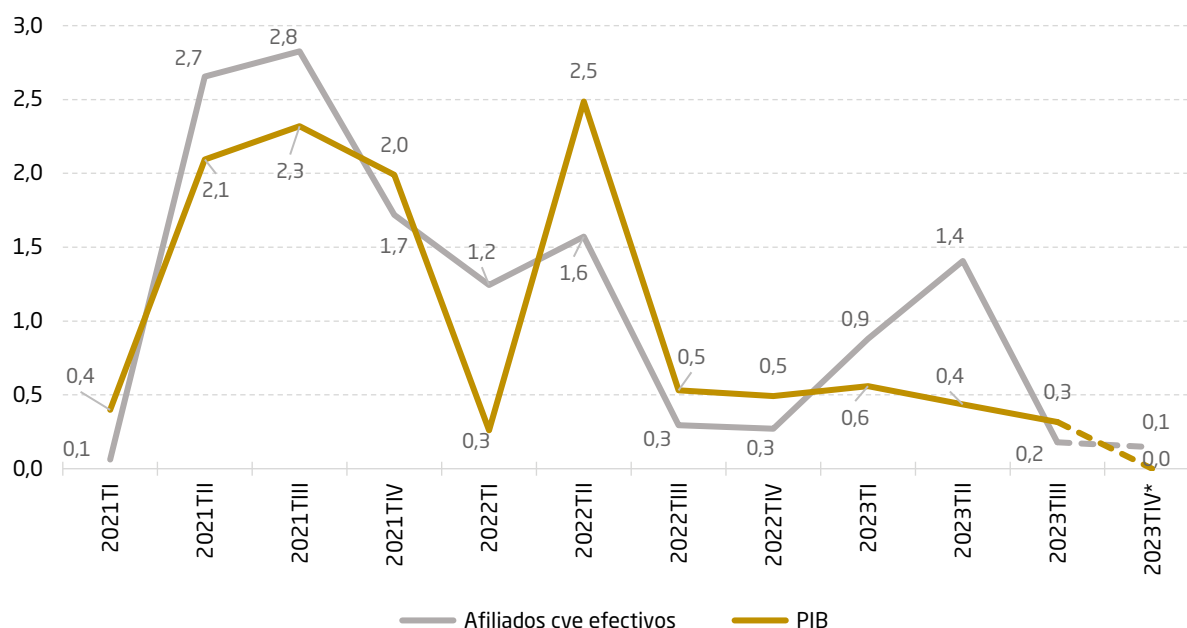


décima menos que en el tercer trimestre, y claramente por debajo del 1,4% registrado en el segundo trimestre (Gráfico 4).

GRÁFICO 4

PIB y afiliados desestacionalizados efectivos

Tasa intertrimestral en %



* Previsión del IEE.

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE y del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

Del análisis de los datos brutos en términos interanuales se desprende que **la afiliación a la Seguridad Social mostró una aceleración en los primeros meses de 2023**, hasta alcanzar una tasa interanual del 3% el pasado abril. **A partir de mayo se inició una tendencia de desaceleración suave**, con algún repunte puntual en la tasa interanual, hasta situarse esta en el 2,6% en noviembre. **Esta evolución menos favorable se debe al sector privado, que también está ralentizando su ritmo de crecimiento de la afiliación desde mediados de año**, desde una tasa interanual del 3% en abril a un 2,4% en noviembre. **Este menor impulso del empleo generado por el tejido empresarial se produce al mismo tiempo que la actividad también pierde dinamismo gradualmente**, la confianza de las empresas se debilita y las cifras de negocios y ventas pierden vigor o incluso descienden. En cambio, el sector público ha registrado un mayor impulso de la afiliación en la segunda parte del año, con aumentos superiores al 3% en casi todos los meses.

En 2023 se observa un comportamiento desigual del empleo por sectores productivos. Los **servicios** son el sector que ha mostrado mayor fortaleza este año, con un ritmo de crecimiento estable, alrededor del 3%, en la segunda mitad del año. Mientras, la **construcción** comenzó el ejercicio con dinamismo, con tasas interanuales en torno al 5%, pero se ha desacelerado notablemente desde el verano, hasta situar su tasa interanual en el 2,7% en noviembre. Por su

parte, la **industria** ha mostrado una atonía a lo largo de todo el ejercicio, con crecimientos por debajo del 2%. En cambio, la **agricultura** continúa perdiendo empleo, si bien la caída está siendo algo menos intensa en la recta final del año, de forma que en noviembre había un 1,8% menos de afiliados que hace un año.

Por ramas de actividad, también se observa una evolución heterogénea de la afiliación efectiva (afiliados excluyendo los trabajadores en ERTE) comparando los datos de noviembre de 2023 con los de noviembre de 2019 (se compara el mismo mes para evitar efectos estacionales). Así, en 64 de las 87 ramas en total (CNAE 2009 a dos dígitos), la afiliación efectiva supera los niveles de hace cuatro años. En concreto, por volumen, destacan ramas relacionadas con educación, sanidad y servicios sociales, Administración pública, programación, consultoría y otras actividades informáticas, servicios de comidas y bebidas, construcción especializada y construcción de edificios. En cambio, entre las 23 ramas que todavía no han logrado recuperar los niveles de afiliación efectiva precrisis sobresalen las actividades relacionadas con el empleo, el sector del automóvil, los servicios financieros y la reparación de ordenadores y efectos personales.

La creación de empleo a lo largo de 2023 está permitiendo que el paro registrado continúe disminuyendo este año, salvo repuntes puntuales o vinculados a la estacionalidad. De esta forma, en noviembre, último dato disponible, hay algo más de 2,7 millones de desempleados, unas 147.000 personas menos que hace un año. Sin embargo, hay que destacar que durante este año se observa que los incrementos y descensos mensuales del paro registrado son, por lo general, menos intensos que los registrados en los años anteriores a la pandemia. Un factor que contribuye a esto es que, con la reforma laboral de 2022, se ha producido un notable auge de la contratación fija discontinua, mientras que se ha reducido la contratación temporal. Así, los trabajadores con contrato fijo discontinuo, cuando están en periodos de inactividad, no pasan a formar parte del colectivo de paro registrado, sino del grupo de demandantes de empleo ocupados o con relación laboral, mientras que los trabajadores con contrato temporal sí se integran en el paro registrado cuando no tienen un empleo. En este sentido, hay que destacar que en noviembre había unos 95.000 demandantes de empleo ocupados o con relación laboral más que hace un año.

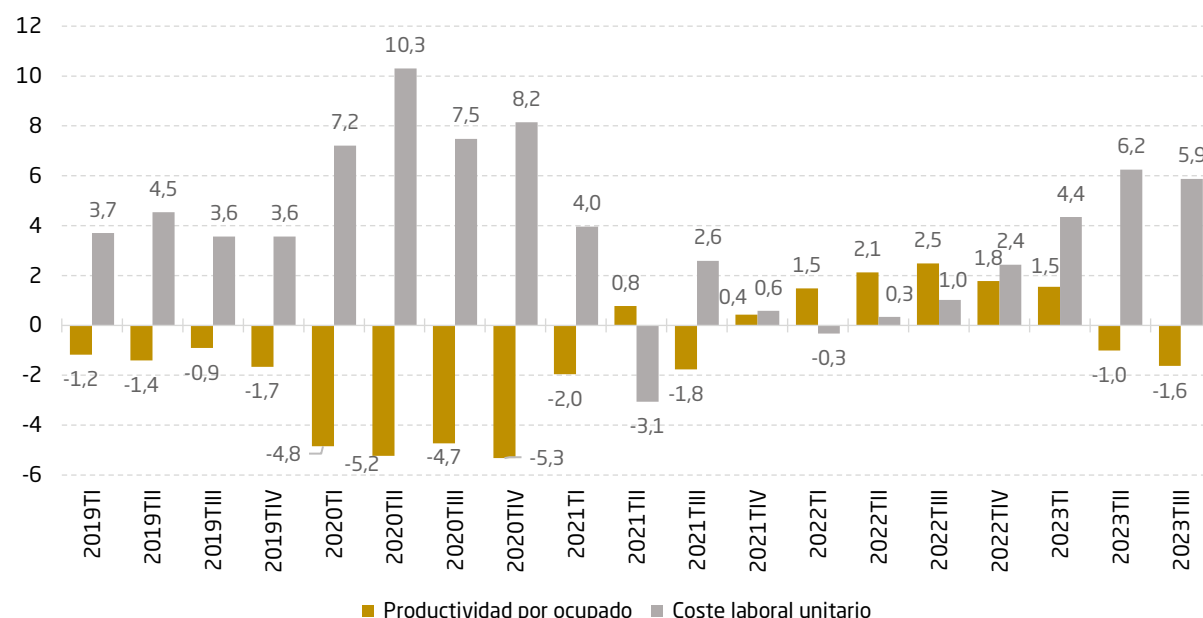
El dinamismo del empleo en el sector privado en 2023 refleja que las empresas han seguido esforzándose por mantener sus plantillas de trabajadores, en un contexto de costes laborales y financieros más elevados, al tiempo que se reducen los niveles de productividad. Así, el tejido empresarial está soportando mayores costes laborales unitarios que en los últimos años, de forma que en los tres primeros trimestres de 2023 fueron un 5,5% superiores a los del mismo periodo de 2022 y, además, se sitúan un 16% por encima de los niveles de 2019. Al mismo tiempo, aunque en 2022 la productividad mostró cierta recuperación, en el segundo y tercer trimestres de 2023 ha vuelto a disminuir. Esto, unido a las caídas acumuladas en los años precedentes, ha dado lugar a que los niveles de productividad por ocupado en los tres primeros trimestres de 2023 estén un 4,3% por debajo de los niveles precrisis (mismo periodo de 2019). **Todo ello perjudica la competitividad de las empresas frente a nuestros competidores** (Gráfico 5).



GRÁFICO 5

Productividad y coste laboral unitario (CLU)

Tasa interanual en %



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE.

Los resultados de la **Encuesta Trimestral de Coste Laboral** también muestran el **repunte que están presentando este año los costes laborales que afrontan las empresas**. En este sentido, el coste laboral por trabajador y mes creció un 6% en tasa interanual en el primer semestre de 2023, cifra muy superior al 4,2% que aumentó el coste laboral en 2022. En comparación con la situación prepandémica, hay que destacar que **el coste laboral aumentó un 13,8% en el primer semestre de 2023 frente al mismo periodo de 2019**, fruto de un incremento del coste salarial del 13,5% y de un 14,8% en el caso de los otros costes. Dentro de estos últimos hay que destacar la **notable subida de las cotizaciones obligatorias**, un 15,7% frente a 2019. En este sentido, **España sigue siendo uno de los países europeos con mayores cotizaciones sociales pagadas por las empresas en porcentaje del PIB**. En concreto, asciende al 9,9% del PIB en 2021 (último dato disponible según la Comisión Europea), con una tendencia creciente en los últimos años, situándose esta cifra por encima del 7,3% de promedio en la UE.

En este contexto, el tejido productivo está tardando más que otras variables económicas en recuperar los niveles prepandémicos. En 2023, el número de empresas inscritas en la Seguridad Social está creciendo de forma muy moderada frente a 2022, a una tasa media interanual del 0,4%. En septiembre y octubre, el número de empresas recuperó los niveles prepandémicos, pero en noviembre volvió a situarse por debajo de los niveles existentes en 2019 (1.343 empresas menos que hace cuatro años). Además, por tamaño, las empresas más pequeñas, de 1 a 5 trabajadores, todavía no han recuperado los niveles de 2019. Por sectores económicos, cabe señalar que en noviembre el número de empresas inscritas en la Seguridad Social es superior a los niveles precrisis solamente en la construcción.

La contratación está retrocediendo a lo largo de este año en términos interanuales, si bien el ritmo de caída se ha moderado con respecto a los registros del comienzo del ejercicio, de forma que en noviembre se registró un 4,8% menos de contratos que en el mismo mes de 2022. La contratación temporal también está descendiendo en 2023, aunque en este caso también los descensos son menos intensos a medida que avanza el año. Mientras, los contratos indefinidos están cayendo en términos interanuales desde el pasado mes de abril, tras un periodo de fuerte aumento de este tipo de contratación, si bien el ritmo de caída se está suavizando en la recta final del 2023. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, a partir de abril, la comparación se realiza con el periodo de 2022 donde ya estaban vigentes los cambios en la regulación del mercado de trabajo. Como consecuencia de dichos cambios, los contratos indefinidos suponen más del 40% de la contratación registrada total, cuando lo habitual anteriormente era una cifra de en torno al 10%.

2.4. La inflación general y la subyacente continúan desacelerando, aunque persiste cierto riesgo de repunte a lo largo de 2024

La inflación mostró una senda de desaceleración durante los primeros meses de 2023, hasta situarse en el 1,9% en el mes de junio. Los productos energéticos, que fueron el principal elemento inflacionista hasta finales de 2022, registraron una significativa caída en sus precios durante los primeros meses de 2023, lo que permitió la desaceleración de la inflación general, dejando paso a los alimentos, tanto elaborados como no elaborados, como principal elemento inflacionista dentro de la cesta del IPC. **La inflación subyacente tardó bastante más en comenzar su moderación y lo está haciendo de una forma muy gradual en la última parte de 2023.**

Según el último dato de inflación avanzado por el INE, correspondiente al mes de noviembre, la inflación general habría descendido tres décimas hasta el 3,2% y la subyacente siete décimas hasta el 4,5%, lo que ha sido una sorpresa positiva, ya que se esperaba cierto repunte en los meses finales del año por el efecto base de los precios energéticos.

Tanto en el caso de los alimentos como en el caso de los bienes industriales no energéticos, la evolución actual de moderación de los precios en los mercados internacionales estaría anticipando una continuación en la senda de desaceleración de precios actual. Sin embargo, la solidez de la demanda de servicios por parte de las familias y el aumento de los costes de producción, sobre todo los salariales, podrían ser factores que dificulten la contención de precios de los servicios.

La inflación seguirá moderándose durante 2024, incluso a pesar de la reversión de algunas de las medidas anti-inflación (reducción del IVA energético, impuestos especiales de la energía), una vez que ya se ha confirmado que el IVA de los alimentos se va a mantener reducido. **No obstante, siguen existiendo elementos de riesgo sobre la inflación, tanto por parte de los bienes energéticos, que pueden verse afectados por los conflictos en Ucrania y la franja de Gaza y las tensiones geopolíticas derivadas, como por los efectos de segunda ronda debidos**



a incrementos salariales y su traslación a precios finales. El Banco Central Europeo seguirá muy de cerca la evolución de la inflación y de estos elementos, así como el efecto de la retirada de las medidas anti-inflación, antes de comenzar a minorar los tipos de interés.

La traslación de la inflación a crecimientos de los salarios se va a ver muy limitada gracias al V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC). Este acuerdo recomienda unos crecimientos salariales moderados, del 4% para 2023 y del 3% para 2024 y 2025. La cláusula de hasta el 1% adicional solo se activaría en caso de que el IPC de diciembre de cada ejercicio aumentase por encima de estas referencias. **En el contexto actual, se puede considerar que son crecimientos salariales moderados y, además, la indiciación a la inflación se produce de una manera acotada** (con la introducción de la cláusula de hasta el 1%). Este acuerdo es muy importante debido a que **introduce cierto grado de certeza sobre la evolución de las rentas salariales en los próximos años y contribuye a la paz social** en este periodo, puesto que es un acuerdo entre agentes sociales, empresas y sindicatos.

2.5. Perspectivas para 2024: sin *shocks* externos y una política económica adecuada, la economía podría recuperar dinamismo en la segunda parte del año

La economía española cerrará el ejercicio 2023 con un crecimiento medio del PIB del 2,3%. Las previsiones para 2024 apuntan a un aumento del 1,5%, tasa que encubre un proceso que se caracteriza por ir de menos a más en términos de actividad. Es decir, **el primer trimestre del año será más débil**, ya que la inercia de la desaceleración en la última parte de 2023 va a incidir a comienzos del año siguiente, al materializarse casi en su totalidad el efecto de la subida de los tipos de interés en la renta de las familias y en las condiciones de financiación de las empresas. Además, puede continuar el efecto de aversión al riesgo ante un escenario de aumento de diferentes costes empresariales y de tensiones geopolíticas en Ucrania y en Oriente Medio.

En un escenario central sin *shocks* adversos es previsible que, a lo largo de 2024, la inflación se reconduzca hacia tasas más cercanas a los objetivos de los bancos centrales, no se produzcan más subidas de los tipos de interés y la economía mundial retome una senda de crecimiento más robusta. Esto va a beneficiar los fundamentos del consumo, la inversión y la exportación y, en consecuencia, la economía española va a ir ganando dinamismo a lo largo del ejercicio.

Respecto al consumo de los hogares, se espera que continúe siendo un soporte del crecimiento en 2024, al aumentar la renta disponible y el empleo. No obstante, preocupa el hecho de que los hogares estén utilizando una significativa parte de su renta disponible para el ahorro y para reducir su endeudamiento ante la subida de los tipos de interés (la ratio de la deuda de los hogares disminuyó hasta el 49,9% en el segundo trimestre de 2023, frente al 55,6% del mismo trimestre de 2022), lo que podría suponer una evolución menos dinámica del consumo de la que sus fundamentos indican. También el tensionamiento de las condiciones financieras va a seguir influyendo negativamente en la demanda de inversión en vivienda, tal y como se ha visto en la recta final de 2023.



Una de las variables que genera más dudas sobre su comportamiento futuro es la inversión empresarial, incluso en un contexto donde todavía no ha alcanzado los niveles precrisis, a pesar de todos los cambios estructurales que están llevando a cabo las empresas en materia de digitalización y sostenibilidad. Los altos costes de los insumos, la incertidumbre política, las dificultades de que los fondos europeos lleguen a las empresas y el encarecimiento de las condiciones de financiación son factores poco propicios para iniciar nuevos proyectos de inversión en el sector privado. Uno de los factores que podría reactivar la inversión es la Adenda al Plan de los fondos europeos, al abaratar los costes de financiación de los nuevos proyectos de inversión en aquellos ámbitos prioritarios para los mismos. Esta adenda se dirige a movilizar los 7.700 millones de euros de la asignación complementaria de transferencias y hasta 84.000 millones de euros en préstamos.

La evolución del sector exterior dependerá, en gran medida, de la competitividad de España y también de la Unión Europea (UE), en un contexto donde el comercio internacional está perdiendo impulso. En el caso de España, el diferencial de precios y costes laborales acumulado es favorable a nuestro país, aunque los últimos datos del IPC advierten de que se puede dar la vuelta. Por lo que respecta a la UE, hay que considerar, además, cómo evolucionen las complicaciones que enfrentan determinados sectores como el energético o el automóvil y, en general, de la industria. Con todo, para la economía española se sigue prediciendo un superávit exterior en términos de capacidad de financiación en el entorno del 1% del PIB, acumulando más de una década de balanza exterior positiva, lo que contribuye a que se siga reduciendo la posición de inversión internacional, situada en el -56,6% del PIB en el segundo trimestre de 2023, frente al -59,9% del trimestre anterior.

En este contexto, **se seguirá creando empleo, si bien a tasas moderadas** (alrededor del 1%), y la tasa de paro se irá reduciendo paulatinamente, pero la media del año se situará en ambos ejercicios en el entorno del 12%.

A pesar de que la inflación general está mostrando cierta resiliencia a la baja en los últimos meses de 2023, se espera que retome una senda de moderación paulatina y se sitúe por debajo del 3% a finales de 2024, al igual que el IPC subyacente, cuya tasa se anticipa que converja con la del IPC general el próximo año. Las tasas medias para ambos indicadores en 2024 se sitúan en el entorno del 3,6% para el general y del 3,9% para la subyacente. En todo caso, estas previsiones están condicionadas por el ritmo de reversión de las medidas anti-inflación.

En cuanto a las finanzas públicas, **las proyecciones del Plan Presupuestario 2023-2024 recogen un escenario fiscal inercial dada la situación del Gobierno en funciones hasta noviembre y la falta de aprobación de los Presupuestos General del Estado de 2024.** A pesar de las previsiones de menor crecimiento en 2024 (2% según el Gobierno), se mantiene el objetivo de déficit público del -3% del PIB y una previsión de cierre del -3,9% del PIB en 2023. Los ingresos públicos se mantendrán en el entorno del 42% del PIB, mientras que los gastos se reducirán hasta el 45% del PIB el año próximo. La ratio de deuda pública será del 106,3% a finales de 2024, frente al 108,1% de 2023.



Desde el IEE observamos que estas previsiones son optimistas y, dado el escenario de menor crecimiento y de falta de contención del déficit en 2023, se estima que el desequilibrio público supere en unas décimas el -4% del PIB este año, y que en 2024 se sitúe en el -3,8% del PIB, esto es, un saldo fiscal negativo superior al que estima el Gobierno (Cuadro 2). El desequilibrio fiscal es una de las principales vulnerabilidades de la economía española, no solo por el escaso esfuerzo que se ha hecho estos años de crecimiento económico en lograr una mayor consolidación fiscal, sino por el entorno de condiciones financieras más restrictivas y donde el peso de la carga de la deuda es creciente. No hay que olvidar que otros países europeos han mejorado sustancialmente su saldo fiscal, siendo la media europea de -3,2% del PIB, para 2023, y del -2,8% para 2024, según la Comisión Europea.

CUADRO 2

Previsiones económicas para España

Actualización diciembre 2023. Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,3	1,5
Gasto en consumo privado	0,9	-12,4	7,2	4,8	1,9	1,8
Gasto en consumo público	1,9	3,6	3,4	-0,2	2,4	1,0
Formación Bruta de Capital Fijo	4,5	-9,0	2,8	2,4	0,8	2,1
Construcción	7,2	-9,2	0,4	2,6	2,5	0,7
Bienes de equipo y act. cultivados	2,4	-11,9	3,9	1,2	-2,0	1,3
Demanda interna (*)	1,6	-9,0	6,7	2,9	1,5	1,6
Exportaciones	2,2	-20,1	13,5	15,2	0,9	2,4
Importaciones	1,3	-15,0	14,9	7,0	-1,2	2,6
Deflactor del PIB	1,5	1,0	2,8	4,4	5,5	4,0
IPC (media anual)	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,6	3,6
IPC subyacente (media anual)	0,9	0,7	0,8	5,2	6,2	3,9
Empleo (CNTR) (**)	3,3	-6,5	7,1	3,7	2,6	1,1
Tasa de Paro (EPA) (% población activa)	14,1	15,5	14,8	12,9	12,2	12,0
Productividad	-1,3	-5,0	-0,6	2,0	-0,3	0,4
Remuneración por asalariado	2,5	2,8	0,3	2,9	4,5	2,9
Coste laboral unitario (CLU)	3,8	8,3	1,0	0,9	4,8	2,5
Balanza por Cuenta corriente (% PIB)	2,1	0,6	0,9	0,6	2,2	0,8
Déficit público (% PIB)	-2,9	-11,0	-6,9	-4,8	-4,3	-3,8

(*) Aportación al crecimiento.

(**) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Fuente: Instituto de Estudios Económicos, INE, Banco de España y Eurostat.

3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica

3.1. Introducción

El análisis de la evolución de la renta per cápita es un tema de gran interés para la política económica, ya que refleja el desarrollo y el nivel de bienestar de la economía. Si bien la consideración de este único indicador no es concluyente a la hora de determinar el grado de progreso económico, **su estudio es de especial importancia para determinar qué factores subyacentes son los que están detrás del desempeño económico.**

La dinámica de la renta per cápita se fundamenta en la generación, despliegue e interacción de los distintos planes de acción de los agentes económicos (familias, empresas y sector público) en relación con la acumulación de capital físico, humano y tecnológico dentro de un entorno que se ve afectado por distintas externalidades vinculadas con factores institucionales y regulatorios.

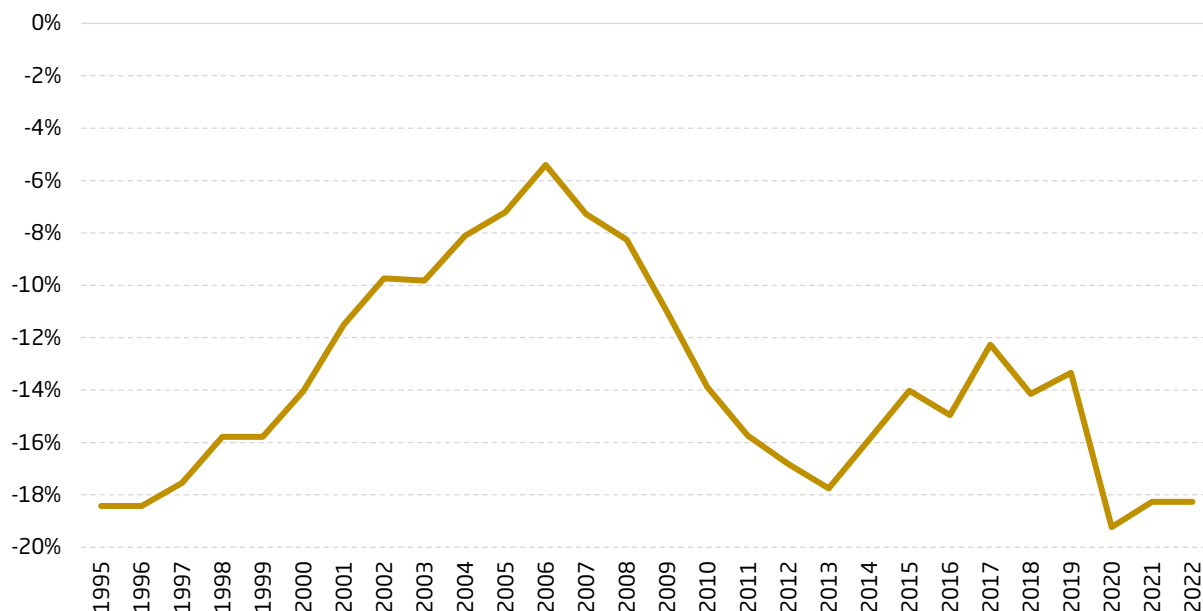
La observación de la interrelación de estas variables, y del grado de impacto que tiene su variación a lo largo del tiempo sobre el crecimiento económico per cápita, permite identificar las diferencias que se producen en el grado de desarrollo económico y la calidad de vida entre las distintas economías, contrastar su convergencia o divergencia, así como evaluar su capacidad para afrontar los retos y oportunidades que se generan en su entorno, es decir, medir su capacidad competitiva, entendida esta como aquella que le permite alcanzar y mantener tasas de crecimiento sostenidas a lo largo del tiempo de la actividad y del empleo.

La economía española, como partícipe del conjunto de las economías avanzadas, muestra a lo largo de los últimos años un proceso de convergencia en renta per cápita heterogéneo, determinado por los efectos específicos que ocasionan cada una de las fases del ciclo económico sobre su estructura económica y, en particular, por el desempeño específico de factores tales como la productividad, el número medio de horas trabajadas, la tasa de ocupación y el porcentaje de la población en edad de trabajar sobre el total de la población.

Tal y como muestra el gráfico siguiente, se puede apreciar cómo en el periodo de expansión económica de 1995 a 2008 la brecha existente en renta per cápita entre España y la eurozona se vio considerablemente reducida. No obstante, a raíz del estallido de la crisis financiera y de deuda soberana, la renta per cápita de la economía española se alejó del promedio de nuestros socios comunitarios. Tras este periodo de crisis el proceso de convergencia volvió a reactivarse, si bien con menor intensidad, hasta llegar al periodo previo a la crisis de la covid-19 sin que este se haya vuelto a reactivar en la fase de expansión actual (Gráfico 6).



GRÁFICO 6

Evolución de la brecha del PIB per cápita de España frente a la eurozona**% sobre el total del PIB de la eurozona**

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de Eurostat.

En concreto, **tanto la productividad como la tasa de ocupación y, en menor medida, el número medio de horas trabajadas** están siendo los factores determinantes de la evolución de la **renta per cápita de la economía española y, por lo tanto, de su proceso de convergencia con sus principales socios comerciales**. Si bien estos factores no son linealmente independientes, la relevancia de la productividad destaca como componente específico de generación del crecimiento económico y, como fundamento de esta, la acumulación de capital físico por parte del sector privado, esto es, la inversión empresarial, está siendo clave para la competitividad de nuestra economía (De la Fuente y Doménech, 2023).

3.1.1. La importancia estratégica de la inversión empresarial para el crecimiento económico y la mejora del bienestar social

El crecimiento a largo plazo está condicionado de manera especial tanto por el proceso de acumulación del capital como por la calidad del mismo. La inversión empresarial, más allá de los efectos directos que genera al proveer de más recursos de capital a la producción y de los indirectos que produce sobre la dotación al resto de los factores productivos como son el trabajo o la tecnología, puede romper los rendimientos decrecientes generados y desplazar la frontera de posibilidades de la producción.

Por ejemplo, una mayor dotación de capital productivo de alta calidad, en términos de población ocupada, fomenta la actividad empresarial y, por ende, la localización de un mayor volumen

de inversiones y de empleo, mejorando, asimismo, la productividad asociada a estos factores. **La acumulación de capital que se produce a través de la inversión empresarial se vincula, de esta forma, a la transformación estructural de las economías.** Esta transformación estructural implica la reasignación de recursos desde sectores con menores tasas de productividad hacia otros más productivos.

Otro claro ejemplo se observa en el ámbito de la inversión pública. Si bien el papel de la inversión pública tiene, *a priori*, un menor potencial que el de la privada, la posibilidad de poder acometer proyectos de inversión pública en infraestructuras o I+D+i complementarios e incentivos de un mayor volumen de inversión empresarial, a través de colaboración público-privada, potencia el aumento del potencial de crecimiento de la economía.

Un ejemplo de esta vinculación es el efecto que produce la inversión en infraestructuras. Tal y como se presenta en la Revista del IEE «La inversión en infraestructuras. El modelo concesional como palanca del crecimiento económico y social»¹, **el capital humano**, que es otro de los factores determinantes del crecimiento en una economía y que complementa al *stock* de capital físico, **también se ve favorecido por la mayor acumulación de infraestructuras, en tanto en cuanto los proyectos de infraestructuras, tales como colegios, universidades, hospitales, aeropuertos, otros servicios públicos, etc., facilitan la atracción de talento y la formación del mismo**, incidiendo positivamente en el crecimiento económico a través de mejoras en la eficiencia y en la acumulación de este factor fundamental para el crecimiento económico.

Asimismo, **las inversiones en infraestructuras que permitan aumentar el *stock* de capital físico son un factor esencial para el desarrollo económico**, puesto que proporcionan plataformas de transporte, acceso a suministros energéticos, comunicación y redes de datos, así como otro tipo de servicios públicos que atraen inversiones privadas y fomentan la competitividad y la productividad. Por otro lado, aquellos países que poseen dotaciones de recursos naturales suelen experimentar procesos de acumulación de capital público en infraestructuras relacionadas con la explotación de estos recursos, consistentes en la extracción y procesamiento de los mismos, así como en las industrias auxiliares relacionadas con ellos.

Por tanto, **la acumulación del capital físico dependiente de la tasa de inversión empresarial, esto es, de la formación bruta de capital físico, es clave para la mejora de la productividad.** En este sentido, la acumulación de capital per cápita se asocia con crecimientos de la productividad y, a partir de estos, con aumentos sostenidos a lo largo del tiempo de las rentas de los agentes económicos que permiten mejoras del bienestar económico y social.

Es esencial, desde esta perspectiva, fomentar e implementar políticas económicas que alien ten la inversión empresarial, a la par que eliminar cualquier obstáculo en el entorno que produzca un desincentivo sobre la misma para impulsar el desarrollo y el bienestar del conjunto de la economía.

¹ <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/Revista-del-IEE-No-2-2023.-La-inversion-en-infraestructuras-1.pdf>

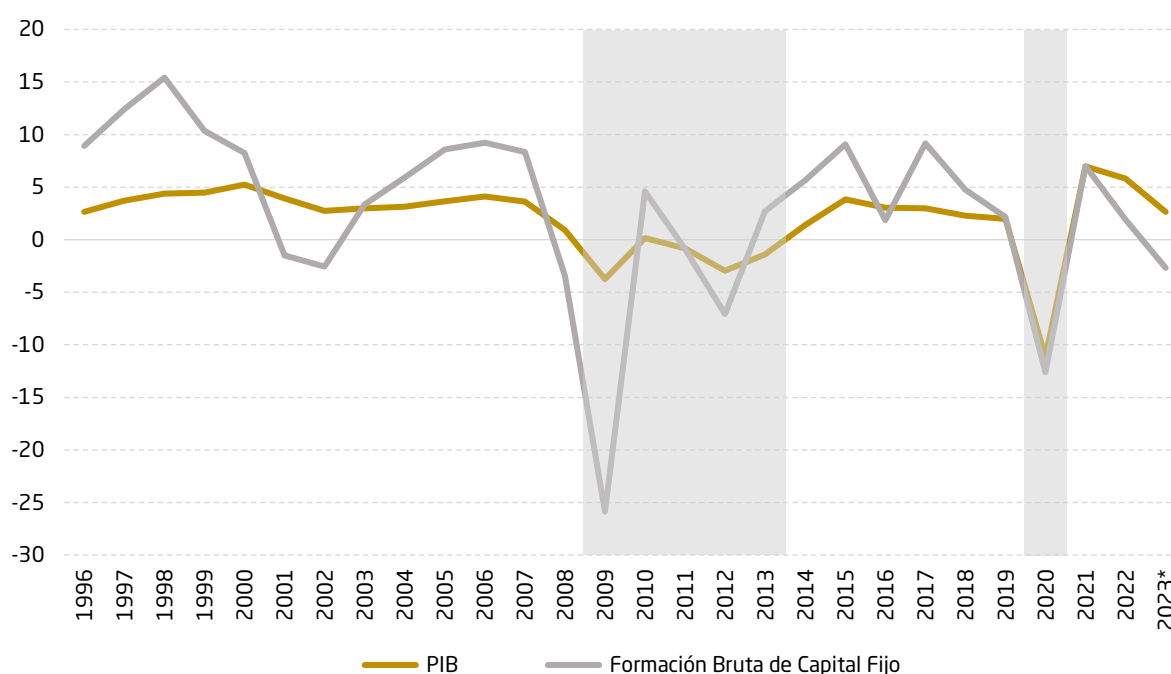


3.2. Evolución y análisis de la tasa de inversión en la economía española

La inversión empresarial, como componente de la demanda agregada, es determinante para la evolución de la actividad productiva. **A través de la variación del *stock* de capital tienen lugar las ampliaciones de la capacidad productiva de la sociedad que generan tanto las fluctuaciones de la actividad y del empleo como su evolución en el largo plazo.** Tal y como se observa en el siguiente gráfico, la inversión empresarial medida a través del *proxi*² formación bruta de capital fijo en bienes de equipo presenta un comportamiento claramente procíclico con fluctuaciones significativamente más pronunciadas (Gráfico 7).

GRÁFICO 7

Evolución del PIB y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en bienes de equipo en España



* El promedio anual se hizo con el primer y el segundo trimestre de 2023.

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la contabilidad nacional trimestral del INE.

En el periodo reciente, tras la crisis de la covid-19, la actividad productiva ha registrado un proceso de recuperación sostenido alcanzando los niveles precrisis a finales de 2021. La inversión empresarial, al igual que en otras fases del ciclo similares, mostró una reactivación más intensa tras alcanzar tasas de variación anual cercanas al -13% en 2020. No obstante, esta recuperación ha ido perdiendo intensidad en periodos posteriores, mostrando, nuevamente, tasas negativas de variación desde finales de 2022. **En la actualidad, la inversión en bienes de**

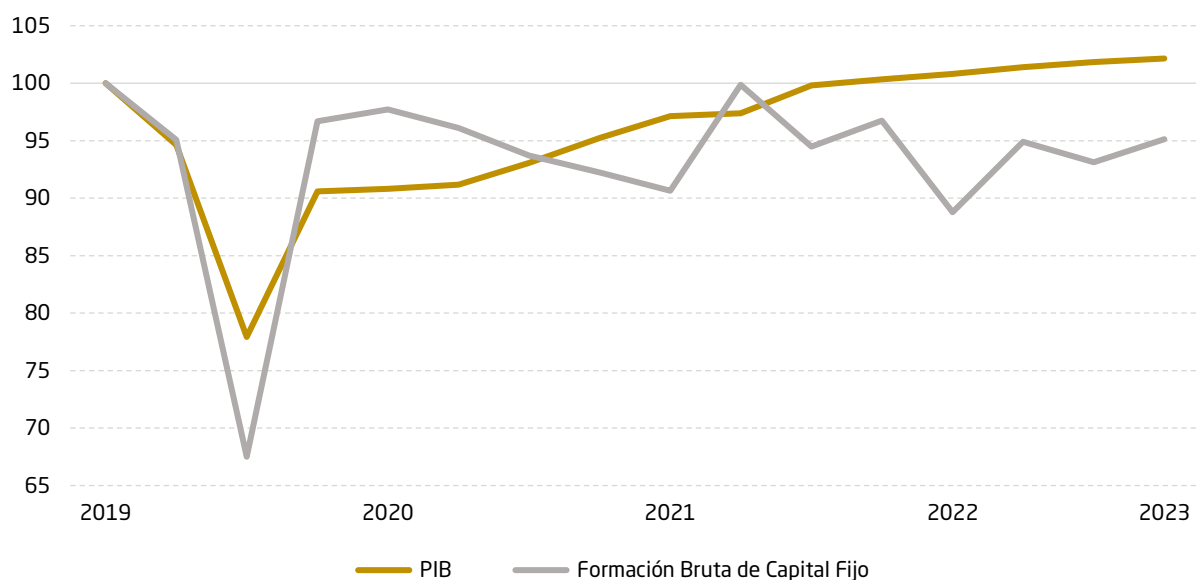
² La inversión empresarial aproximada a través de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo tiene, como limitación, la inclusión del componente público en este agregado y la exclusión de la construcción de inmuebles destinados a la producción y de los activos fijos inmateriales. No obstante, el mayor peso dentro de esta variable se correspondería con el gasto en bienes de equipo por parte de las empresas.

equipo no ha recuperado aún los niveles alcanzados durante el periodo precrisis, siendo inferior en un 5% a la registrada en esta etapa.

GRÁFICO 8

Evolución del PIB y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en bienes de equipo desde el periodo precrisis covid-19

2019 = 100



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la contabilidad nacional trimestral del INE.

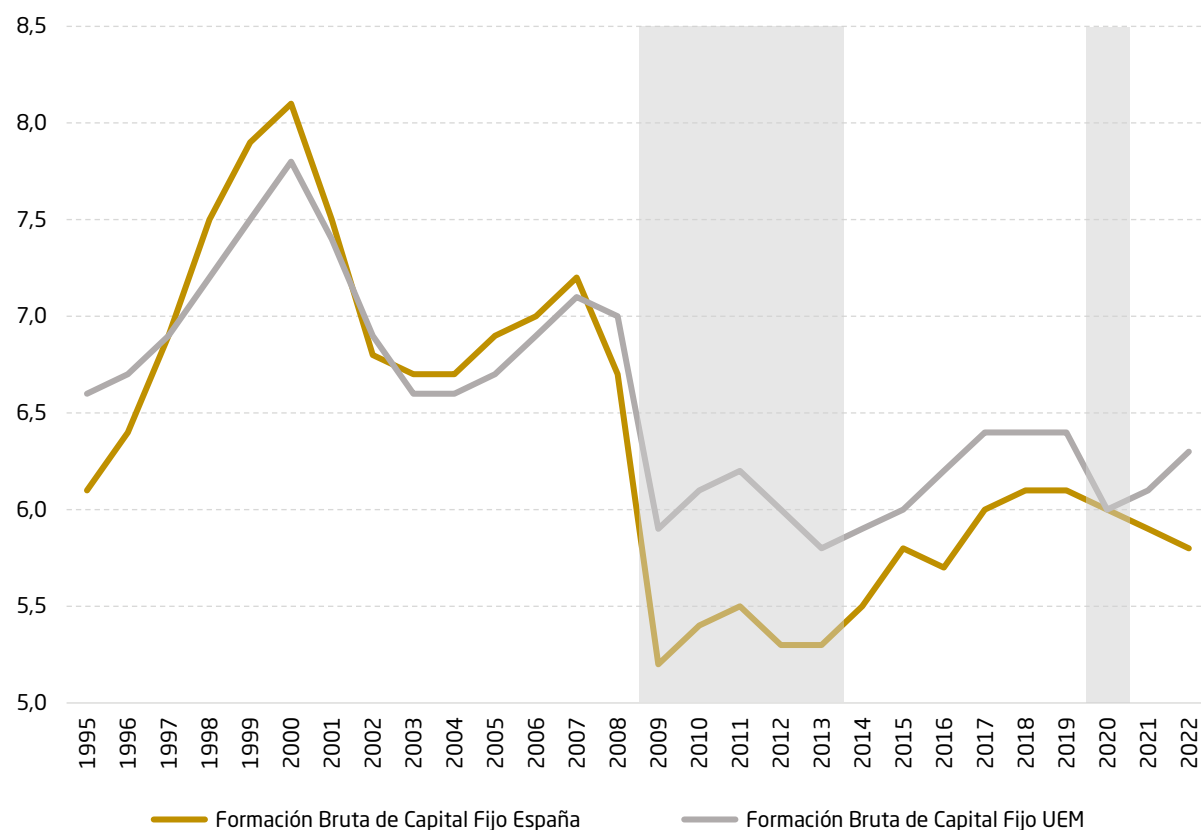
La debilidad de este componente de la inversión tiene cierta relevancia, en el momento actual, entre otras razones por sus implicaciones sobre la fortaleza de la recuperación, aunque, cuando se consideran plazos más amplios, se observa que la ratio inversión/PIB en la economía española mantiene una evolución desfavorable en los últimos años tanto en términos comparativos con periodos previos del ciclo de la actividad, como en relación con los países que comparten la moneda única. Esto es especialmente preocupante por su repercusión sobre el pobre desempeño de la productividad y, por ende, sobre el menor potencial de crecimiento de la economía española y sus dificultades de convergencia en términos de renta per cápita con las economías más avanzadas (Gráfico 8).

Como muestra el Gráfico 9, **tras el desplome de la inversión durante la crisis financiera y de deuda soberana (2008-2013), en donde la ratio de inversión alcanzó mínimos próximos al 5%, la inversión empresarial presentó tasas de crecimiento promedio superiores a las de la actividad productiva,** permitiendo un proceso de convergencia de esta ratio hacia valores próximos a la registrada por nuestros socios comunitarios durante este mismo periodo.

GRÁFICO 9

Evolución de la tasa de inversión en bienes de equipo en España y en la UEM

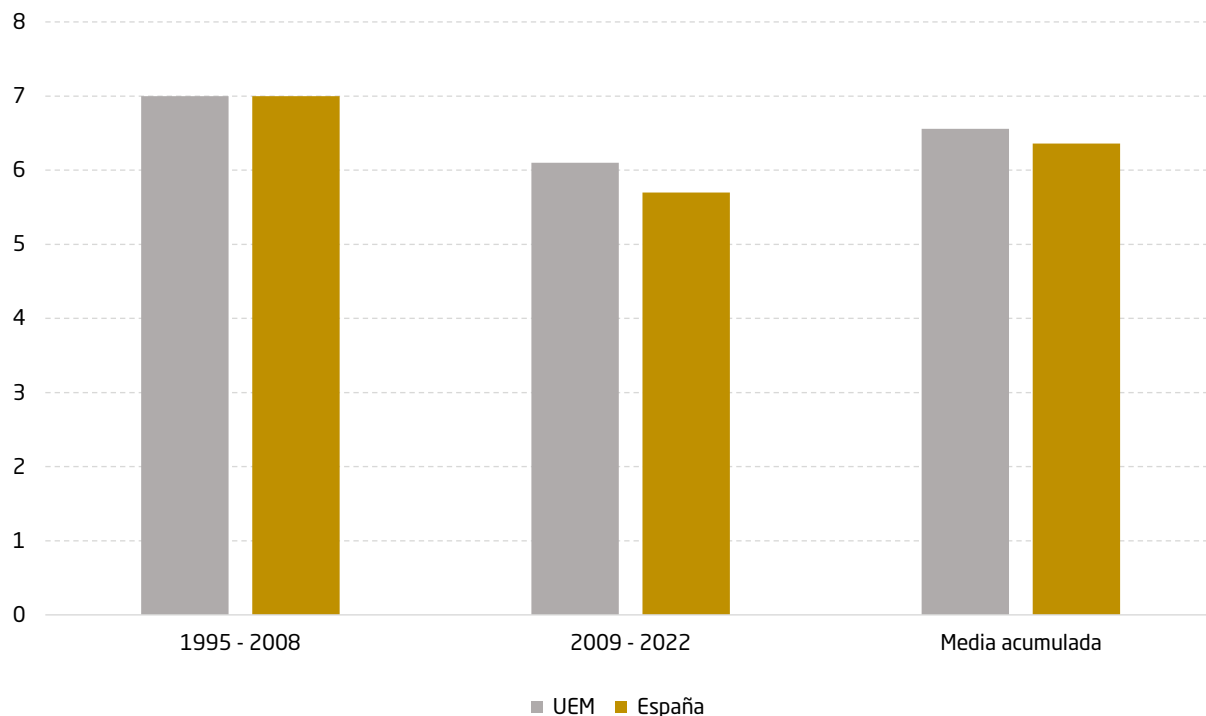
% del PIB



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE y de Eurostat.

Pese a esta evolución relativamente favorable de la inversión empresarial, tras el periodo de crisis (2008-2013) se observa que su promedio es sensiblemente inferior, en torno a un 20% al que presentaba este indicador entre 1995 y 2007. De igual forma, si bien durante este periodo el promedio de la ratio de inversión era de similar cuantía a la de la UEM, **tras la crisis de 2008 el crecimiento de la economía española no se ha visto acompañado con una mayor fortaleza de la inversión empresarial, tal y como se ha producido en el conjunto de los países de la eurozona**. Como resultado, la tasa de inversión promedio de la economía española es un 7% inferior a la de la UEM en el periodo 2009-2022 (Gráfico 10).

GRÁFICO 10

Brecha entre la tasa de inversión en bienes de equipo entre España y la UEM antes y después de la crisis de 2008

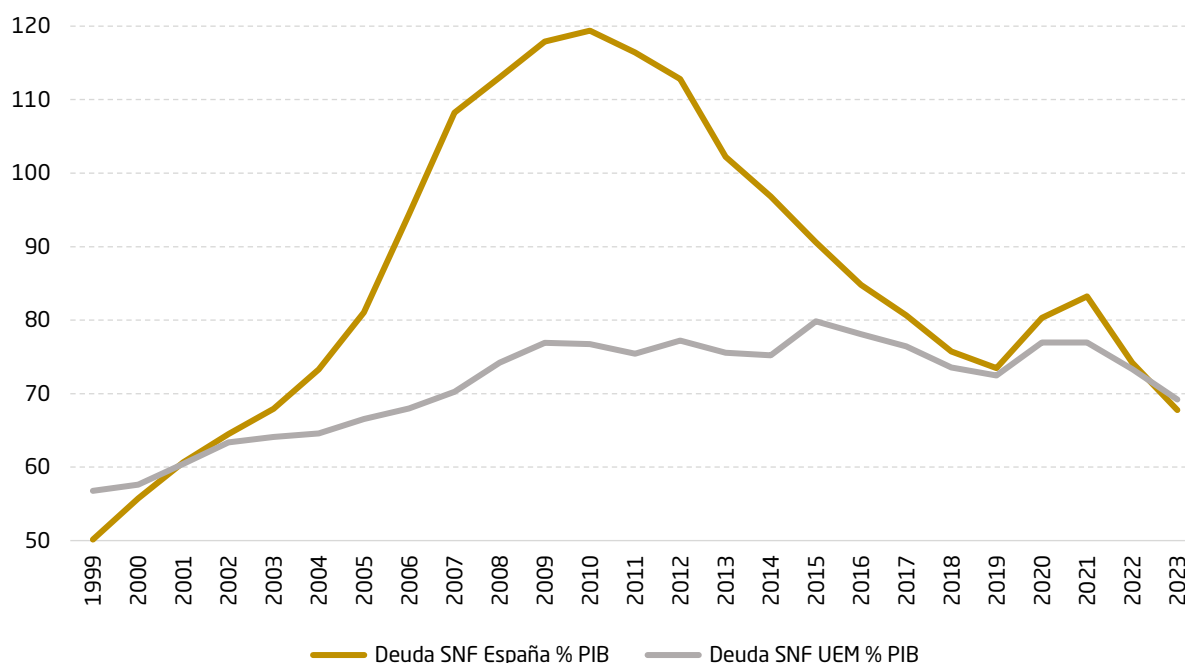
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE y de Eurostat.

La evolución de la inversión empresarial en España y su comportamiento diferencial en el último periodo podría estar vinculada al fuerte proceso de desapalancamiento que han experimentado las empresas españolas desde 2009 y que ha producido que el porcentaje de endeudamiento de estos agentes se encuentre, en 2023, en niveles muy similares a los de la UEM, tal y como se muestra en el Gráfico 11.

GRÁFICO 11

Evolución de la deuda de las Sociedades No Financieras (SNF) en España y en la UEM

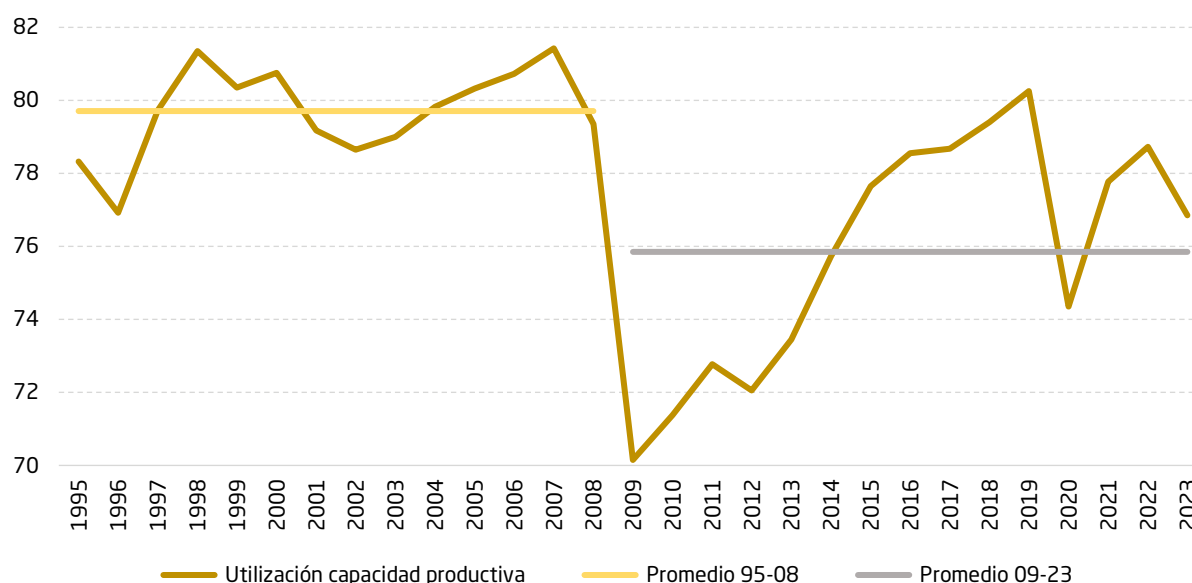
% del PIB



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del Banco de España.

El exceso de capacidad productiva instalada en el periodo previo a la crisis financiera y de deuda soberana (2008-2012), junto con la caída de la demanda ocasionada por el impacto de esta crisis, se refleja en la evolución de la utilización de la capacidad productiva en el periodo reciente, tal y como muestra el Gráfico 12. **Este factor es relevante puesto que, cuanto más se ha ido recuperando este indicador, en mayor medida se ha necesitado una mayor dinamización de la inversión empresarial durante la última década.**

GRÁFICO 12

Evolución de la utilización de la capacidad productiva en la industria

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

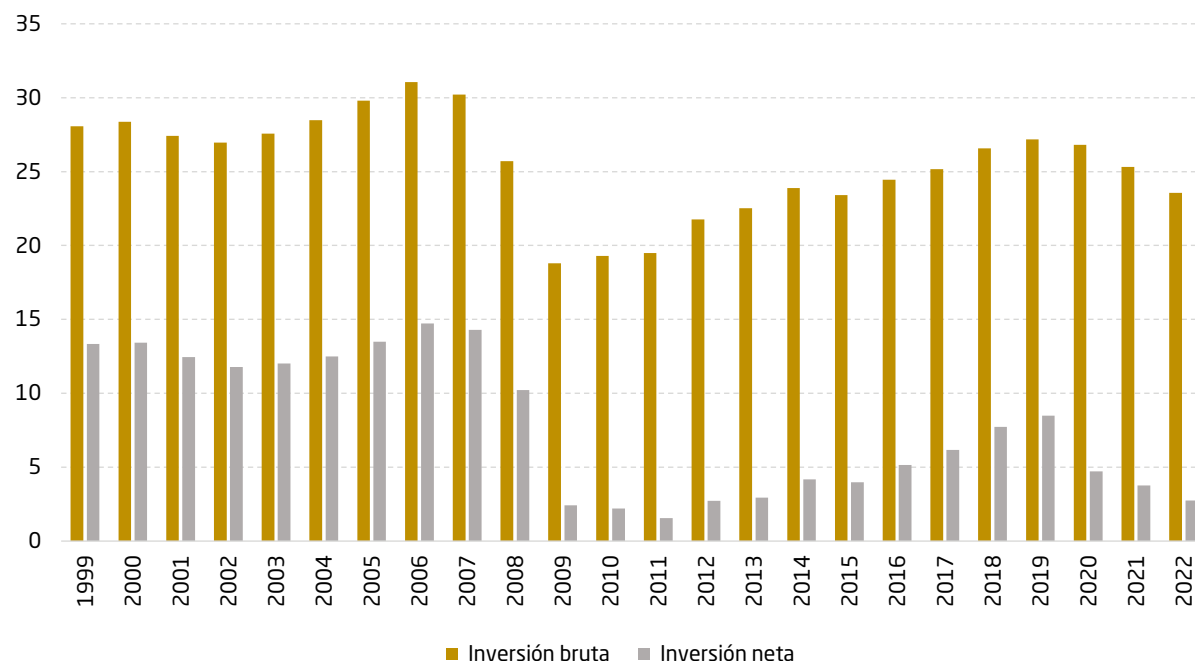
De esta forma, **tanto el proceso de desendeudamiento mostrado previamente como la recuperación de la tasa de inversión de las empresas**, que se deriva de un mayor recurso de la capacidad de producción en la última fase de expansión del ciclo previo a la crisis de la covid-19, **han tenido cierta repercusión sobre la evolución de la inversión empresarial en el periodo reciente**. Esta vinculación no solo ha determinado el grado o intensidad del proceso de inversión de las empresas sino también su orientación, que se ha inclinado, en mayor medida, hacia la reposición debido a la depreciación del capital instalado.

En el Gráfico 13 se constata que, a diferencia de la anterior etapa de expansión de la actividad, durante los primeros años de recuperación de la economía española (2013-2016) la diferencia entre la inversión bruta empresarial de las sociedades no financieras y el consumo de capital fijo se redujo significativamente, margen que fue ampliándose conforme fueron pasando los años hasta alcanzar la inversión neta, en el periodo previo a la crisis de la covid-19, el mayor de sus registros en este periodo.

GRÁFICO 13

Evolución del consumo de capital fijo y la inversión bruta realizados por las Sociedades No Financieras (SNF) en España

% del Valor Añadido Bruto



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE.

En el periodo reciente destaca tanto la pérdida de fortaleza de la inversión de las sociedades no financieras como el dinamismo del gasto en consumo de capital fijo. Este comportamiento de la inversión empresarial se ha producido sin que se haya acusado un descenso importante de la utilización de la capacidad productiva y manteniéndose un porcentaje de endeudamiento similar de nuestras empresas al de las sociedades no financieras de la UEM.

Este hecho, **en un contexto económico de recuperación de la actividad productiva, reflejaría cierta reticencia de las empresas a retomar e impulsar procesos de acumulación de capital que amplíen su capacidad de producción para los próximos años**, lo que implica la necesidad de evaluar otros factores que determinan este tipo de decisiones empresariales y que están relacionados con la disponibilidad y el coste de los recursos financieros, la evolución de la demanda, así como las expectativas empresariales e incertidumbre sobre la evolución futura de precios, costes y actividad productiva.

Según el Banco de España (Aguilar *et al.*, 2023), **la demanda es el componente que más incide sobre las decisiones de inversión en el corto plazo**. Las empresas, al experimentar un aumento de la demanda, comienzan a utilizar, en mayor medida, la capacidad productiva instalada. Si observan que este aumento de la demanda es persistente y su producción se aproxima al pleno rendimiento de sus procesos estas invierten cada vez más. El modelo estimado por esta entidad determina que las variaciones de la inversión ocasionadas por cambios en la demanda

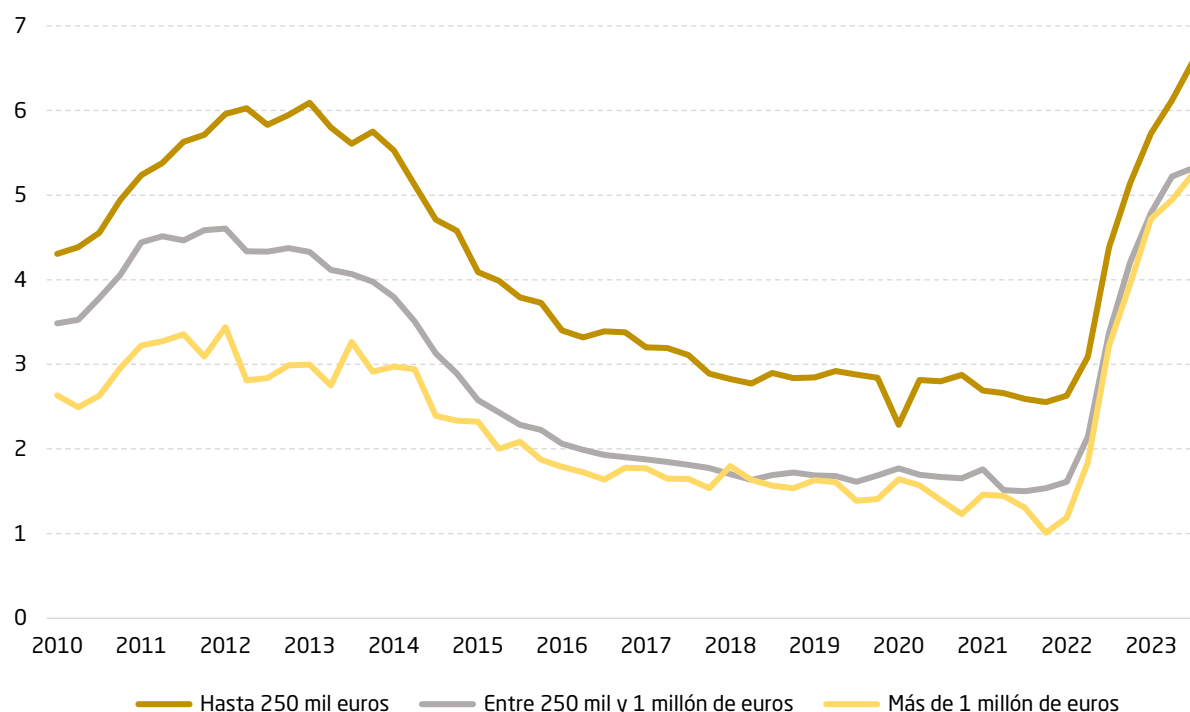
son las que generan un impacto de mayor cuantía en los trimestres posteriores a este suceso y sus efectos dejan de sentirse gradualmente al cabo de un año.

3.2.1. Las rentas empresariales generadas y la confianza de estos agentes determinan la evolución reciente de la inversión empresarial

Las condiciones monetarias y financieras se ven afectadas en el periodo reciente por la aparición de determinados riesgos sobre la estabilidad financiera que condicionan a la baja las previsiones de crecimiento económico y al alza sobre la inflación. No obstante, **en el escenario central los mercados de capitales descuentan una contención de las primas de riesgo, que se mantienen en niveles históricamente reducidos, y una menor presión sobre las condiciones de financiación procedentes de las decisiones de política monetaria** al observar cierto éxito en la contención de la inflación y las expectativas de que los precios recuperen los niveles compatibles con la estabilidad en precios en la eurozona durante los próximos años. De esta forma, es previsible que se establezcan o flexionen a la baja las condiciones de financiación que afectan a las empresas en los próximos meses, tipos de interés que han mostrado una evolución al alza muy acentuada en el último periodo, tal y como muestra el Gráfico 14.

GRÁFICO 14

Evolución del tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones de crédito para las Sociedades No Financieras (SNF) en España



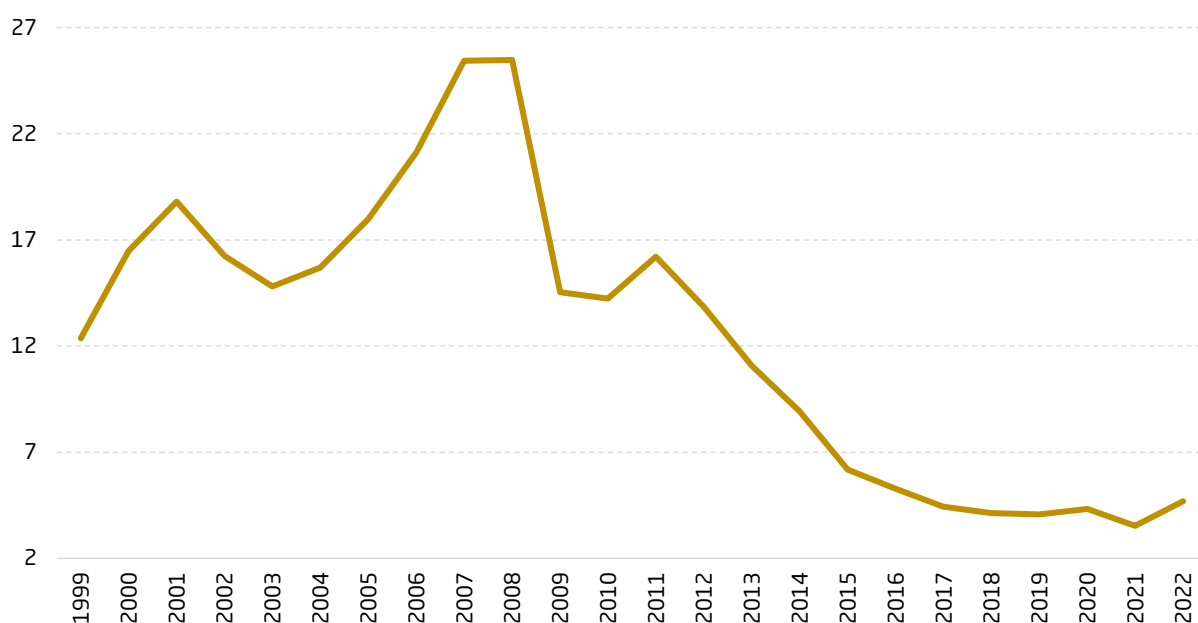
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del Banco de España.

Según el Banco de España (Aguilar *et al.*, 2023), **el cambio en las condiciones de financiación para las empresas es el que produce el efecto más persistente sobre las decisiones de inversión**. A partir de las estimaciones realizadas, estos efectos alcanzan su máximo impacto entre los seis y los ocho trimestres, dependiendo de cuándo, cómo y en qué cuantía el choque sobre las condiciones principales de financiación se vaya transmitiendo a través de distintos canales intermedios hasta llegar a las condiciones del crédito para las sociedades no financieras. Por lo tanto, **es previsible que este tensionamiento de las condiciones de financiación para las empresas esté comenzando a mostrar sus máximos efectos sobre la inversión empresarial durante este año y se mantenga, asimismo, durante 2024**.

No obstante, **el menor recurso de las sociedades no financieras a este tipo de operaciones de endeudamiento procedente de las entidades de crédito en los últimos años está teniendo un reflejo sobre la carga financiera de estos agentes**. De esta forma, tal y como se presenta en el Gráfico 15, este indicador se mantiene en mínimos de las últimas décadas, pese al encarecimiento de las condiciones de financiación, lo que implica una menor dependencia de este tipo de instituciones financieras por parte de las empresas a la hora de financiar sus operaciones de inversión.

GRÁFICO 15

Evolución de la carga financiera soportada por las Sociedades No Financieras (SNF) en España



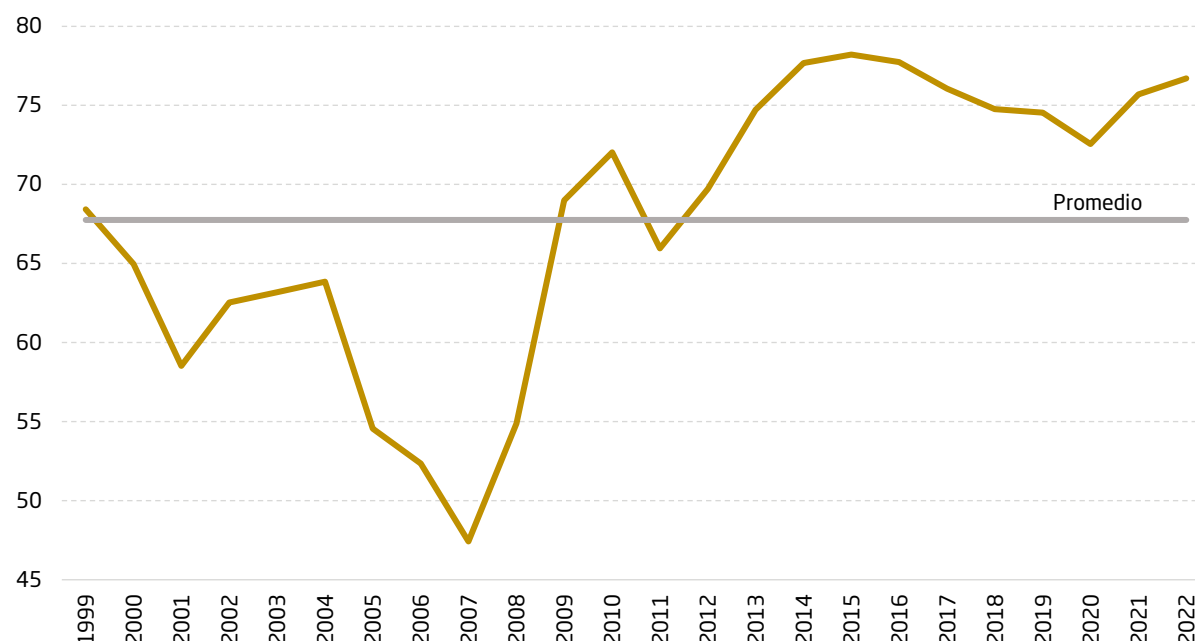
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE.

Junto con el menor recurso a la financiación ajena por parte de las empresas, que las hace menos dependientes de la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, **las sociedades no financieras han complementado los recursos necesarios para financiar sus inversiones con recursos propios**, tal y como se muestra en el Gráfico 16.

GRÁFICO 16

Evolución del ahorro generado en las Sociedades No Financieras españolas

% del Excedente Bruto de Explotación



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE.

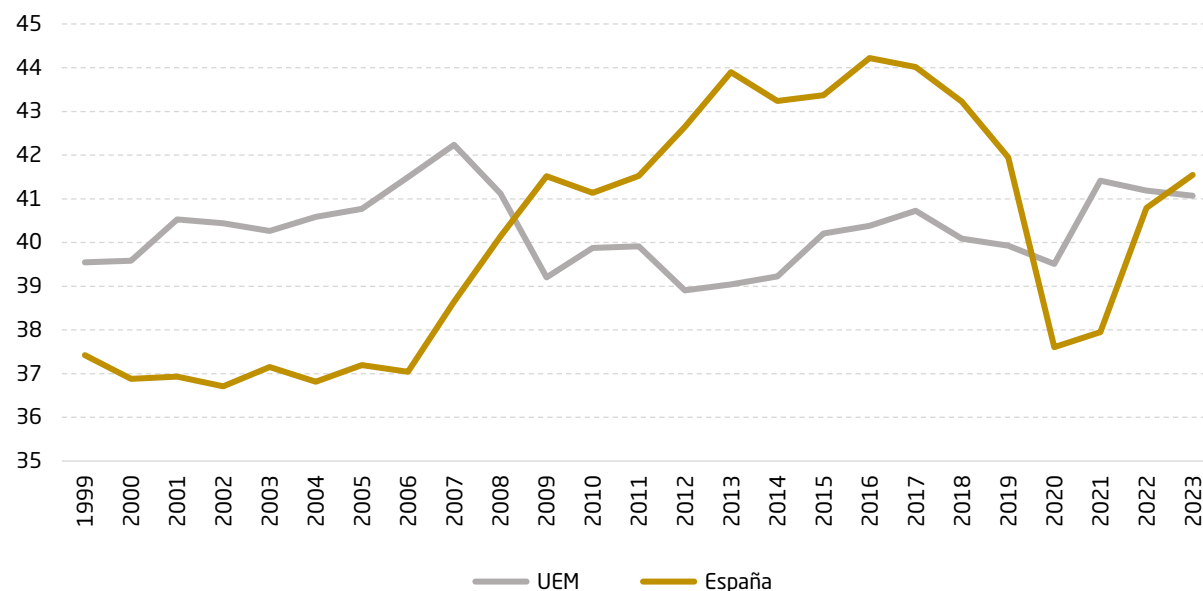
En promedio histórico, estos agentes son capaces de asignar casi dos tercios de sus rentas generadas hacia el ahorro que puede ser destinado bien a financiar sus inversiones o bien a reducir su endeudamiento. Tras la crisis financiera y de deuda soberana las empresas españolas no financieras aumentaron este porcentaje hasta el 75%, lo que hizo posible que el proceso de desapalancamiento fuera compatible con mayores tasas de inversión. De esta forma, **las empresas españolas muestran una mayor dependencia de los recursos generados internamente, esto es, los beneficios para desarrollar sus planes de inversión.**

Estos recursos proceden de la capacidad de generación de rentas empresariales a través de sus respectivas actividades, así como de la evolución de los costes empresariales. Tal y como se puede ver en el Gráfico 17, **las sociedades no financieras han mejorado significativamente su eficiencia**, elevando su porcentaje de generación de recursos desde el 37%, previo a la crisis financiera de 2008, hasta el entorno del 42%, ratio superior al de sus homólogas europeas. **Esta dinámica, tal y como se deduce de la evolución de la inversión empresarial en el mismo periodo, permitió a las empresas españolas situar su ratio de endeudamiento en términos similares a los que registran las empresas de la UEM. Ahora bien, la evolución del EBE de las sociedades no financieras tras la crisis de la covid-19 no ha sido tan positiva**, tal y como se muestra en dicho Gráfico.

GRÁFICO 17

Evolución del Excedente Bruto de Explotación (EBE) de las Sociedades No Financieras en España y en la UEM

% del Valor Añadido Bruto (VAB)

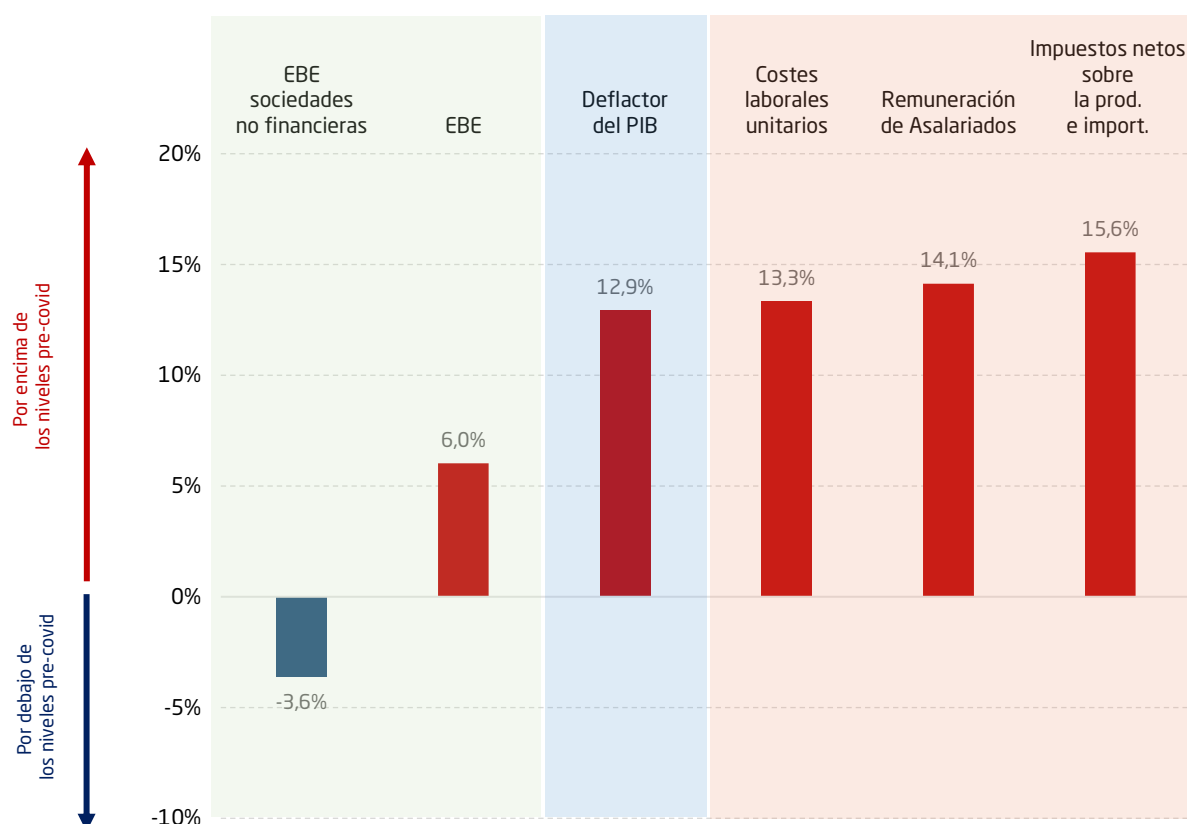


Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de Eurostat.

En este sentido, comparando el nivel de beneficios medido por el Excedente Bruto de Explotación (EBE) de las sociedades no financieras en el primer semestre de 2023 se observa en el Gráfico 18 que este es aún un 3,6% inferior con respecto al registrado a finales de 2019. Tal y como se contrasta en este Gráfico, **el EBE y, en particular, el de las sociedades no financieras, es la variable que va con mayor retardo en la recuperación, de manera que aún no se han alcanzado los niveles previos a la crisis pandémica, al contrario que los costes laborales y los impuestos netos de subvenciones.**

Esta evolución de las rentas empresariales tiene un comportamiento muy heterogéneo entre sectores de actividad y tamaño empresarial si bien atendiendo a los datos recientes de la Central de Balances del Banco de España, se puede observar cómo casi un tercio de las empresas están enfrentando dificultades para generar beneficios suficientes para cubrir costes, es decir, presentan un rendimiento ordinario neto negativo. Así mismo, **actualmente aproximadamente un 24% de las empresas presentan un endeudamiento elevado. Este comportamiento diferencial con respecto al del resto de los países de la UEM, determina, en gran medida, la evolución reciente de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo tras la crisis de la covid-19.**

GRÁFICO 18

Brecha con respecto a los niveles previos a la pandemia

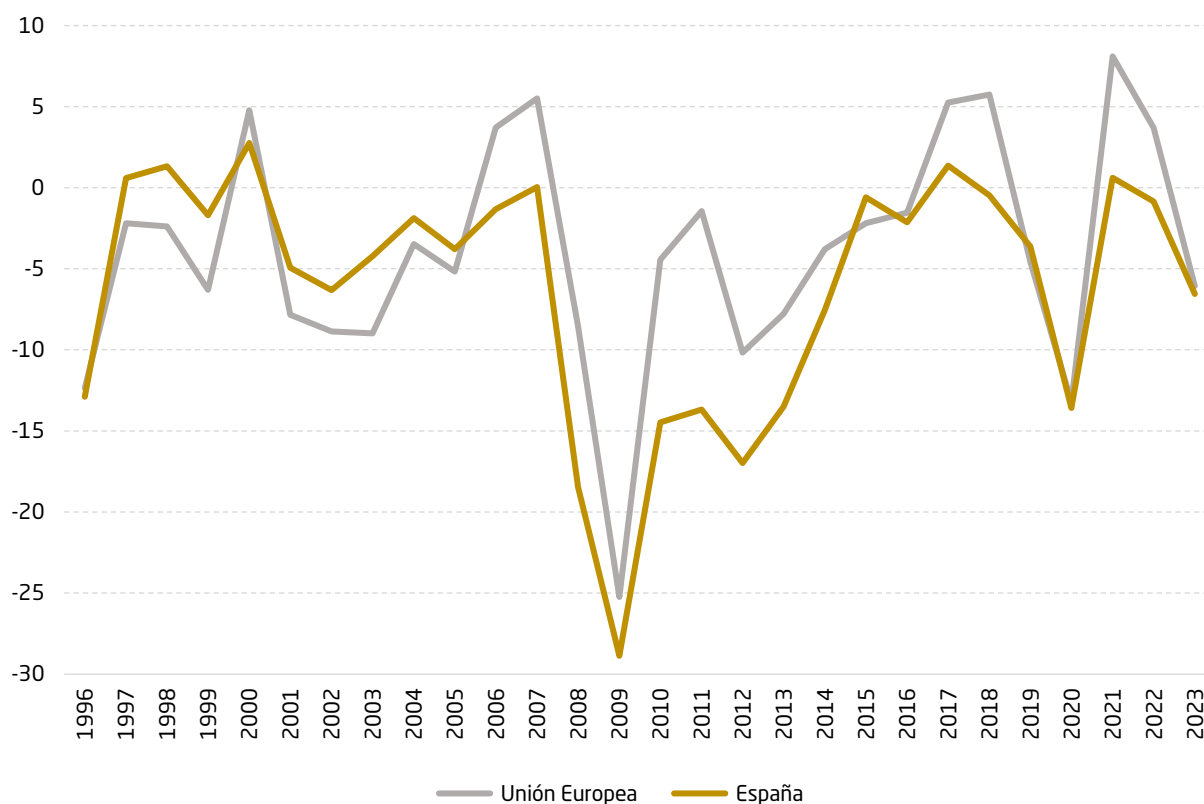
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE y del Banco de España.

En relación con los factores que explican la debilidad de la evolución de la inversión empresarial en el periodo reciente, junto con el impacto que ha tenido la demanda y el aumento significativo de los costes de las materias primas sobre los resultados empresariales, **se ha de destacar la negativa contribución de los sucesivos choques de oferta sobre la confianza empresarial**. Dada las características específicas del sector industrial³, se analiza el comportamiento de confianza de este sector como indicador de las expectativas empresariales.

Tal y como se observa en el Gráfico 19, la reacción de la confianza empresarial al impacto de la pandemia se puede observar en un deterioro de las expectativas en el sector industrial en 2020, afianzando la reducción que venía sucediendo desde 2018. **Este periodo estuvo marcado por el confinamiento de la población, la paralización de la actividad económica y las presiones sobre los precios de la energía, con el consecuente empeoramiento de las perspectivas de futuro de todos los agentes económicos**. Sin embargo, 2021 muestra una recuperación de la confianza como consecuencia del comienzo de la recuperación pospandémica.

³ Sector que incluye actividades más intensivas en la utilización de capital que generan inversiones a más largo plazo y que se ven afectadas, en mayor medida, por factores externos y por la competencia internacional.

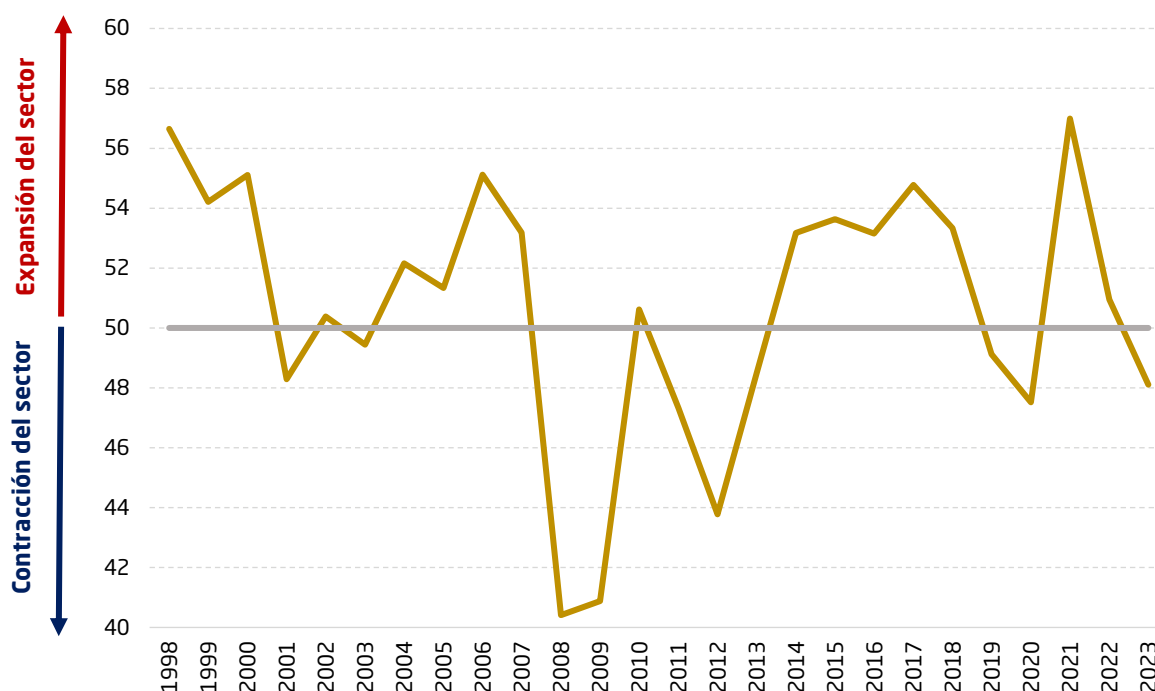
GRÁFICO 19

Indicador de Confianza Industrial en la Unión Europea y en España

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de Eurostat.

Algunos de los factores que podrían haber afectado negativamente a la confianza empresarial durante la recuperación pospandémica son el contexto socioeconómico, el cual ha estado marcado por los conflictos geopolíticos, la incertidumbre económica y la persistencia de la inflación. La concurrencia de estos factores podría ser la causa de las caídas en la confianza empresarial observadas en 2022 y en 2023 tanto a nivel europeo como español. **Esta dinámica queda confirmada por la evolución del indicador de PMI de la industria en España durante los últimos dos años,** que se calcula a través de una encuesta, en la que se pregunta a los responsables de compra de empresas manufactureras si consideran que las condiciones de la industria y de su negocio han mejorado, han empeorado o se han mantenido similares en comparación con el mes anterior. Los registros que se sitúan por encima del valor 50 indican una potencial expansión del sector, mientras que por debajo de este valor muestra una potencial contracción del mismo (Gráfico 20).

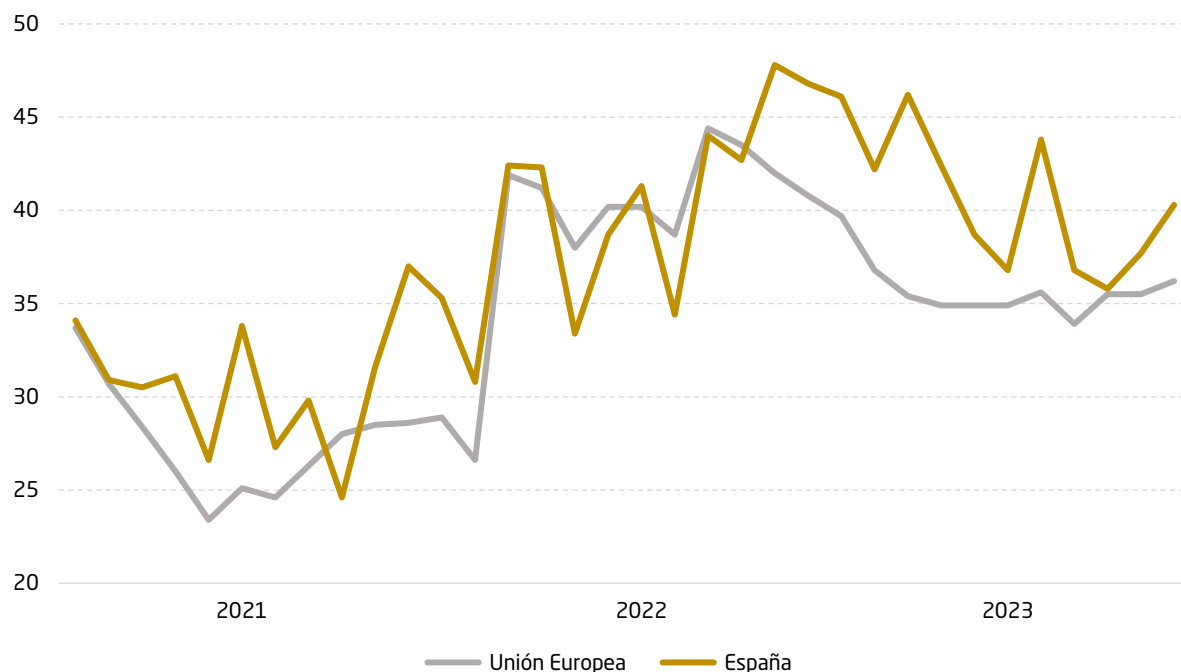
GRÁFICO 20

Indicador de PMI de industria en España

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

Otro indicador clave para tratar de explicar el comportamiento reciente de la confianza empresarial es **la incertidumbre experimentada por el sector industrial, actividad que se ha visto, en gran medida, afectada por las tensiones sobre los precios de la energía y de las materias primas, así como por la aparición de cuellos de botella en la cadena de suministros durante la pandemia y su posterior recuperación** (Gráfico 21).

GRÁFICO 21

Evolución del indicador de incertidumbre industrial en la Unión Europea y en España durante el periodo poscrisis covid-19

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la «Business and consumer survey database» de la Comisión Europea.

La incertidumbre industrial ha mostrado cierta volatilidad durante todo el periodo representado, siendo más acentuada en España que en la Unión Europea. A comienzos de 2021 comenzó la gradual salida de la crisis de la pandemia y con ella la incertidumbre disminuyó tanto en España como en la Unión Europea. Sin embargo, desde finales de 2021 y hasta finales de 2022 **la incertidumbre en el sector manufacturero comenzó una senda ascendente, llegando a su máximo en noviembre de 2022 debido a los tensionamientos geopolíticos y a las presiones sobre los precios de las materias primas, en particular de la energía y su repercusión sobre el encarecimiento de las condiciones de financiación.** Ante este repunte de la incertidumbre, las empresas han sido más proclives a posponer sus decisiones de inversión hasta que obtuviesen una mejor percepción sobre la evolución futura de estos acontecimientos.

Posteriormente, **desde comienzos de 2023, la incertidumbre percibida por las empresas se ha moderado tanto en la industria española como en la europea, evolución que se ha visto interrumpida a partir de septiembre de 2023, a causa de los nuevos conflictos geopolíticos y de la incertidumbre política.**

Tal y como estima el Banco de España (Aguilar *et al.*, 2023), **el máximo impacto del deterioro de esta confianza sobre la inversión empresarial se produce con un desfase de un año, siendo sus efectos persistentes hasta un máximo de ocho trimestres.**

3.3. Una política económica orientada al fomento de la inversión privada es el mejor estímulo para el crecimiento de la productividad y la mejora de la competitividad de la economía española

En el contexto económico reciente, **la recuperación de la inversión empresarial es una condición necesaria, aunque no suficiente, para reactivar y sustentar nuestras tasas de crecimiento económico** en los próximos periodos. La inversión empresarial, a su vez, es fuente de mejora de nuestra eficiencia productiva y, por ende, de nuestro crecimiento potencial. **Su recuperación y fortalecimiento debe ser el objetivo prioritario de cualquier iniciativa de política económica**, puesto que el aumento de la tasa de inversión es imprescindible para afrontar los retos pendientes que tiene nuestra economía en el corto y medio plazo, así como para minimizar las principales vulnerabilidades que se derivan de los desequilibrios macroeconómicos acumulados por la economía española.

Esta reactivación de la inversión empresarial, tal y como se ha constatado en el apartado anterior, **está condicionada por todos aquellos factores que apoyen la generación de rentas empresariales, reduzcan la incertidumbre y mejoren el funcionamiento de los mercados** de factores y productos.

En primer lugar, se ha de destacar que **la generación de un clima económico, político y social favorecedor** para la atracción de inversiones, así como para la mejora de la eficiencia de capital físico, humano y tecnológico, **es determinante para el aumento de la productividad**.

Tal y como se ha destacado anteriormente, **la correspondencia estimada entre la evolución de las expectativas y la inversión es directa**, esto es, cuanto mejores/peores sean las expectativas, mayor/menor inversión se realiza por parte de las empresas. En este sentido **la estabilidad, la certidumbre, la calidad de las instituciones y el tamaño y grado de intervención del sector público son factores relevantes que inciden sobre las expectativas y determinan** la toma de decisiones de inversión en el largo plazo, reduciendo la prima de riesgo adicional que se estima tanto para la determinación de los flujos de rentas futuros como sobre el coste de utilización de dicho capital.

Por otra parte, aquellos países que presentan mayores tasas de inversión empresarial son los que promueven y respetan los principios de libertad económica y libertad empresarial a través de un mayor número de instituciones independientes y de un marco regulatorio en el que predomina la seguridad jurídica, la calidad de la normativa, la estabilidad, el fomento de la competencia, así como la apertura y el buen funcionamiento de los mercados, asegurando la libre iniciativa empresarial y el derecho a la propiedad.

De esta forma, la **estructura institucional** que afianza el funcionamiento de una economía de mercado, donde libremente los individuos son capaces de realizar voluntariamente sus intercambios, fomenta la competencia y asegura la propiedad privada; y promueve unos mayores niveles de bienestar, en términos de mejora de la renta per cápita y del empleo. Es decir, **la**



libertad económica, en su amplia acepción, y, particularmente, la libertad de empresa determinan la capacidad competitiva de una nación.

Tal y como viene publicando el IEE, **la economía española es una de las economías avanzadas con menos libertad económica de la OCDE**, ocupando, en 2023, la posición 35 de los 38 países que componen esta organización, tras registrar un fuerte deterioro de esta variable en la última década, ya que en 2012 estábamos en el puesto 22 de estos mismos 38 países. De igual forma, **nuestra economía muestra una insuficiente libertad de empresa en comparación con el resto de las economías avanzadas**, ya que estamos en la posición 29 de los 38 países de la OCDE, posición claramente alejada de las mejores prácticas y con un fuerte retroceso en los últimos años, ya que en 2012 nos situábamos en la posición 22 de estos mismos 38 países. La consecuencia de nuestra falta de libertad económica y reducida libertad de empresa es una pérdida de dinamismo de la inversión empresarial y, por ende, de una menor productividad y reducido PIB potencial.

3.3.1. El impacto de los desequilibrios acumulados del sector público como lastre para el fomento de la inversión empresarial

Entre las variables que más penalizan a la economía española en el *ranking* de la libertad económica, en comparación con las economías de nuestro entorno, destacan la excesiva dimensión de nuestro sector público, las elevadas cargas tributarias y el fuerte desequilibrio fiscal. Más allá del evidente efecto de «crowding out» o de desplazamiento de la inversión privada que produce el requerimiento de un mayor volumen de recursos económicos y financieros por parte de un sector público sobredimensionado, este desequilibrio penaliza la inversión empresarial, puesto que va acompañado de una mayor presión fiscal, amplificando los efectos negativos que esta genera sobre las expectativas de los agentes.

La explicación radica en el cálculo previsto sobre la rentabilidad y el coste de capital que realizan las empresas sobre los distintos proyectos de inversión que tienen en cartera. Las empresas incorporan en sus estimaciones una prima de riesgo adicional al contemplar la posibilidad de que se materialice cualquier contingencia vinculada con un cambio en las condiciones del ciclo económico y que requiriese un espacio o margen fiscal adicional que imponga una mayor presión fiscal futura sobre estas compañías. De igual forma, este mayor coste se incorpora por la posibilidad de que se materialice un episodio de fuerte inestabilidad financiera que afectara a los principales mercados de capitales y que reevaluara las expectativas de los inversores sobre el grado de sostenibilidad de nuestras finanzas públicas, ampliando la prima de riesgo de los activos de menor riesgo. En este sentido, de acuerdo con el FMI, **la política fiscal puede ayudar a la política monetaria a reducir la inflación y mitigar los riesgos para la estabilidad financiera**, ya que es un buen instrumento para proporcionar una base más sólida a largo plazo a la economía mediante la inversión en infraestructuras, la gestión y asignación eficiente de los recursos públicos y la mejora de la eficiencia en la prestación de servicios públicos (Adrian y Gaspar, 2022), tal y como refleja el siguiente Recuadro 1.



RECUADRO 1

La vuelta a la disciplina fiscal en la Unión Europea en 2024, posición previsible de España

El **principio de estabilidad presupuestaria** está expresamente recogido en nuestra Constitución, tras la reforma del artículo 135 producida en 2011, y se realizó, según expresa la exposición de motivos de la reforma, «al objeto de fortalecer la confianza en la estabilidad de la economía española a medio y largo plazo (...)» y su finalidad no es otra que «garantizar el principio de estabilidad presupuestaria, vinculando a todas las Administraciones Públicas en su consecución, reforzar el compromiso de España con la Unión Europea y, al mismo tiempo, garantizar la sostenibilidad económica y social de nuestro país».

Estos principios, que recogieron en buena medida las disposiciones comunitarias sobre la materia, fueron desarrollados por la **Ley Orgánica 2 de 2012, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera** (LOEPSF), cuyo artículo 3 define la estabilidad como «la situación de equilibrio o superávit estructural», es decir, que al final de un determinado ciclo económico el déficit tienda a cero o incluso que haya superávit.

A falta de una definición en nuestro ordenamiento de los supuestos de cumplimiento del principio de estabilidad, **se habrá de estar a los criterios fijados por la Unión Europea para determinar los índices admisibles de deuda y de déficit, que pasarán a tener, por lo tanto, rango constitucional.**

La Unión Europea volverá a exigir disciplina fiscal a partir del 1 de enero de 2024, momento en el que deja de estar vigente la cláusula general de escape que, desde el 20 de marzo de 2020, modificaba la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por vez primera desde su aprobación en 2011.

Sin embargo, el diseño de la cláusula de escape no incluía la fórmula para la reactivación de las reglas de disciplina, por lo que la Comisión Europea, en su Comunicación de 3 de marzo de 2021, establece que **la desactivación de la cláusula se hará atendiendo a las condiciones económicas del conjunto de la UE** (en concreto, el logro de un PIB a precios constantes equivalente al de 2019, lo que ocurrirá en 2023) **pero que en la reactivación se atenderán las circunstancias de cada país.**

En la actualidad se está negociando cómo se producirá dicha reactivación, ya que existen grandes diferencias entre las situaciones económicas de los distintos Estados, con Alemania defendiendo un mayor rigor y Francia demandando flexibilidad. En este sentido, **es urgente alcanzar un acuerdo antes de que termine 2023, porque, de no ser así, las normas volverían a entrar en vigor en su redacción original** que, recordemos, ya no se cumplía en el caso de la relación entre deuda y PIB en muchos de los países miembro.

El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN), en su reciente reunión del día 8 de diciembre de 2023, no ha logrado alcanzar un acuerdo, aunque las posturas de los distintos países se han acercado y podría celebrarse una reunión extraordinaria en los próximos días. **La propuesta que se está negociando supondría, en cuanto a la deuda, un recorte medio mínimo de un 1% al año para los países con una ratio de endeudamiento superior al 90% del PIB y del 0,5% para los países con ratios de entre el 60% y el 90%. En cuanto al déficit para los países con una deuda superior al 90%, se aplicará un déficit máximo del 1,5% del PIB en lugar del 3%, mientras que el límite para aquellos con una deuda de entre el 60% y el 90% sería del 2%.**

En cuanto a la situación de **España**, a falta de tramitación de los Presupuestos Generales del Estado, **no se han aprobado los objetivos de estabilidad, ni la tasa de referencia de la regla de gasto, por lo que nos debemos remitir al Plan Presupuestario para 2024 presentado por el Gobierno de España que prevé un déficit del 3,9% en 2023 y del 3% para 2024; según el mismo Plan, la ratio deuda/PIB se situaría en el 108,1% en 2023 y en el 106,3% en 2024, muy lejos del objetivo del 60%.**



La AIReF avaló en octubre el escenario del Plan Presupuestario del Gobierno para 2024, pero aumentando el déficit previsto en 2023 hasta el 4,1%, dos décimas por encima del Plan Presupuestario y advirtiendo de riesgos a la baja. Además, será necesario considerar el impacto de las medidas anunciadas en el pacto de investidura como el mantenimiento parcial de las destinadas a combatir la inflación.

Adicionalmente, la AIReF prevé que el déficit superará el 3% en el periodo 2024-2028, debido, principalmente, a la retirada de las medidas temporales de incremento de ingresos. En el resto del periodo, el incremento de los impuestos sobre la renta se verá contrarrestado por el aumento del gasto financiero por la subida de los tipos de interés y el coste en pensiones. Por su parte, la ratio de deuda sobre PIB se mantendrá, también según la AIReF, entre el 105% y el 106% en dicho periodo, lo que obligará a un esfuerzo de reducción de déficit y deuda pública mayor.

Es, por lo tanto, altamente probable que las previsiones del Plan Presupuestario se vean modificadas tras la tramitación de los PGE 2024, que se producirá en el primer trimestre de dicho año, y presumiblemente incluirán un aumento del gasto y, probablemente, la reducción de los ingresos del Estado central si se empiezan a ejecutar algunos de los compromisos asumidos para alcanzar el acuerdo de investidura.

En este sentido, el necesario ajuste presupuestario debería enfocarse más en la eficiencia del gasto que en el aumento de ingresos evitando, sobre todo, incrementar los que recaen sobre empresas y empresarios, y sobre el ahorro. A este respecto, los ingresos tributarios presupuestados para 2023 superan las cifras de 2019, anteriores a la pandemia, en casi 50 mil millones de euros, lo que representa un 23,4% de incremento de la recaudación tributaria, mientras que, en el mismo periodo, el PIB se ha incrementado en un 11,5%.

Estos datos suponen un fuerte incremento de la presión fiscal, que se está realizando, fundamentalmente, mediante la introducción de nuevos tributos o la reforma de los existentes que afectan a la tributación empresarial y al ahorro y la inversión.

Según la última información disponible en EUROSTAT, con datos referidos a 2022, la presión fiscal, expresada como suma de los ingresos tributarios en porcentaje del producto interior bruto (PIB), se situó en el 41,2% en la UE.

La diferencia entre la media de la presión fiscal total en la UE y en España, que es cada vez más reducida, no se debe, en ningún caso, a la presión fiscal sobre empresas y empresarios; de hecho, la presión fiscal empresarial (entendida como la suma del Impuesto sobre Sociedades y las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social) está, según EUROSTAT, con los últimos datos disponibles de 2021, en un nivel superior al de la media de la Unión Europea.

En concreto, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades supuso, en España, un 2,7% del PIB y las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social un 9,9% del PIB, que combinadas suponen un 12,6% del PIB. Por su parte, la media de la UE es de un 2,9% en el Impuesto sobre Sociedades y un 7,3% en cotizaciones sociales a cargo de las empresas, es decir, una suma de un 10,2%. España está 2,4 puntos por encima de la media europea.

Si hacemos el análisis sobre el porcentaje que aportan las empresas al total de la recaudación, siempre según EUROSTAT y con datos de 2021, en España las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social suponen un 25,7% del total de la recaudación, mientras que en la UE la media es del 17,9%. Por su parte, el Impuesto sobre Sociedades supone, en España, un 6,5% del total frente a un 7,1% en la UE. En conclusión, las empresas aportan, en España, un 32,2% frente a un 25% de media en la UE.

La forma óptima de equilibrar nuestras finanzas públicas hasta alcanzar los niveles exigidos por la Unión Europea no es incrementar los ingresos sino optar por la contención del gasto. Si el incremento de los impuestos tiene una elevada incidencia negativa sobre la actividad y el empleo, que además se prolonga durante un largo período de tiempo, la contención del gasto asegura un efecto positivo a medio plazo, ya que genera confianza en los agentes acerca de la credibilidad del proceso de consolidación fiscal. Dentro de la vía de contención del gasto, lo que debe explorarse es la mejora de la eficiencia, un ámbito en el que tenemos un elevado margen de mejora con respecto a nuestro entorno comparado.



Así, de acuerdo con el análisis realizado por el Instituto de Estudios Económicos, **la eficiencia del gasto público en España es un 14% inferior a la media de la OCDE, una diferencia que se eleva, incluso, hasta el 66% si se compara con las mejores prácticas a nivel global.** España se sitúa en el puesto 26 de los 36 países de la OCDE en eficiencia del gasto público, con una puntuación de 87,4, muy por debajo del 100 que representa la media de la organización económica.

La propia Comisión Europea, en las recomendaciones específicas para España, recuerda, en su punto 12, que «el 13 de julio de 2018, el Consejo recomendó a España garantizar que la tasa de incremento nominal del gasto público primario neto no rebasara el 0,6% en 2019, lo que correspondería a un ajuste estructural anual del 0,65% del PIB. La evaluación global de la Comisión confirma una desviación significativa respecto de la senda de ajuste recomendada hacia el objetivo presupuestario a medio plazo en 2019. Este es el factor pertinente recogido en el informe de la Comisión elaborado de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado, en el que se evalúa el cumplimiento del criterio de deuda por parte de España en 2019».

En conclusión, **un ajuste por la vía de la contención y mejora de la eficiencia del gasto público es, a todas luces, mucho más efectivo y tiene menor impacto en el crecimiento económico;** y, además, España cuanta con mucho margen de mejora en este aspecto.

En aras de promover la mejora y la eficiencia del gasto público, junto con el impulso de la inversión empresarial, **es conveniente fomentar la contratación a través de la colaboración público-privada, práctica que se convierte en esencial para restablecer los niveles necesarios de inversión pública en infraestructuras que garanticen la mejora de la productividad y el crecimiento económico.** Esta aproximación, que combina fondos públicos y privados, brinda la oportunidad de financiar proyectos que, de otro modo, estarían limitados por restricciones presupuestarias. Además, al involucrar al sector privado en la gestión y el mantenimiento, se pueden lograr mayores niveles de eficiencia, calidad y durabilidad de estas infraestructuras, garantizando su rentabilidad en términos financieros, económicos y sociales a largo plazo.

Adicionalmente, como medida que mejora la eficiencia del gasto público e impulsa la inversión empresarial, **es necesario aumentar el grado de externalización del gasto público fomentando la extensión de buenas prácticas y diseñando un marco regulatorio que favorezca el desarrollo de esta práctica de gestión que genere previsibilidad, competencia, igualdad y transparencia.** Tal y como se destaca en una reciente publicación del IEE⁴, los países que externalizan de manera más extensa su sector público muestran niveles más elevados de eficiencia en su gasto público. En este sentido, la economía española se sitúa entre las economías con un nivel de gasto público externalizado por debajo de la media. Más precisamente, la externalización del gasto público en España es un 27,6% inferior al promedio de las economías avanzadas de la Unión Europea. Junto con lo anterior, **es imprescindible eliminar prácticas que restringen la amplitud de los beneficios generados por la externalización en la prestación de servicios públicos** como son el uso excesivo de encargos a medios propios y, por otro lado, las dificultades existentes en los mecanismos técnico-jurídicos de revisión de precios en la contratación pública.

⁴ https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/Revista-del-IEE-N.o-3-2023.-La-colaboracion-publico-privada_servicios-publicos.pdf



Por último, se ha de señalar que, en el periodo reciente, **la incertidumbre empresarial habría aumentado con motivo del futuro desarrollo de la política económica y, en particular, por el anuncio de la modificación de aspectos centrales en el marco de la financiación territorial, por la ampliación de determinadas partidas de gasto estructural y por el aumento de la presión fiscal sobre la actividad empresarial derivado de los compromisos para la formación del nuevo gobierno.** Estas propuestas introducirían cierta asimetría en las relaciones financieras entre Administraciones que iría en detrimento del principio de corresponsabilidad fiscal, condición necesaria, aunque no suficiente, para reforzar la sostenibilidad de nuestras finanzas públicas. De igual forma se consolidarían, y ampliarían, partidas que tienen un elevado componente de gasto estructural cuya financiación se articularía mediante un aumento de la progresividad y de la presión fiscal empresarial y que amplifican los efectos negativos sobre las expectativas empresariales descritos anteriormente.

En este sentido, **nuestra economía necesita de una mayor estabilidad y predictibilidad de la política económica, que se centre en crear un clima más favorable a las empresas y a sus procesos de inversión y creación de empleo,** que son las palancas fundamentales para poder impulsar el crecimiento de la productividad y encarar, con un mayor potencial de crecimiento, el ajuste de los desequilibrios que persisten en la economía española, así como los retos que afronta a más largo plazo y que están vinculados, entre otros, con la transición energética y medioambiental, la digitalización y la demografía.

Junto con estos factores, se han de evaluar, igualmente, otras cuestiones que tendrían impacto también sobre la **evolución de los flujos de inversión en la economía española** como son los cuellos de botella que experimentan en determinados procesos de producción y los **fondos europeos NGEU.**

Entre los objetivos explícitos recogidos en el Plan de Recuperación, Transición y Resiliencia destaca el impulso de las inversiones necesarias para cumplir con estos objetivos de transición. Así, se aprobó, para la economía española, una cuantía de recursos financieros materializados en transferencias y préstamos por un importe cercano a los 165.000 millones de euros. Ahora bien, **tanto en la planificación de las actuaciones como en la gestión y la Administración pública del plan se están detectando una serie de problemas y obstáculos que limitan la participación y asignación final de estos recursos al sector privado.** Esta dinámica minimiza el protagonismo empresarial presente entre los hitos de esta iniciativa y evidencia una capacidad limitada de absorción de estos recursos y atracción de la inversión privada para garantizar un impacto transformador del mismo.

Junto con el **aumento en el ritmo de resolución de convocatorias** en instrumentos clave del sector privado (PERTE, convocatorias nacionales) y los **nuevos fondos contemplados en la Adenda,** sería necesario un rediseño de las grandes líneas de proyectos del Plan de Recuperación, una mayor implicación del sector financiero en la canalización de los préstamos y una mayor flexibilización y gestión autonómica.



Con respecto a estos fondos, **es necesario señalar la importancia que tiene el cumplimiento de los compromisos adquiridos para la transición energética y climática**, puesto que estos requieren de **cuantiosas inversiones que han de producirse durante la próxima década y que se estiman en torno al 10% del volumen de inversión anual generado por nuestra economía**. En la actualidad **se identifican algunos elementos que podrían añadir dificultades en el cálculo económico de la rentabilidad por parte de las empresas a la hora de seleccionar los proyectos de inversión a realizar** y, por lo tanto, a la evolución del esfuerzo inversor previsto por estos agentes para los próximos años.

Entre estas se destacarían el **grado de disponibilidad de los necesarios recursos financieros complementarios** adaptados a la naturaleza de este tipo de inversiones, así como el de la **tecnología apropiada** para cumplir con los objetivos del plan. Junto con estos factores, se ha de considerar el **grado de reorientación que se está produciendo en las cadenas globales de suministro de bienes y servicios con el objetivo de minimizar los cuellos de botella que se han ocasionado por los distintos choques de oferta** (covid-19, conflictos bélicos, elevación de precios de las materias primas energéticas) y que están afectando al comercio internacional. En este sentido, **se están produciendo cambios en las estrategias de comercio exterior en los países más desarrollados con tendencias hacia la localización de la producción en países vecinos (*nearshoring*) y socios comerciales (*friendshoring*)**.

3.3.2. Las reformas estructurales y su incidencia en los procesos de acumulación de capital

La proyección y el despliegue de las inversiones necesarias para aumentar nuestra capacidad productiva y mejorar nuestra competitividad requieren de un entorno favorable en el que se fomente la actividad empresarial a partir de los principios de libertad de empresa. Aquellas reformas estructurales orientadas a mejorar la eficiencia de los mercados y promover la competencia permiten la consecución de mayores cotas de bienestar económico y social. Para ello es necesario que la aprobación de este tipo de reformas, que producen efectos económicos a más largo plazo, estén consensuadas y se adapten a las necesidades específicas, sectoriales y empresariales.

Dado el contexto socioeconómico actual, resulta imprescindible lograr cambios estructurales que estimulen el impulso de la inversión y el crecimiento de las empresas españolas, eliminando la incertidumbre y los obstáculos legales, haciendo que el proceso regulatorio sea claro, así como reforzando la seguridad jurídica. **Tan solo el mero anuncio de este tipo de reformas estructurales operaría cambios positivos en el corto plazo sobre la inversión empresarial al mejorar las expectativas empresariales sobre el flujo de beneficios y la rentabilidad**, y, por lo tanto, predisponiendo las condiciones fundamentales que impulsan estas decisiones de gasto.

Con respecto a la orientación de estas reformas, el impulso que genera la inversión empresarial sobre el crecimiento de la productividad debe ser amplificado por la mejora del capital humano y tecnológico.



Sobre el primero de estos aspectos, **las empresas necesitan mercados laborales eficientes y sistemas de bienestar que estén bien diseñados para garantizar, aún más, el progreso económico y social en general.** Asimismo, se ha de considerar que **el conjunto de las relaciones laborales está cambiando rápidamente con las nuevas formas de trabajo que surgen de la digitalización y la innovación en campos como la transición energética o la sostenibilidad, entre otros.**

El impulso de la reforma laboral debe mantenerse, en particular con la aprobación consensuada con los agentes sociales de medidas que tengan como objeto principal mejorar la eficiencia en los procesos de asignación que se producen en el mercado laboral, es decir, se debería simultáneamente facilitar la contratación, por parte de las empresas, de los necesarios efectivos laborales que se encuentren en disposición de ofrecer sus servicios a los niveles salariales correspondientes, satisfaciendo estos efectivos las necesidades del capital humano que requieren las empresas.

Para esta mejora del capital humano de la economía española, las reformas deberían incluir medidas que mejoraran la eficiencia de la inversión en educación y la mejora de las políticas activas de empleo. En el ámbito educativo, una vía factible para conseguir incrementar su eficiencia sería la **aplicación de fórmulas público-privadas, como las ya existentes en los regímenes de educación concertada.** También cabe destacar la importancia de **implementar medidas que eviten la «fuga de cerebros» para mantener el capital humano de calidad en España.**

Adicionalmente, **sería conveniente reformar parcialmente el sistema educativo para adaptarlo a las necesidades del mercado laboral y a los cambios tecnológicos, fomentando el aprendizaje a lo largo de la vida, la formación profesional y la educación digital.** El incremento de la oferta educativa en etapas posteriores como, por ejemplo, la formación de los trabajadores en activo, y el fomento de la formación continua de las personas serían, de igual forma, claves a la hora de mejorar la calidad del capital humano.

Nuestra elevada tasa de desempleo, así como su composición en cuanto a la predominancia de colectivos con bajo nivel de cualificación y mayores dificultades para encontrar un puesto de trabajo, el desempleo de larga duración, junto a la cada vez mayor falta de perfiles profesionales y el envejecimiento de la población, siguen constituyendo **obstáculos para aumentar la productividad y el potencial de crecimiento de la economía.**

De nuevo, **es fundamental fomentar la colaboración público-privada en el ámbito de la orientación, intermediación y la formación laboral.** El objetivo no es otro que disponer del capital humano y los perfiles profesionales que necesitan las empresas para consolidar un nuevo ciclo de inversión que se cimente sobre sólidas bases de mejoras en la productividad.

Por último, sobre este ámbito laboral, **se ha de destacar el aumento de la incertidumbre empresarial que se deriva de la futura política laboral dados los acuerdos firmados para la conformación del nuevo Gobierno. La propuesta de reducción de la jornada laboral máxima semanal, sin reducción salarial, así como el potencial aumento de otros costes laborales introducen un**



factor de presión adicional sobre los márgenes en un contexto económico de mantenimiento de elevados costes financieros, de las materias primas y otro tipo de insumos, así como por los producidos por una mayor presión fiscal. Tal y como estima BBVA Research (2023), en su informe de Situación España de noviembre de 2023, el impacto estimado de la propuesta de reducción de la jornada laboral sobre los costes laborales (+1,5% s. PIB) supondría un menor crecimiento de la actividad en dos años de 0,6 p.p. y del empleo de 0,8 p.p. en el mismo periodo, calculado sin la aplicación de medidas compensatorias.

Con respecto a los **efectos del capital tecnológico**, las **reformas estructurales** deberían orientarse hacia **el fomento de la inversión empresarial en innovación.** Estas medidas **tendrían impactos muy significativos sobre la economía** al introducir nuevas tecnologías que aumentan la eficiencia y la productividad de los factores, o la mejora de la competitividad empresarial en el mercado global al desarrollar empresas de mayor tamaño que ofrecen productos y servicios innovadores resultando mejor posicionadas para competir a nivel internacional.

Esto último, consecuentemente, puede conducir a un **aumento de las exportaciones y una mejora de nuestro saldo de las balanzas por cuenta corriente y de capital, así como de nuestra posición de inversión internacional deudora neta.** También propicia el **aumento de empleo gracias al desarrollo de nuevas industrias y servicios o a la expansión de los sectores existentes, generando empleo en áreas relacionadas con la investigación y desarrollo, así como con la producción y comercialización de nuevos productos y servicios.** Por otra parte, **la innovación puede conducir a mejoras significativas en la calidad de vida a través de avances en medicina, educación, sostenibilidad ambiental y otros campos.**

Algunas de las principales vías para conseguir un impulso a la innovación serían el **fomento y apoyo educativo en los ámbitos científico-tecnológicos, la creación de un entorno que estimule la investigación y la introducción de nuevas tecnologías, junto con el refuerzo de la protección de la propiedad intelectual para incentivar a las empresas a invertir en innovación, simplificando y agilizando los procesos de registro de patentes y derechos de autor.** De igual forma, respecto al marco fiscal, se podría contemplar la **mejora de incentivos fiscales específicos para empresas que inviertan en investigación y desarrollo (I+D) y, específicamente, para aquellas de menor dimensión** y que apuesten por la innovación como factor de diferenciación de su actividad en los mercados en los que operen. Por último, debido al alto riesgo que conllevan este tipo de proyectos, **resultan muy complicados de financiar con los instrumentos tradicionales y requieren del apoyo e incentivo para que las empresas de menor tamaño puedan acceder a cualquiera de las soluciones complementarias de recursos financieros como son las que proporcionan los «business angels», el capital riesgo o el «private equity».**

Referencias bibliográficas

ADRIAN, T y GASPAR, V. (2022): «Cómo puede ayudar la restricción fiscal a luchar contra la inflación», Fondo Monetario Internacional.



AGUILAR, P., GHIRELLI, C. y JIMÉNEZ-GARCÍA, B. (2023): «La evolución reciente de la inversión en España desde una perspectiva macroeconómica», *Boletín Económico*, 2023/T4, Artículo 03, Banco de España.

 <https://doi.org/10.53479/30649>

BBVA RESEARCH (2023): «Situación y perspectivas de la economía española», noviembre 2023.

DE LA FUENTE, A. y DOMÉNECH, R. (2023): «Renta per Cápita y Productividad en la OCDE de 1960 a 2022», *Documento de Trabajo*, 23/08, BBVA Research.

POSADA, D., URTASUN, A. y GONZÁLEZ, J. (2014): «Un análisis del comportamiento reciente de la inversión en equipo y sus determinantes», *Boletín Económico*, 06/2014, pp. 41-50, Banco de España.



Publicaciones del Instituto de Estudios Económicos

2023

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 79. Hay que crear un clima favorable a la empresa y a la inversión para garantizar el progreso de la economía española.

REVISTA DEL IEE. Noviembre. N.º 3/2023. La colaboración público-privada y su contribución a la eficiencia del gasto público en la provisión de servicios públicos.

REVISTA DEL IEE. Octubre. N.º 2/2023. La inversión en infraestructuras. El modelo concesional como palanca del crecimiento económico y social.

OPINION OF THE IEE. July. Good regulatory practices. A proposal for the Spanish electricity sector.

COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 78. La incertidumbre política aumenta el riesgo de desaceleración de la economía española.

COLECCIÓN INFORMES. Julio. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2023.

OPINIÓN DEL IEE. Junio. Buenas prácticas regulatorias. Una propuesta para el sector eléctrico español.

OPINIÓN DEL IEE. Mayo. La subida de las cotizaciones sociales. Análisis y consecuencias en la economía española.

OPINIÓN DEL IEE. Abril. La competitividad fiscal de las entidades locales y de las comunidades autónomas.

Factor determinante para su desempeño económico.

PUNTO DE VISTA. Marzo. Compromiso empresarial con la inversión: el rol de la empresa en la situación iberoamericana actual.

REVISTA DEL IEE. Enero. N.º 1/2023. El Impuesto sobre las Grandes Fortunas. Un análisis académico y doctrinal de su inconstitucionalidad.

COLECCIÓN INFORMES. Enero. La mejora de la calidad institucional del comercio en España: cuantificación de su impacto económico y social.

COLECCIÓN INFORMES. Enero. Competitividad fiscal 2022. España sigue perdiendo competitividad en el ámbito fiscal.

2022

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 77. La ralentización, principal riesgo de 2023.

REVISTA DEL IEE. Noviembre. N.º 4/2022. La unidad de mercado como reto pendiente para la libertad de empresa. Índice de Libertad Económica 2022.

OPINIÓN DEL IEE. Octubre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2023.

OPINIÓN DEL IEE. Octubre. Por una mejora de los incentivos fiscales a los planes de pensiones. Análisis comparado de la tributación actual del segundo y tercer pilar en Europa.

PUNTO DE VISTA. Octubre. Consolidar la recuperación. Aprovechar las oportunidades del crecimiento verde en América Latina.

COLECCIÓN INFORMES. Septiembre. Estudio preliminar sobre la adecuación a la Constitución y al Derecho Comunitario del gravamen temporal a entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito.

COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 76. La inflación y la incertidumbre frenan la recuperación de las empresas.

REVISTA DEL IEE. Julio. N.º 3/2022. La necesidad de garantizar la propiedad privada en España como condición para la mejora del mercado del alquiler. Índice Internacional de Derechos de Propiedad 2021.

REVISTA DEL IEE. Junio. N.º 2/2022. El impacto económico del sector de datos en España. Una propuesta de cuantificación.

INFORME IEE-CEIM. Abril. El crecimiento empresarial en la Comunidad de Madrid como factor de competitividad regional.

REVISTA DEL IEE. Marzo. N.º 1/2022. Por una mejora de la eficiencia del gasto público en España.

EDICIONES ESPECIALES. Febrero. Libro Blanco para la reforma fiscal en España. Una reflexión de 60 expertos para el diseño de un sistema fiscal competitivo y eficiente.

2021

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 75. Una coyuntura condicionada transitoriamente por la inflación.

COLECCIÓN INFORMES. Diciembre. Competitividad fiscal 2021. La competitividad fiscal como referencia obligada para la próxima reforma tributaria.



INFORME IEE-CEIM. Noviembre. El tamaño y el crecimiento empresarial en la Comunidad de Madrid como factor de competitividad regional.

OPINIÓN DEL IEE. Noviembre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2022.

COLECCIÓN ESTUDIOS. Octubre. El Programa de Pago a Proveedores como instrumento de inyección de liquidez a la empresa.

COLECCIÓN INFORMES. Septiembre. Empresa, igualdad de oportunidades y progreso social. Indicador IEE de Igualdad de Oportunidades.

COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 74. La recuperación de la economía española necesita de un clima empresarial favorable.

PUNTO DE VISTA. Junio. La situación actual y perspectivas de las inversiones energéticas y el sector eléctrico en América Latina.

REVISTA DEL IEE. Mayo. N.º 2/2021. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2021.

INFORME DE OPINIÓN. Abril. La competitividad fiscal de las comunidades autónomas. Condición necesaria para el desarrollo económico.

COLECCIÓN INFORMES. Marzo. La propiedad privada en España. La necesidad de reconocer los derechos de propiedad en materia de vivienda. Índice de Derecho de Propiedad 2020.

PUNTO DE VISTA. Enero. La situación actual de la economía en América Latina. Su incidencia sobre las empresas españolas.

REVISTA DEL IEE. Enero. N.º 1/2021. Adaptabilidad y flexibilidad para la recuperación económica.

2020

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 73. Más allá de los fondos europeos: la economía española necesita el impulso de las reformas estructurales.

INFORME IEE-FIAB. Diciembre. Impacto de la crisis del COVID-19 en la industria de alimentación y bebidas española.

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2021.

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Una propuesta de mejora para los incentivos fiscales a la I+D+i.

INFORME IEE-CEIM. Noviembre. La tributación del ahorro y su incidencia en la reactivación económica desde la perspectiva de la competitividad regional.

COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Competitividad fiscal 2020. ¿Por qué no se pueden subir más los impuestos en España?

INFORME IEE-ASCOM. Octubre. Estudio sobre la función de Compliance en las empresas españolas.

INFORME DE OPINIÓN. Agosto. El marco fiscal de los planes de pensiones. La necesidad de fomentar el ahorro para la jubilación.

COLECCIÓN INFORMES. Julio. Libertad económica y libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica España 2020.

COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 72. Crisis de la COVID-19 en la economía española: la recuperación no es posible sin confianza empresarial.

INFORME DE OPINIÓN. Junio. Impacto económico de las medidas adoptadas en el contexto de la presente crisis. Los casos de la financiación privada avalada y los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo.

INFORME DE OPINIÓN. Febrero. Eficiencia del gasto público. Medición y propuestas de mejora.

PUNTO DE VISTA. Enero. El Capitalismo. Cambio, evolución y progreso.

2019

COLECCIÓN INFORMES. Diciembre. La deuda pública en España. Implicaciones sobre la política económica.

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 71. Una política económica ortodoxa para revertir la desaceleración y reducir la incertidumbre.

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Las buenas prácticas regulatorias.

COLECCIÓN INFORMES. Noviembre. La propiedad privada en España. Índice de Derecho de Propiedad 2019.

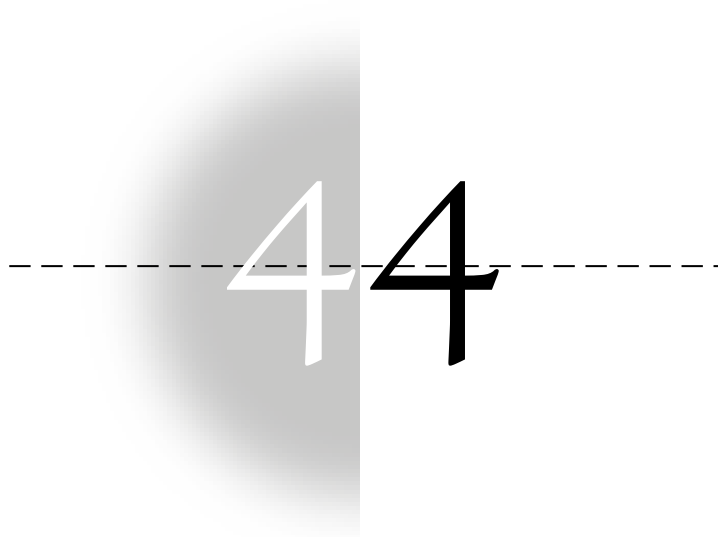
COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Índice de Competitividad Fiscal 2019.

COYUNTURA ECONÓMICA. Junio. N.º 70. A mayor inestabilidad política, más incertidumbre económica.

INFORME DE OPINIÓN. Febrero. Los Presupuestos Generales del Estado para el 2019.



INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS



años
*por la economía
de mercado*

El comportamiento de la economía mundial en 2023, en general, está siendo mejor de lo que se anticipaba a finales del pasado ejercicio. La actividad mostró una notable resiliencia y un mayor dinamismo, apoyada en la fortaleza del mercado laboral y de las ramas de servicios. Sin embargo, las señales de debilitamiento son cada vez más generalizadas, acusando muy intensamente el endurecimiento de la política monetaria, la debilidad del comercio mundial y un deterioro de la confianza de los agentes, en un entorno marcado por notables tensiones geopolíticas y elevada incertidumbre.

La economía española cerrará 2023 con un crecimiento medio del PIB del 2,3%. Aunque las previsiones para 2024 apuntan a un menor aumento, del 1,5%, la actividad irá ganando tracción durante este periodo. En un escenario central sin *shocks* adversos, es previsible que la inflación se reconduzca, no se produzcan más subidas de los tipos de interés y la economía mundial retome una senda de crecimiento más pronunciada.

Una de las variables que genera más dudas sobre su comportamiento futuro es la inversión empresarial. Pese a todos los retos en materia de digitalización y sostenibilidad que tienen que afrontar las empresas, los altos costes de los insumos, la incertidumbre política, las dificultades de que los fondos europeos lleguen a las empresas y el encarecimiento de las condiciones de financiación son factores que están limitando la iniciación de nuevos proyectos de inversión en el sector privado.

En este contexto, deben reorientarse las políticas económicas hacia el fomento y la reactivación de la inversión privada, puesto que estas son el mejor estímulo para el crecimiento de la productividad y la mejora de la competitividad de la economía española.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Tel.: 917 820 580

iee@ieemadrid.com

www.ieemadrid.es