

La ralentización, principal riesgo de 2023

COYUNTURA ECONÓMICA

N.º 77 - Diciembre 2022



La ralentización, principal riesgo 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 24 de noviembre de 2022, en la que participaron los principales expertos españoles en coyuntura económica, y con la intervención especial de José Ramón Díez Guijarro, Director de Economía y Mercados Internacionales. Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank; Juan Cerruti, Chief Economist y Group Vice President de Banco Santander; Concepción Sanz, Directora de Estudios de Banco Santander; y Antonio Merino, Director de Estudios de Repsol.

El Instituto de Estudios Económicos (IEE) agradece la colaboración, como autores principales, de los investigadores asociados Edita Pereira Omil, Paloma Blanco Ramos, Adrián González Martín y María del Carmen Vizcaya León, junto con Carlos Ruiz Fonseca, del Servicio de Estudios del IEE.

© 2022 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 2022

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	5
LA RALENTIZACIÓN, PRINCIPAL RIESGO DE 2023	13
1. Economía mundial: persistencia de inflaciones elevadas y señales de ralentización en el crecimiento mundial	13
1.1. Introducción. Elevada inflación y desaceleración de la economía mundial	13
1.2. La inflación más elevada en cuatro décadas	14
1.3. Agresivo endurecimiento de la política monetaria	16
1.4. Menor dinamismo de la economía mundial.....	17
1.5. Los organismos internacionales siguen recortando sus previsiones de crecimiento para 2023, mientras que las estimaciones de inflación se revisan al alza	19
1.6. Cierta moderación en los precios de las materias primas	21
2. Economía española: desaceleración ante el aumento de la incertidumbre	22
2.1. La actividad se desacelera en la segunda mitad del año	23
2.2. El mercado laboral registra una evolución favorable en 2022, pese a la elevada incertidumbre sobre la actividad económica	25
2.3. La elevada inflación condiciona las decisiones de familias y empresas, y provoca un endurecimiento de la política monetaria.....	28
2.4. Perspectivas y riesgos para la economía española	29
3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica	33
3.1. Por una política fiscal orientada a la consecución de la estabilidad macroeconómica y el ajuste de desequilibrios de las cuentas públicas	34
3.2. Más libertad económica y mejor unidad de mercado	36
3.2.1. Intervención estatal, control de precios y libre competencia.....	37
3.3. Productividad y competitividad empresarial como garantes del crecimiento futuro	41
3.3.1. Factores determinantes de la productividad empresarial y medidas por abordar para su mejora	41



Resumen Ejecutivo

1. Economía mundial: persistencia de inflaciones elevadas y señales de ralentización en el crecimiento mundial

La economía mundial sigue inmersa en un escenario marcado por una elevada incertidumbre, con altas tasas de inflación, más persistentes que lo estimado hace unos trimestres, y con señales de desaceleración económica generalizada, aunque, de momento, esta pérdida de dinamismo está siendo más moderada de lo que anticipaban los indicadores de confianza. No obstante, el riesgo de ir hacia una etapa de estanflación es cada vez mayor.

Para combatir la inflación los bancos centrales están endureciendo rápidamente sus políticas monetarias, con subidas muy agresivas de sus tipos de interés. Esta situación, que incrementa los costes de la financiación para hogares, empresas y gobiernos, junto con otros factores, como la propia inflación, las tensiones geopolíticas y las restricciones a la actividad en China, entre los más destacadas, han llevado a los principales organismos internacionales a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento para 2023 y al alza sus estimaciones de incrementos de precios.

La inflación se ha situado, en muchos países, en sus tasas más elevadas de los últimos 40 años, si bien ya muestra señales de moderación en Estados Unidos, con cinco meses de descensos. No obstante, todavía se situó en el 7,1% en noviembre. En la eurozona el dato avanzado de noviembre presenta el primer descenso, después de diecisiete meses al alza, y se sitúa en el 10%, el segundo valor más elevado de su serie histórica, tras los máximos de octubre.

Estas señales de cierta moderación, que pueden estar comenzando a visualizarse en la inflación general, contrastan con la evolución de la inflación subyacente, donde el aumento de los precios continúa generalizándose y extendiéndose a cada vez más sectores de las economías y donde se prevé que tarde aún varios meses en flexionar.

Por su parte, los bancos centrales se enfrentan a una situación compleja, ya que tienen que reaccionar ante dos *shocks* de oferta, la pandemia y la guerra en Ucrania, con las herramientas de que disponen, que están diseñadas para hacer frente a *shocks* de demanda, y con la incertidumbre sobre cuánto tiempo tardarán en conseguir los resultados que persiguen y los efectos que tendrán estas medidas sobre la actividad y el empleo.

Para contener la inflación, las autoridades monetarias han acelerado los procesos de normalización de sus políticas, con subidas continuadas e intensas de sus tipos de interés. Este



proceso ya se inició en los meses finales de 2021 en varias economías emergentes y se ha generalizado, aún más, durante el presente año, sobre todo a partir de los primeros movimientos de la Reserva Federal, de tal forma que **el porcentaje de bancos centrales que han subido sus tipos de interés está en máximos desde los años ochenta.**

Con las subidas de tipos de diciembre, la Reserva Federal ha situado sus tipos de interés en la banda entre el 4,25% y el 4,5%, el Banco de Inglaterra en el 3,5% y el Banco Central Europeo ha dejado su tipo de intervención en el 2,5%. **Los bancos centrales pretenden enviar una señal clara de que su principal propósito es reconducir la inflación hasta tasas próximas a sus objetivos.** Por estos motivos **se espera que el alza de los tipos continúe en las siguientes reuniones, si bien a un ritmo algo más moderado**, una vez que se aprecien señales de que los máximos en las tasas de inflación se pueden haber alcanzado, al tiempo que aumentan los riesgos de recesión en la economía. Los mercados están cotizando que los tipos llegarán hasta el entorno del 5% en Estados Unidos, también cerca del 5% en el Reino Unido y alrededor del 3% en la eurozona.

En cuanto a la evolución de la economía, hay que destacar que los resultados del tercer trimestre han presentado resultados mixtos, aunque, en general, han sorprendido positivamente, a pesar de que los índices PMI comenzaban a apuntar hacia una notable desaceleración de la actividad. En Estados Unidos el PIB aumentó un 0,7% trimestral, tras dos trimestres de contracción de la producción, mientras que en China también se volvió a crecimientos positivos en el tercer trimestre, tras las restricciones del segundo. Por su parte, en la eurozona se produjo una desaceleración hasta el 0,3% trimestral, si bien se evitó caer en las tasas negativas que se anticipaban hace unos meses. En contraste, en el Reino Unido sí se volvió al crecimiento negativo del -0,2% trimestral, mientras que en Japón también se produjo una contracción de la actividad del -0,3%.

Para el cuarto trimestre las señales de desaceleración son más nítidas, aunque, de nuevo, puede darse una ralentización menor que la esperada hace unos meses. El índice PMI global compuesto sigue a la baja, situándose en noviembre en 48 puntos, el valor mínimo desde junio de 2020, y siendo el cuarto mes consecutivo que permanece por debajo de los 50 puntos, apuntando a una contracción del crecimiento. De hecho, **en noviembre, los índices PMI compuesto de las principales economías mundiales se situaron en terreno contractivo, mostrando que la pérdida de dinamismo en la economía está generalizándose.**

En Estados Unidos destaca el buen comportamiento que aún mantiene su mercado laboral, que contrasta con el descenso de la tasa de ahorro de los hogares, que se ha situado en mínimos desde el año 2005. **En la eurozona, consumo e inversión están manteniendo el crecimiento, mientras que el sector exterior aporta negativamente**, acusando las tensiones energéticas derivadas de la invasión rusa a Ucrania. Mientras que **en China las preocupaciones se centran en las restricciones a la actividad**, derivadas de su política para contener la pandemia, **y los problemas que atraviesa su sector inmobiliario.**



En este contexto, **los principales organismos internacionales continúan revisando a la baja sus estimaciones de crecimiento para 2023**, y esperan que se produzca una recuperación suave en 2024. En cuanto a la evolución de los precios, **las previsiones de inflación se han retocado al alza, tanto para el presente año como para el próximo**. En concreto para la eurozona, se considera que sufrirá un aumento de la inflación, en 2022, del 8,5%, y que, en promedio de 2023, aún se mantendrá por encima del 6%. No obstante, hay que incidir en que todas estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre, con riesgos a la baja sobre el crecimiento.

Los temores ante el debilitamiento de la economía y a una menor demanda están contribuyendo a una moderación en el precio de las materias primas. No obstante, los niveles de precios se mantienen sensiblemente más elevados que los que había antes del inicio de la guerra en Ucrania.

Con el gas, se ha reducido sensiblemente el riesgo de que se produzcan problemas de suministro en Europa, impulsado por el ahorro en el consumo, la favorable climatología del otoño y el buen nivel de reservas existentes. **Así, el precio del gas en Europa, aunque se ha reducido sensiblemente frente a los máximos de finales de agosto, casi duplica al que había a finales de 2021** y multiplica por siete al que se dio entre 2018 y 2020.

El petróleo también presenta una tendencia a la baja en su precio, tras los máximos desde el año 2008 alcanzados el pasado mes de junio. **Las perspectivas de debilidad económica en China, Estados Unidos y Europa han aumentado la preocupación de los mercados**, mientras que la OPEP y la Agencia Internacional de la Energía están revisando a la baja sus expectativas sobre el crecimiento de la demanda.

Este debilitamiento del precio de las materias primas pudiera contribuir a que la inflación se modere a un ritmo algo más intenso que el que están descontando la mayor parte de las previsiones.

2. Economía española: desaceleración ante el aumento de la incertidumbre

La recuperación de la economía española a lo largo de 2022 se ha visto condicionada por algunos factores que ya venían manifestándose desde 2021, como **la escalada de la inflación o los problemas de suministro** y otros que han surgido a lo largo de este ejercicio, como las consecuencias del **estallido de la guerra en Ucrania** o el **cambio de política monetaria** en la última parte del año. Todo ello ha dado lugar a un contexto de mayor incertidumbre que ha terminado reflejándose en una desaceleración de la economía en la segunda mitad del año.

A pesar de todo ello, la economía española registrará, en 2022, un crecimiento del entorno del 4,5%, principalmente gracias al impulso del ahorro embalsado sobre el consumo y de la recuperación de la entrada de turistas internacionales. En general, se observa que, a pesar del aumento de la incertidumbre y del deterioro de las expectativas, la economía española está mostrando una evolución más positiva de lo que cabría esperar.



Tras registrar un crecimiento del -0,2% en el primer trimestre y un 1,5% en el segundo trimestre, **la economía española, en línea con lo previsto, registró un 0,2% de tasa intertrimestral en el tercer trimestre**, lo que supone una notable desaceleración respecto al promedio del primer semestre. **Se espera que la economía española muestre un comportamiento algo más desfavorable en el cuarto trimestre**, en línea con un contexto internacional más deteriorado.

El aumento de los precios energéticos y los problemas de suministro están impactando de forma más intensa a la actividad industrial. Las empresas manifiestan una caída de la entrada de pedidos, que se asocia con un menor consumo debido al aumento de la inflación. Los retrasos en los plazos de entrega continúan, aunque con menor intensidad, y los precios de las materias primas se desaceleran ligeramente, si bien los precios energéticos y de transporte siguen siendo elevados.

El sector servicios continúa recuperándose tras el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia. Las expectativas del sector continúan mejorando, tras la ligera desaceleración de agosto y septiembre, y las perspectivas para los próximos meses son positivas. **No obstante, tanto la inflación como la subida de los tipos de interés erosionarán la capacidad de consumo de las familias**, por lo que el gasto en servicios sufrirá cierta desaceleración los próximos meses.

Los últimos datos disponibles muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa recuperándose, situándose en octubre solo un 5% por debajo de los turistas de octubre de 2019, antes del comienzo de la pandemia. La favorable evolución de la entrada de turistas internacionales, junto con el aumento del turismo nacional, hace que el balance para el conjunto del año sea positivo, pudiendo superar las cifras de 2019, a pesar de que se espera cierta desaceleración en el cuarto trimestre.

Desde el punto de vista del sector exterior, se observa un notable crecimiento del déficit comercial, debido tanto al aumento del volumen de importaciones, que dobla al de las exportaciones, como al fuerte repunte de sus precios, que prácticamente se triplicaron frente al año anterior. En la misma línea, según los datos de la Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, **en los nueve primeros meses de 2022 el superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 1,4 miles de millones, frente a los 6,2 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior.** Este saldo se debió al notable deterioro del saldo de bienes y servicios no turísticos, que se ha visto compensado por el superávit en la balanza de servicios turísticos, en línea con la mejor evolución de los flujos turísticos este año.

En 2022 el mercado laboral está mostrando una gran resiliencia, con un comportamiento relativamente favorable, en un entorno de incertidumbre y en el que se han intensificado diversos factores que condicionan el crecimiento económico.

En la primera mitad del año la creación de empleo fue notable, a lo que contribuyó la recuperación del turismo, prolongando así, en buena parte, el dinamismo de la ocupación mostrado



en 2021. Sin embargo, **en la segunda parte del año, el crecimiento del empleo está perdiendo intensidad**, con tasas interanuales que ya se sitúan por debajo del 3%, en contraste con las tasas en torno al 5% registradas en el primer semestre. Aun así, esta desaceleración del empleo está siendo menos acusada que lo esperado hace unos meses. **En este contexto, la tasa de paro descendió en el segundo trimestre, pero ha repuntado en el tercero, hasta el 12,7%.**

El empleo ya supera los 20 millones de ocupados, por lo que, **en términos de personas, ya ha sobrepasado las cifras de 2019**, previas a la pandemia. Sin embargo, **las horas trabajadas** según Contabilidad Nacional todavía **no han alcanzado los niveles prepandemia**, y en el tercer trimestre son un 0,9% inferiores a las del último trimestre de 2019. En este sentido, hay que destacar que **el PIB continúa estando por debajo de los niveles previos al estallido de la pandemia**, en concreto es inferior en un 2%.

El mayor dinamismo del empleo en el sector privado, en comparación con el sector público en 2022, refleja que las empresas siguen esforzándose por mantener sus trabajadores, en un contexto de encarecimiento de sus costes de producción, de incertidumbre económica y de bajos niveles de confianza. El número de empresas inscritas en la Seguridad Social está frenando su ritmo de crecimiento y, en noviembre, **todavía hay casi 11.000 empresas menos que hace tres años.** Por otra parte, las empresas están soportando mayores **costes laborales unitarios** que hace unos años, de forma que en el tercer trimestre **son un 8,8% superiores a los de finales de 2019.** Al mismo tiempo, **los niveles de productividad por ocupado en el tercer trimestre están un 4,9% por debajo de los niveles previos a la pandemia.** Todo ello perjudica la **competitividad de las empresas.**

En 2022 se está produciendo una evolución desigual del empleo por sectores productivos. Todos ellos comparten una tendencia de desaceleración este año, aunque esta pérdida de impulso se produce a velocidad distinta. Así, en noviembre la afiliación a la Seguridad Social en los servicios, que son los responsables de más del 90% del empleo creado en lo que va de año, y en la construcción crece a un ritmo superior al 3% interanual. Mientras, en la industria lo hace por debajo del 2%, y la agricultura continúa perdiendo empleo. Además, hay que destacar que todavía queda en torno a un tercio de las ramas de actividad sin alcanzar los niveles de empleo efectivo previos a la pandemia.

El favorable comportamiento del empleo ha permitido que el paro registrado continúe disminuyendo en 2022, de forma que actualmente hay menos de 2,9 millones de desempleados. En octubre y noviembre el paro registrado ha descendido, pese a que, en estos meses, tradicionalmente, aumenta.

Durante la primera mitad de 2022 **la inflación continuó la senda de fuerte crecimiento iniciada en 2021 hasta alcanzar un máximo del 10,8% en el mes de julio**, su nivel más alto desde septiembre de 1984. **Desde entonces ha mostrado una senda de desaceleración** y se sitúa en el 6,8% en noviembre, según el indicador adelantado del INE.



Hay que tener en cuenta que gran parte del incremento de los precios que se observa en muchos componentes del IPC obedece a factores externos a la economía española, como las consecuencias del conflicto bélico y los problemas de suministro. El **encarecimiento de los productos energéticos** ha sido el principal elemento inflacionista hasta el mes de octubre, donde los alimentos se configuraron como el grupo con el incremento de precios más elevado.

Aunque parece que la inflación está comenzando a desacelerar, sigue siendo uno de los principales factores de preocupación en el momento actual, ya que su evolución está condicionando las decisiones de consumo e inversión de las familias y empresas, y está causando un significativo endurecimiento de la política monetaria. **Otro efecto preocupante, que podría derivarse de este aumento de la inflación, sería su traslación a salarios.**

Se espera que la media de la inflación de 2022 se sitúe cerca del 8,5%, cerrando el año en torno al 6%, y el promedio de la subyacente estará alrededor del 5%. No obstante, estas tensiones de precios deberían ir moderándose, de forma que, **para 2023, la inflación general podría situarse en torno al 3,9%, mientras que la subyacente se situaría en torno al 3,5%.** En cualquier caso, la incertidumbre sobre estas previsiones es muy elevada.

La economía española encara 2023 con una gran incertidumbre e inmersa en un proceso de estanflación caracterizado por un crecimiento bajo, en el entorno del 1%, y por una inflación que, si bien no va a repetir los registros de 2022, sí va a seguir siendo superior al objetivo de inflación del BCE (2%).

En ausencia de un *shock* externo, y teniendo en cuenta que todavía no se han recuperado los niveles de PIB precrisis, la economía española podría crecer en 2023 por encima de la media de la eurozona debido a una serie de factores. **Uno de ellos es el menor impacto del *shock* energético frente a otras economías de la eurozona.**

Otro de los factores es la situación del mercado inmobiliario, que está menos tensionado que la media europea, puesto que el *boom* inmobiliario se ha producido más tarde y no tiene burbuja de precios, como sí ocurre en otras economías. Además, la situación financiera de las familias es mejor que en la crisis de 2008 y, aunque el endeudamiento en tipo variable supone alrededor del 75% del *stock* de deuda, la mayor parte lo constituyen créditos hipotecarios que ya tienen varios años, por lo que el peso de los intereses en las cuotas mensuales es menor. Mientras que en el crédito concedido más recientemente, donde sería más acusado el aumento del coste de la financiación, el peso de las hipotecas a tipo fijo es mayoritario.

La resistencia del mercado laboral a la moderación de la actividad es uno de los rasgos que merece la pena destacar y es indicativo del esfuerzo que están llevando a cabo las empresas españolas para mantener el empleo. La tasa de paro española se mantiene cerca de los mínimos de 2008 y los contratos indefinidos crecen con fuerza. El IEE prevé que los ocupados en términos de Contabilidad Nacional crezcan, en el conjunto de 2023, un 0,3%, frente al 3,8% de 2022. Mientras, la tasa de paro seguirá bajando en 2022, hasta el 13,1% y en 2023 aumentará cuatro décimas, hasta el 13,5%, ante la menor creación de puestos de trabajo prevista.



Dados los retrasos acumulados en 2021 y 2022 en la ejecución de los fondos europeos y la aceleración de convocatorias a partir de septiembre del presente ejercicio, se espera que estos recursos tengan un impacto más significativo en la economía española en 2023.

En este contexto, hay riesgos a la baja que son todavía difíciles de medir dada la incertidumbre existente sobre cuestiones clave, como pueden ser el tiempo que van a tardar en ser efectivas las medidas de política monetaria sobre la inflación, el papel que puede jugar la política fiscal y presupuestaria, el comportamiento del mercado laboral, la resistencia del tejido productivo ante una subida de costes sin precedentes y la intensidad de las tensiones geopolíticas y su duración.

Uno de los riesgos más importantes, de cara a 2023, es el impacto de los tipos de interés en las familias y las empresas, que todavía es moderado y se superpone a otros *shocks*. También cabe señalar la posible persistencia de la inflación en niveles elevados, que puede concentrarse en el componente subyacente y estabilizarse en esos niveles si hay efectos de segunda ronda de los salarios.

Otro de los riesgos es la situación de las finanzas públicas, con un *mix* caracterizado por una política fiscal basada en una creciente presión fiscal, y otra presupuestaria, determinada por un significativo aumento de los gastos corrientes. Además, **hay que tener en cuenta la propuesta de la Comisión Europea de un nuevo marco fiscal** basado en un contexto de vigilancia de la UE transparente, que distinga entre países. En general, los cambios propuestos se relacionan con la simplificación de los requisitos, así como con una mayor flexibilidad en la senda de reducción para que esta sea asequible y realista, en función de la situación de cada Estado miembro. Eso sí, aumentando, al mismo tiempo, los incentivos para su verdadero cumplimiento, a través de una mayor monitorización y con un régimen de sanciones de menor cuantía económica.



3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica

La economía española se enfrenta a un escenario complejo desde el punto de vista de la **adopción de medidas eficaces que compensen los efectos negativos de la inflación, sin que se resientan los niveles de la actividad económica y del empleo.** En este contexto, **la autoridad monetaria** en Europa está adoptando un conjunto de **medidas tendentes a asegurar la convergencia de la variación de los precios con el objetivo marcado en el medio plazo**, vigilando, asimismo, que no se produzcan episodios de inestabilidad asociados a una potencial fragmentación de los mercados financieros en la UEM. La consecuencia directa de la adopción de medidas está siendo el endurecimiento súbito de las condiciones de financiación que afectan a familias, empresas y al sector público.

La coordinación con este tipo de actuaciones y el alineamiento con estos objetivos deberían marcar el sesgo del resto de las actuaciones de la política económica, fundamentalmente

aquellas que competen al **ámbito presupuestario**. **La necesidad de planificar un proceso de ajuste presupuestario a través de un plan plurianual que consolide nuestras finanzas públicas, reduciendo nuestro déficit estructural**, debe compaginarse con la introducción de medidas de apoyo con carácter temporal dirigidas a los colectivos más vulnerables y con la ejecución de las inversiones necesarias asociadas a los fondos europeos. **Este plan presupuestario debe estar orientado hacia la consecución de una mejora de la eficiencia del gasto público**, en especial sobre aquellas partidas que mayor contribución puedan tener sobre el crecimiento económico a largo plazo.

Por último, **es necesario reforzar todos aquellos mecanismos que mejoran las condiciones del entorno en el que operan las empresas**. Factores como la mejora de la regulación, la reducción de las cargas administrativas, la unidad de mercado, así como el crecimiento empresarial son determinantes del aumento de la productividad total de los factores. **Estas acciones, unidas a los efectos positivos que tienen el anuncio y la adopción de reformas estructurales que impulsan el crecimiento potencial de la economía**, son factores decisivos para que, en periodos de crisis de oferta como el actual, **los mercados de factores y productos puedan responder de forma más flexible y dinámica ante estas contingencias**, minimizando las pérdidas de renta y permitiendo una **salida ágil de cualquier situación de contracción de la actividad y de pérdida de bienestar que pueda generarse**.

Palabras clave: estanflación, desaceleración, inflación, política monetaria, tipos de interés, riesgos, palancas de crecimiento, incertidumbre, resiliencia, empleo, costes laborales, déficit público, reglas fiscales, efectos de segunda ronda, ajuste presupuestario, eficiencia del gasto público, reformas estructurales.



La ralentización, principal riesgo de 2023

1. Economía mundial: persistencia de inflaciones elevadas y señales de ralentización en el crecimiento mundial

1.1. Introducción. Elevada inflación y desaceleración de la economía mundial

La economía mundial se enfrenta a **un escenario de elevada incertidumbre**, con el **riesgo de volver a episodios de estanflación** que no se producían desde la crisis del petróleo de los años setenta. **La inflación persiste en tasas muy elevadas**, en máximos de hace más de cuarenta años en muchos países, y la moderación de los precios requerirá de bastante más tiempo que lo estimado hace unos trimestres, cuando se proclamaba el carácter transitorio de la inflación. Ante esta situación, **los bancos centrales han reaccionado acelerando la normalización de sus políticas monetarias, con subidas muy agresivas de sus tipos de interés**, las más intensas de las últimas décadas. Su finalidad es evitar que se desanclen las expectativas de inflación de medio y largo plazo, y favorecer que el alza de los precios converja con las tasas que las autoridades monetarias tienen fijadas como objetivo.

En paralelo, se está produciendo una desaceleración de la economía mundial. Entre los factores que determinan esta pérdida de dinamismo se encuentran, por un lado, el **incremento de los costes de la financiación**, consecuencia del aumento de los tipos de interés, que afectará al consumo y a la inversión, tanto públicos como privados. Por otro lado, **está la propia inflación, que se está extendiendo a la mayor parte de los sectores económicos y afectará a la renta disponible real de los hogares.** Otros factores son las **tensiones geopolíticas**, en particular las derivadas de la guerra en Ucrania, que tienen impacto sobre los precios de las materias primas y que, en Europa, además, limitan el acceso al gas, lo que podría traducirse en ciertas restricciones a la actividad, en función de la crudeza del invierno. Además, hay que **añadir la situación en China que, con su política de COVID cero y los confinamientos que se están produciendo**, restringe la actividad y la producción de determinados bienes, lo que, a su vez, tiene efectos sobre las cadenas de suministros globales. **Todo ello se está traduciendo en un retroceso de los índices PMI**, que en los últimos meses se han situado por debajo de los 50 puntos en muchos países, apuntando hacia una contracción de la actividad en la parte final del año.

En este contexto, **los principales organismos internacionales están revisando sus previsiones de crecimiento a la baja para el año 2023**, con aumentos del PIB muy discretos en Estados Unidos y en la eurozona, **y al alza sus estimaciones de inflación, que permanecerán elevadas, principalmente en Europa.** Las perspectivas son de una posible recesión técnica, entre el cuarto trimestre del presente año y el inicio del próximo en Europa y algo más tarde en Estados Unidos, para, posteriormente, volver a la senda de crecimiento moderado. No obstante, **las**



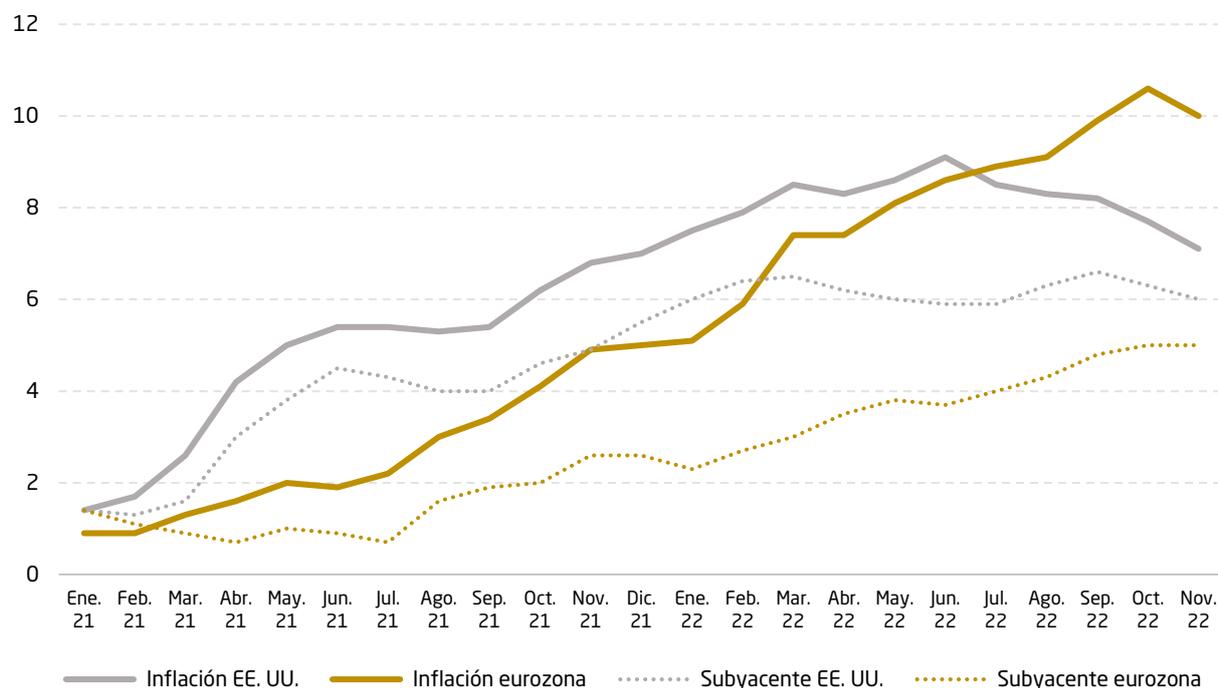
dudas se centran en si las medidas que están tomando los bancos centrales son suficientes para reconducir la inflación, si será necesario aplicar medidas adicionales y también sobre la intensidad de los efectos de estas actuaciones sobre la actividad y el empleo, así como el decaje con el que se materializarán estos efectos.

1.2. La inflación más elevada en cuatro décadas

El aumento de la inflación, que ya se inició en la parte final de 2021, se ha intensificado notablemente durante el presente año, alcanzándose en muchos países, principalmente en Estados Unidos y en Europa, los registros más elevados de las últimas cuatro décadas. En Estados Unidos, donde las presiones inflacionistas se dejaron sentir antes que en la UE, ya se aprecian señales de moderación, con cinco meses de descensos, hasta situarse en el 7,1% en noviembre. Por su parte, en dicho mes, en el Reino Unido la inflación llegó al 11,1%, su tasa más elevada desde 1981, mientras que, en la eurozona, el indicador adelantado de noviembre recoge el primer descenso tras diecisiete meses de subidas, aunque aún se sitúa en el 10%, el segundo valor más alto de su serie histórica, tras el máximo de octubre.

GRÁFICO 1

Evolución de la inflación en la eurozona y en Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de Eurostat y del Bureau of Labor Statistics.

En este incremento de los precios están confluyendo una serie de factores muy variados, con sensibles diferencias entre regiones. Por un lado, están los desajustes entre oferta y demanda posteriores a la pandemia, que derivaron en cuellos de botella y problemas de suministros de

determinados bienes. Esta situación está tardando en resolverse más de lo esperado, aunque ya se aprecian claras señales de mejoría, que se reflejan, entre otros indicadores, en una sensible contención en el precio de los transportes marítimos.

Los desajustes se vieron acrecentados por la fortaleza de la demanda, impulsada por políticas fiscales y monetarias muy expansivas, tanto en la etapa anterior a la crisis como durante la misma. Esto también está cambiando, principalmente en lo relativo a la política monetaria, con sensibles aumentos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales.

Por otro lado, **las restricciones de la pandemia redujeron la inversión y la producción de bienes y servicios y esta menor oferta está tardando más tiempo del estimado en normalizarse.** Las limitaciones a la actividad en China, con su política de COVID cero, y los problemas derivados de la guerra en Ucrania hacen que en determinados bienes las tensiones sobre los precios continúen.

En esta misma línea, **otro factor ha sido el considerable aumento de las cotizaciones de muchas materias primas, destacando los alimentos y sobre todo la energía,** particularmente el gas en Europa, acrecentados tras la invasión rusa de Ucrania y las sanciones impuestas posteriormente, con efectos sobre las relaciones comerciales. También aquí se observa moderación en los últimos meses, aunque se mantienen niveles de precios muy superiores a los previos a la pandemia.

A estos factores, que tienen un cierto componente coyuntural, **hay que unir otros más estructurales, como la transición energética hacia energías menos contaminantes** que, dependiendo de la velocidad a la que se lleve a cabo, ejercerá una presión más o menos intensa sobre los precios de algunas materias primas necesarias para dicha transición. **Además, está el comportamiento de los mercados de trabajo, con la aparente renuncia de parte de la fuerza laboral en algunos países,** situación que coincide con tasas de paro en niveles mínimos y dificultades para cubrir las vacantes existentes. Esto se traduce en mayores presiones salariales, con posibles efectos de segunda ronda, que dificultarían y dilatarían en el tiempo la vuelta de la inflación hasta los niveles que persiguen los bancos centrales.

Se espera que la inflación siga moderándose, por la contención de algunos de los factores que la impulsaron y por el efecto base, que será más notable a partir de los próximos meses. No obstante, aún se mantienen muchas incertidumbres. Entre ellas, la duración de la guerra y sus consecuencias, con los cambios que se están produciendo en las relaciones comerciales, que pueden fragmentarse por bloques geopolíticos, lo que restaría competitividad a la economía mundial y presionaría los precios de determinados bienes.

Los máximos que pueden haberse alcanzado en la inflación general contrastan con la evolución de la inflación subyacente, excluyendo, en este caso, la energía, así como los alimentos, el alcohol y el tabaco. **El aumento de los precios continúa generalizándose y extendiéndose a cada vez más sectores de las economías y se prevé que tarde aún varios meses en flexionar.**



1.3. Agresivo endurecimiento de la política monetaria

En este contexto, **los bancos centrales se enfrentan a una situación compleja, ya que tienen que reaccionar ante dos *shocks* de oferta**, la pandemia y la guerra en Ucrania, **con las herramientas de que disponen, que están diseñadas para hacer frente a *shocks* de demanda**, y con la incertidumbre sobre cuánto tiempo tardarán en conseguir los resultados que persiguen y los efectos que tendrán estas medidas sobre la actividad y el empleo.

La persistencia de la inflación en tasas elevadas y la extensión a cada vez más sectores de las economías **ha acelerado los procesos de normalización de las políticas monetarias por parte de los bancos centrales**, con subidas continuadas e intensas de sus tipos de interés. Este proceso ya se inició en los meses finales de 2021 en varias economías emergentes, y la situación se ha generalizado aún más durante el presente año, sobre todo a partir de los primeros movimientos de la Reserva Federal, de tal forma que **el porcentaje de bancos centrales que han subido sus tipos de interés está en máximos desde los años ochenta**.

De entre los principales bancos centrales, el primero en subir sus tipos de interés fue el Banco de Inglaterra, que comenzó en diciembre de 2021. Sin embargo, **el más agresivo ha sido la Reserva Federal que, entre marzo y diciembre, ha aumentado sus tipos en 425 puntos básicos**, con siete subidas consecutivas, siendo cuatro de ellas de 75 puntos básicos cada una, el ritmo más intenso desde la década de los ochenta. Además, la Fed también ha comenzado a reducir su balance, aunque a un ritmo moderado. Por su parte, **el BCE ha sido el que más ha tardado en subir sus tipos de interés**. La inflación en la eurozona está condicionada, principalmente, por problemas de oferta, a diferencia de Estados Unidos donde también hay componentes de demanda. Esto ha retrasado la decisión del BCE de endurecer su política monetaria, **aunque, una vez que ha empezado, lo está haciendo al ritmo más intenso de su historia**, con aumentos de 250 puntos básicos en el agregado de las cuatro últimas reuniones. Así, tras las subidas de diciembre, la Reserva Federal ha situado sus tipos de interés en la banda entre el 4,25% y el 4,5%, el Banco de Inglaterra en el 3,5% y el Banco Central Europeo ha dejado su tipo de intervención en el 2,5%. La mayor intensidad de la Fed al aumentar sus tipos de interés, así como la incertidumbre existente, han llevado a una **notable apreciación del dólar frente a la mayor parte de las divisas**, situándose, a finales de octubre, en máximos de más de veinte años frente a la libra, el euro o el yen, entre otras.

Con estas subidas, los bancos centrales pretenden enviar una señal clara de que, en estos momentos, su principal objetivo es reconducir la inflación hasta tasas próximas a sus objetivos. Por estos motivos se espera que **el alza de los tipos continúe en las siguientes reuniones, si bien a un ritmo algo más moderado**, una vez que se aprecian ciertas señales de que los máximos de inflación se pueden haber alcanzado, al tiempo que aumentan los riesgos de recesión en la economía. Los mercados están cotizando que los tipos llegarán hasta el entorno del 5% en Estados Unidos, también cerca del 5% en el Reino Unido y alrededor del 3% en la eurozona.

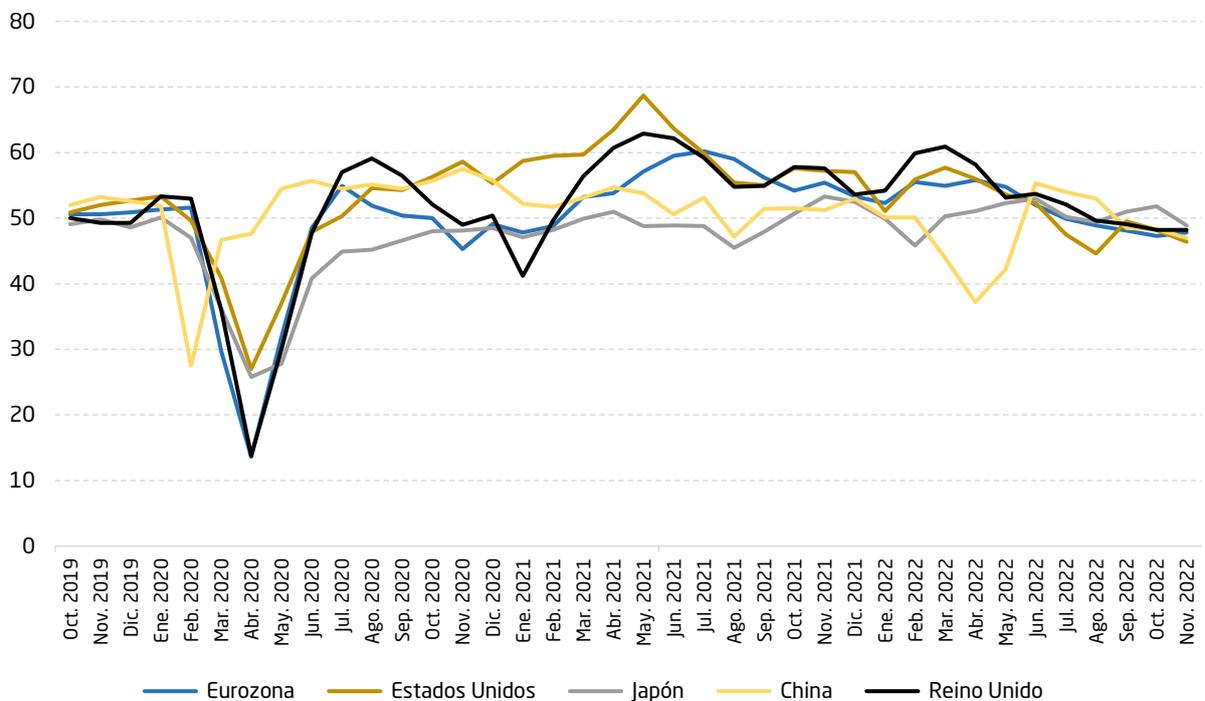


1.4. Menor dinamismo de la economía mundial

Los resultados del tercer trimestre han presentado resultados mixtos en la economía global, aunque, en general, han sorprendido positivamente, a pesar de que los índices PMI comenzaban a apuntar a una notable desaceleración de la actividad. **En Estados Unidos el PIB aumentó un 0,7% trimestral**, tras dos trimestres de contracción de la producción, mientras que **en China también se volvió a crecimientos positivos** en el tercer trimestre, tras las restricciones del segundo. Por su parte, **en la eurozona se produjo una desaceleración hasta el 0,3% trimestral, si bien se evitó caer en las tasas negativas** que se anticipaban hace unos meses. **En contraste, en el Reino Unido sí se volvió al crecimiento negativo del -0,2% trimestral, mientras que en Japón también se produjo una contracción de la actividad, hasta el -0,3%**, tras el rebote del segundo trimestre donde se benefició de la relajación de las restricciones aplicadas en la pandemia.

Para el cuarto trimestre las señales de desaceleración son más nítidas, aunque, de nuevo, puede darse una ralentización menor que la esperada hace unos meses. **El índice PMI global compuesto sigue a la baja**, situándose, en noviembre, en 48 puntos, el valor mínimo desde junio de 2020, y siendo **el cuarto mes consecutivo que permanece por debajo de los 50 puntos, apuntando a una contracción del crecimiento**. De hecho, en noviembre, los índices PMI compuesto de las principales economías mundiales se situaron en terreno contractivo, mostrando que **la pérdida de dinamismo en la economía está generalizándose**.

GRÁFICO 2
Índice PMI Compuesto



Fuente: Markit Economics.



En Estados Unidos el comportamiento del mercado laboral sigue siendo bueno, con una creación de 263.000 empleos no agrícolas en noviembre, en línea con el promedio de los tres meses anteriores (282.000), aunque presenta una clara desaceleración frente a la primera mitad del año. De este modo, registra veintitrés meses de creación neta de empleo, mientras que la tasa de paro se mantuvo en el 3,7%, muy próxima a los mínimos del 3,5% previos a la pandemia. **Esta robustez del mercado de trabajo se deja sentir en el aumento de los salarios** del 5,1% en noviembre, **lo que preocupa a la Fed, debido a que se puede estar dando una espiral precios-salarios que dificulte la moderación de la inflación**. Por otro lado, el alza de los precios y el aumento de los tipos de interés se prevé que puedan afectar negativamente al consumo y a la inversión en los próximos meses, por el encarecimiento de la financiación y por el descenso del ahorro. En este sentido, **la tasa de ahorro de los hogares ha seguido a la baja en octubre, hasta tan solo el 3,2%, el nivel mínimo desde 2005**, por lo que las familias tienen poco margen para seguir sosteniendo el consumo, máxime en el contexto actual de elevadas inflaciones.

En la eurozona, el aumento del PIB se ha apoyado en la fortaleza del consumo y de la inversión, sustentados por el buen comportamiento que también presenta el mercado de trabajo y por la contribución de los fondos europeos. **Por el contrario, el sector exterior ha tenido una aportación negativa al crecimiento**, tanto en la eurozona como en el conjunto de la Unión Europea, afectado por los impactos de la guerra en el comercio, principalmente en los mercados energéticos. Aunque, de momento, parece poco probable que se produzcan restricciones a la actividad por falta de gas, el endurecimiento financiero y las presiones inflacionistas restarán poder adquisitivo a las familias y dificultarán las inversiones de las empresas, por lo que **se espera que el crecimiento se resienta en los próximos meses**.

En China, tras el rebote del tercer trimestre por la relajación de las restricciones, un nuevo aumento de contagios puede volver a dañar la economía, a pesar del anuncio de las autoridades de una cierta relajación en su política de COVID cero. **El enfriamiento de la economía china responde también a las tensiones en su mercado inmobiliario**, que ha sido uno de los motores de su crecimiento, **y con el consiguiente riesgo de que los problemas se puedan extender a su sistema financiero**, a través de las hipotecas. Ante esta situación, el gobierno ha aprobado fondos para los gobiernos locales con el objetivo de que puedan apoyar la actividad, mientras que el banco central chino rebajó en agosto los tipos de interés desde el 3,7% al 3,65%, en contraste con la gran mayoría de bancos centrales, al tiempo que ha reducido las reservas para facilitar el crédito a familias y empresas. **A pesar de todo ello, se prevé que el crecimiento del PIB chino sea el menor en cuarenta años, con la excepción de 2020**.

En el Reino Unido el panorama económico también presenta complicaciones. La inflación continúa en niveles muy elevados, por lo que los tipos de interés seguirán al alza en próximas reuniones del Banco de Inglaterra. Esta situación afectará a la renta real de familias y empresas. **A los problemas derivados del Brexit, se unieron las tensiones en los mercados financieros que se produjeron tras los anuncios de la ex primera ministra, Liz Truss, de fuertes rebajas fiscales, que conllevarían notables incrementos de la deuda**. La situación, de acusado desajuste entre políticas monetarias y fiscales, derivó en un desplome de la libra y en la intervención



del propio Banco de Inglaterra para sostener la divisa. **Estas tensiones se han calmado con el plan económico del nuevo primer ministro, Rishi Sunak, que ha revertido estas medidas.** No obstante, **el propio Banco de Inglaterra espera que la economía británica presente una caída del PIB en la segunda parte de 2022 y durante el próximo año.**

1.5. Los organismos internacionales siguen recortando sus previsiones de crecimiento para 2023, mientras que las estimaciones de inflación se revisan al alza

En este contexto, de elevadas inflaciones y desaceleración de la economía, **los principales organismos internacionales siguen revisando a la baja sus estimaciones de crecimiento para 2023**, al tiempo que las sorpresas positivas que se han producido han llevado a actualizar al alza los resultados esperados para el presente año. Así, el crecimiento mundial se situará entre el 3,1% y el 3,2% en 2022, casi la mitad que el año anterior, y continuará a la baja en 2023, hasta el intervalo entre el 2,7% que estima el FMI y el 2,2% que señala la OCDE. **Posteriormente se prevé una recuperación suave para 2024**, donde el PIB mundial aumentará a tasas de entre el 2,7% y el 3,1%, algo más que en 2023, pero en valores similares o incluso inferiores a los del presente año.

Los elevados precios de la energía han llevado a que, según el último informe de la OCDE, el gasto en energía se sitúe en el 17,7% del PIB, niveles máximos, equiparables a los de la segunda crisis del petróleo, que se produjo en los años ochenta. Por ello, los altos niveles de inflación y el aumento de los tipos de interés derivarán en un **menor crecimiento real de los ingresos de los hogares y una disminución de la confianza de los agentes económicos.** La **desaceleración será mayor en Estados Unidos y en Europa**, mientras que **los mercados emergentes asiáticos podrían concentrar tres cuartas partes del crecimiento mundial en 2023.** Por otro lado, **también aumentarán las vulnerabilidades financieras de muchos países**, con riesgo de sobreendeudamiento en las economías de ingresos más bajos y dificultades para acceder a determinados bienes alimenticios.

En cuanto a la evolución de los precios, la persistencia de la inflación en tasas elevadas y la generalización a cada vez más países ha llevado a los organismos internacionales a **revisar al alza sus estimaciones tanto para 2022 como para 2023.** De hecho, en la eurozona se situarán, en promedio, alrededor del 8,5% durante el presente año, y aún se mantendrán, en media, por encima del 6% durante el próximo. **Europa es, sin duda, la región más afectada por el aumento de los precios de la energía** y las dificultades en el acceso a la misma, particularmente al gas.

Una simulación de la OCDE en la que persiste la escasez de gas en Europa, lo que, a su vez, **podría afectar a los precios mundiales del propio gas, de los fertilizantes y del petróleo**, así como reducir la confianza y endurecer las condiciones financieras, **conllevaría un descenso de -0,5 puntos en el PIB mundial en 2023, frente al escenario base.** En el conjunto de los países europeos pertenecientes a la OCDE, los efectos negativos sobre el crecimiento serían sensiblemente más acusados, en concreto de -1,4 puntos sobre el escenario base. **Por su parte, los**



efectos sobre la inflación también serían notables, de 0,7 puntos a nivel mundial y de 1,3 puntos en Europa. Estos impactos también se extenderían a 2024, aunque algo más moderadamente, restando -0,2 puntos al crecimiento mundial y -0,8 puntos al de Europa, mientras que la inflación añadiría 0,4 puntos a nivel global y 0,9 puntos en el promedio de los países europeos pertenecientes a la OCDE.

CUADRO 1

Previsiones del FMI (octubre 2022), de la Comisión Europea (noviembre 2022) y de la OCDE (noviembre 2022)

PIB (variación interanual)

	FMI			Comisión Europea			OCDE		
	2021	2022	2023	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Crecimiento mundial	6,0	3,2	2,7	3,1	2,5	3,1	3,1	2,2	2,7
Estados Unidos	5,7	1,6	1,0	1,8	0,7	1,7	1,8	0,5	1,0
Japón	1,7	1,7	1,6	1,7	1,6	1,2	1,6	1,8	0,9
Eurozona	5,2	3,1	0,5	3,2	0,3	1,5	3,3	0,5	1,4
Alemania	2,6	1,5	-0,3	1,6	-0,6	1,4	1,8	-0,3	1,5
Francia	6,8	2,5	0,7	2,6	0,4	1,5	2,6	0,6	1,2
España	5,1	4,3	1,2	4,5	1,0	2,0	4,7	1,3	1,7
Italia	6,6	3,2	-0,2	3,8	0,3	1,1	3,7	0,2	1,0
Reino Unido	7,4	3,6	0,3	4,2	-0,9	0,9	4,4	-0,4	0,2
China	8,1	3,2	4,4	3,4	4,5	4,7	3,3	4,6	4,1
India	8,7	6,8	6,1				6,6	5,7	6,9
Brasil	4,6	2,8	1,0				2,8	1,2	1,4
México	4,8	2,1	1,2				2,5	1,6	2,1
Economías avanzadas	5,2	2,4	1,1						
Economías emergentes	6,6	3,7	3,7						
Comercio mundial	10,1	4,3	2,5				5,4	2,9	3,8

Fuente: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Hay que destacar que todas estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre, con riesgos a la baja sobre el crecimiento. Se desconoce la duración de la guerra en Ucrania y el alcance de los efectos que puedan derivarse de la misma. Tampoco se sabe si se producirán nuevos brotes del COVID, ni las restricciones que pudieran darse, con especial preocupación en China. Por otro lado, el endurecimiento de las políticas monetarias aumentará la vulnerabilidad financiera de muchos países, principalmente en algunas economías emergentes, donde



puede haber tensiones cambiarias y dificultades para la captación de capitales. También el incremento de los precios a nivel global, particularmente en las materias primas energéticas y alimenticias, podría derivar en tensiones sociales en los países de menores rentas.

1.6. Cierta moderación en los precios de las materias primas

Los temores ante el debilitamiento de la economía y, con ello, a una menor demanda de determinadas materias primas está contribuyendo a una moderación en el precio de muchas de ellas. No obstante, los niveles de precios se mantienen notablemente más elevados que los que había antes del inicio de la guerra en Ucrania.

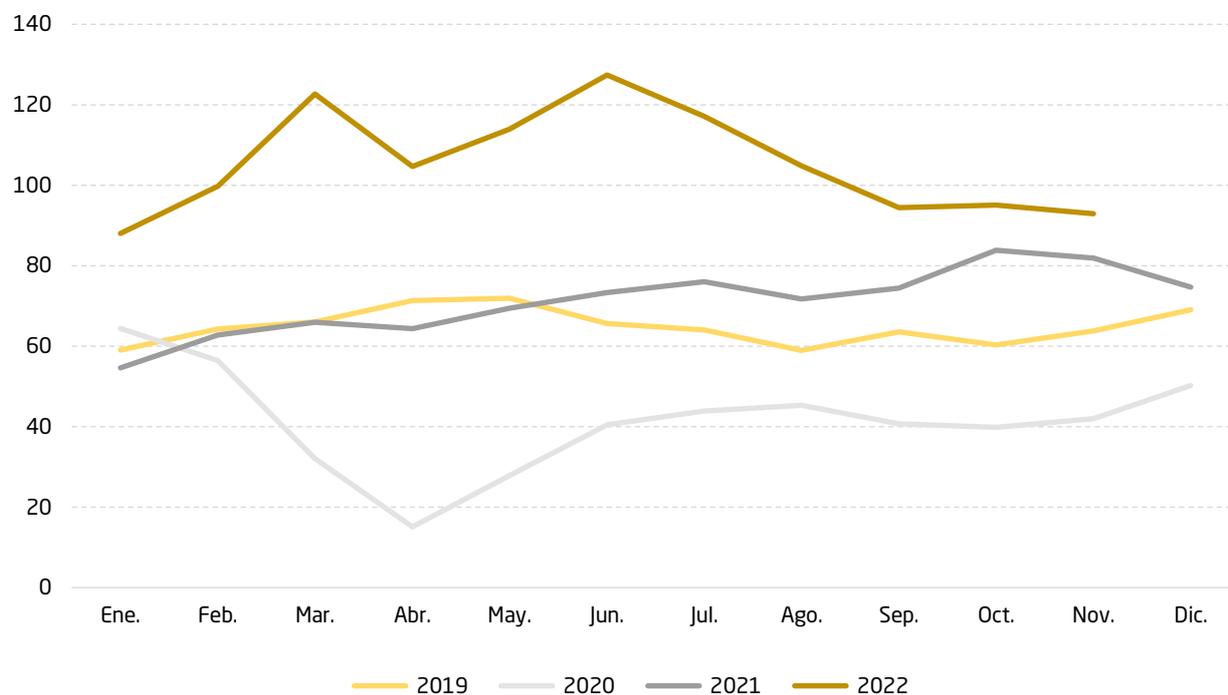
En cuanto al gas, se ha reducido sensiblemente el riesgo de que se produzcan problemas de suministro en Europa. Entre los factores que explican esta situación **destacan el ahorro en el consumo de gas**, que está siendo un 10,2% inferior al de 2021 y un 7,6% menor que el del promedio histórico; también la **favorable climatología del otoño** y el **buen nivel de reservas existentes**, situadas en el 95% a finales del mes de octubre. Estas menores tensiones han permitido que **el precio del gas TTF, que es el de referencia en el mercado europeo, se haya reducido significativamente** desde sus máximos de finales de agosto, donde alcanzó picos de 340 euros/MWh, hasta su cotización actual que fluctúa alrededor de los 140 euros/MWh. Aun así, **estos precios casi duplican a los que había a finales de 2021 y multiplican por siete a los que se dieron entre 2018 y 2020.** En contraste, el precio del gas, en Estados Unidos, se ha mantenido relativamente estable durante 2022 y presenta un coste muy inferior, aproximadamente de la quinta parte del europeo.

El petróleo también presenta una tendencia a la baja en su precio, tras los máximos desde el año 2008 alcanzados el pasado mes de junio. Las perspectivas de debilidad económica en China, Estados Unidos y Europa han aumentado la preocupación de los mercados, mientras que la OPEP y la Agencia Internacional de la Energía están revisando a la baja sus expectativas sobre el crecimiento de la demanda. Además, **en los primeros días de diciembre han entrado en vigor el embargo europeo al petróleo ruso y el tope al precio de dicho crudo** impuesto por el G-7 en un máximo de 60 \$/barril. Así, **la cotización del Brent ha seguido a la baja, situándose alrededor de los 80 \$/barril que, aunque es notablemente inferior al precio de los meses precedentes, sigue estando por encima de la media histórica de los últimos años.**

Por otro lado, **los metales**, como el oro, el aluminio y el cobre, **tras los precios máximos alcanzados entre abril y marzo, sí han flexionado sus cotizaciones y en el acumulado del año ya presentan tasas negativas frente a 2021**, compensando parte de las notables alzas que experimentaron en los dos años anteriores. Mientras que **en los productos industriales no metálicos, al igual que en los alimentos, aunque también los precios han evolucionado a la baja desde abril, todavía se mantienen por encima de los del pasado año.**



GRÁFICO 3

Precio del petróleo (\$/barril) medias mensuales

Fuente: Elaboración propia del IEE a partir de los datos del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

2. Economía española: desaceleración ante el aumento de la incertidumbre

La recuperación de la economía española a lo largo de 2022 se ha visto condicionada por determinados factores que han limitado su crecimiento. Algunos de estos factores ya venían manifestándose desde 2021, como la escalada de la inflación o los problemas de suministro, y otros han surgido a lo largo de este ejercicio, como las consecuencias del estallido de la guerra en Ucrania o el cambio de política monetaria en la última parte del año. Todo ello ha dado lugar a un contexto de mayor incertidumbre que ha terminado reflejándose en una desaceleración de la economía en la segunda mitad del año.

A pesar de todo ello, la economía española registrará, en 2022, un crecimiento del entorno del 4,5%, principalmente gracias al impulso del ahorro embalsado sobre el consumo y de la recuperación de la entrada de turistas internacionales. En general, se observa que, a pesar del aumento de la incertidumbre y del deterioro de las expectativas, la economía española está mostrando una evolución más positiva de lo que cabría esperar.

2.1. La actividad se desacelera en la segunda mitad del año

Tras registrar un crecimiento del -0,2% en el primer trimestre y un 1,5% en el segundo trimestre, **la economía española, en línea con lo previsto, registró un 0,2% de tasa intertrimestral en el tercer trimestre**, según el avance publicado por el INE, lo que supone una notable desaceleración respecto al promedio del primer semestre. En tasa interanual, el ritmo de crecimiento se frenó hasta el 3,8%, frente al 6,8% del segundo trimestre.

El menor dinamismo de la actividad en el tercer trimestre obedece al **peor comportamiento de la demanda externa, debido a la evolución más dinámica de las importaciones y a la desaceleración de las exportaciones, a pesar del avance del consumo de los no residentes en territorio nacional**. Dentro de los componentes de la demanda interna, destaca **el buen comportamiento del consumo, incluso habiendo alcanzado máximos de inflación, y de la inversión en bienes de equipo**. Otro aspecto reseñable es el **aumento de las existencias respecto al trimestre anterior, lo que podría venir explicado por el efecto precaución**, al acumular determinados bienes para afrontar las posibles dificultades del suministro de cara al invierno.

Por la parte de rentas, a pesar del crecimiento registrado en el tercer trimestre, **el excedente bruto de explotación sigue siendo el componente que menos ha avanzado desde la crisis**. Comparando con el cuarto trimestre de 2019, el EBE se sitúa un 0,6% por encima, mientras que el PIB, en términos nominales, es un 4,4% superior, la remuneración de asalariados un 6,5% mayor y los impuestos están un 10,9% por encima. **Esto obedece a que los márgenes empresariales siguen estando muy limitados por el incremento de los costes empresariales**.

Se espera que la economía española muestre un comportamiento algo más desfavorable en el cuarto trimestre, en línea con un contexto internacional más deteriorado. Así, el mantenimiento de la inflación en tasas elevadas y el endurecimiento de la política monetaria, que ya ha elevado el Euríbor por encima del 2,8% y seguirá subiendo, pueden suponer un lastre para el avance del consumo y de la inversión.

El aumento de los precios energéticos y los problemas de suministro están impactando de forma más intensa a la actividad industrial, aunque los servicios también comienzan a mostrar cierta desaceleración ante la pérdida de poder adquisitivo de las familias.

En este sentido, **los PMI de manufacturas han mostrado una tendencia claramente descendente durante los últimos meses y se sitúan, por quinto mes consecutivo, por debajo del nivel 50**. Las empresas encuestadas manifiestan una caída de la entrada de pedidos, que se asocia con un menor consumo debido al aumento de la inflación. **Los retrasos en los plazos de entrega continuaron**, aunque con menor intensidad, **y los precios de las materias primas se desaceleraron ligeramente, si bien los precios energéticos y de transporte siguieron elevados**. En este contexto, las empresas se están preparando para un escenario de desaceleración de las ventas e incremento de costes, recortando sus compras, la contratación y sus inventarios en la medida de lo posible.



La industria del automóvil también se está viendo afectada por la falta de determinados suministros, en especial microchips y semiconductores, a lo que se une una demanda a la baja ante el aumento de la inflación y la incertidumbre sobre el contexto económico, lo que está condicionando la evolución de la producción y las exportaciones en 2022. Así, a pesar de los incrementos en las matriculaciones de vehículos registrados en los últimos cuatro meses hasta noviembre, el mercado podría cerrar el ejercicio en torno a las 820.000 unidades matriculadas, los menores registros alcanzados desde la crisis de 2008. En este contexto, la producción de vehículos crece un 2,8% entre enero y octubre de 2022 en comparación con el mismo periodo del año anterior, gracias a una mayor disponibilidad de microchips, aunque todavía representa una caída del 24,6% respecto al mismo periodo de 2019, previo a la pandemia. En línea con las mejoras observadas en la producción, las exportaciones presentan, por primera vez en el acumulado del año, un crecimiento, situándose este en un 1,1% más que en el mismo periodo de 2021, si bien la demanda de exportaciones se está viendo condicionada por las perspectivas económicas en los mercados europeos, que suponen más del 70% de las exportaciones de vehículos.

Los PMI de servicios, por su parte, mantuvieron niveles expansivos de actividad elevados en la primera mitad del ejercicio, para comenzar una senda descendente durante el tercer trimestre hasta situarse por debajo del nivel 50 en el mes de octubre, aunque en noviembre ha repuntado, de nuevo, hasta situarse en terreno expansivo con un 51,2. No obstante, es difícil que este último repunte pueda mantenerse, ya que las empresas continúan sufriendo un significativo encarecimiento de sus costes operativos (suministros, transportes y costes laborales) y existe mucha incertidumbre sobre la evolución de los pedidos, debido a la persistencia de la inflación y al aumento de tipos de interés que suponen un lastre para la capacidad de compra de familias y empresas.

El sector servicios continúa recuperándose tras el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia. Las expectativas del sector continúan mejorando, tras la ligera desaceleración de agosto y septiembre, y las perspectivas para los próximos meses son positivas. No obstante, tanto la inflación como la subida de los tipos de interés erosionarán la capacidad de consumo de las familias, por lo que el gasto en servicios sufrirá cierta desaceleración los próximos meses.

Los últimos datos disponibles respecto al sector turístico muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa recuperándose, situándose en cerca de 7,2 millones de turistas en octubre, un 39,4% más que en el mismo mes del año anterior, y solo un 5% por debajo de los turistas de octubre de 2019, antes del comienzo de la pandemia. Estas cifras han mejorado significativamente con respecto a los meses de agosto y septiembre, cuando el número de turistas sufrió un ligero retroceso en su recuperación situándose apenas en el 88% de los registros precovid. Es más, el gasto total realizado por los turistas internacionales iguala las cifras de 2019, ya que se ha incrementado el gasto medio por turista. La favorable evolución de la entrada de turistas internacionales, junto con el aumento del turismo nacional, hace que el balance para el conjunto del año sea positivo, pudiendo superar las cifras de 2019, a pesar de que se espera cierta desaceleración en el cuarto trimestre.



Desde el punto de vista del sector exterior, **la información de aduanas disponible para los nueve primeros meses del año muestra una evolución mucho más dinámica de las importaciones de bienes que la de las exportaciones en términos nominales**, debido tanto al mayor avance en términos reales como al incremento de los precios de las importaciones. Así, las exportaciones aumentaron un 24,7% interanual (un 4,8% en volumen) y las importaciones un 39,8% interanual (un 10,6% en volumen). **El resultado de estos flujos fue un déficit comercial en este periodo de -53.437,1 millones de euros, frente a los -13.267,4 millones del mismo periodo de 2021.** Se observa un notable crecimiento del déficit comercial, debido tanto al aumento del volumen de importaciones, que dobla al de las exportaciones, como al fuerte repunte de sus precios, que prácticamente se triplicaron frente al año anterior.

En la misma línea, **según los datos de la Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en los nueve primeros meses de 2022 el superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 1,4 miles de millones**, frente a los 6,2 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior. Este saldo se debió al notable deterioro del saldo de bienes y servicios no turísticos (con un déficit de -28 miles de millones, frente a los 2,6 miles de millones de superávit del mismo periodo de 2021), que se ha visto compensado por el superávit en la balanza de servicios turísticos (39,4 miles de millones, frente a los 11,6 miles de millones del mismo periodo del año anterior), lo que se corresponde con la mejor evolución de los flujos turísticos este año.

2.2. El mercado laboral registra una evolución favorable en 2022, pese a la elevada incertidumbre sobre la actividad económica

En 2022, el mercado laboral está mostrando una gran resiliencia, con un comportamiento relativamente favorable, aunque con una cierta desaceleración en las tasas interanuales, en un entorno en el que se han intensificado diversos factores que condicionan el crecimiento económico, tal y como se ha mencionado.

En la primera mitad del año, la creación de empleo fue notable, prolongando así, en buena medida, la tendencia de fuerte dinamismo registrada en 2021, a lo que contribuyó la recuperación del turismo en nuestro país, tras el fin de las restricciones a la movilidad. Sin embargo, en la segunda parte del año, el crecimiento del empleo está perdiendo intensidad, con tasas de variación interanual que ya se sitúan por debajo del 3%, inferiores a las tasas en torno al 5% registradas en el primer semestre. Aun así, esta desaceleración del empleo está siendo menos acusada que lo esperado hace unos meses.

Los resultados de la EPA del tercer trimestre evidenciaban esta pérdida de vigor en el ritmo de creación de empleo. En un trimestre favorable por razones estacionales, la ocupación aumentó en 77.700 personas, una cifra muy moderada en comparación con las cerca de 175.000 personas de incremento medio en este mismo periodo en 2014-2019. Además, hay que destacar que solo uno de cada tres puestos de trabajo creados fue generado por el sector privado, siendo el sector público responsable de los dos de cada tres restantes. Por su parte, en



términos interanuales, se produjo una desaceleración del empleo, de forma que la tasa se redujo más de un punto porcentual hasta situarse en el 2,6% en el tercer trimestre. Mientras, el número de parados ascendió en 60.800 personas, un resultado desfavorable en comparación con los descensos habituales en este periodo antes de la pandemia. Al mismo tiempo, **la tasa de paro subió dos décimas, hasta el 12,7% de la población activa**, y el número de parados se situó en 2.980.200 personas. **La nota positiva más destacada es el nuevo descenso de la temporalidad en el sector privado hasta el 17,5%, que se sitúa, así, en un mínimo histórico, y que contrasta con el 30,7% que se registra en el sector público.**

La evolución más reciente del mercado laboral puede analizarse con los registros de la Seguridad Social. En concreto, **en 2022, la afiliación a la Seguridad Social está normalizando su evolución, con un comportamiento, mes a mes, más similar al registrado en los años anteriores a la pandemia**, tras el notable dinamismo registrado en la mayor parte de 2021. Incluso, desde septiembre, las variaciones mensuales en el número de afiliados han sido algo mejores que en el periodo 2014-2019, lo que contrasta con un avance de la actividad económica moderado. Aun así, **en términos interanuales la afiliación a la Seguridad Social está mostrando un menor ritmo de crecimiento desde mayo, con una tasa del 2,7% en noviembre**, frente al 5,1% alcanzado en abril.

Tanto los resultados de la EPA como los de la afiliación a la Seguridad Social muestran que el empleo ya supera los 20 millones de ocupados (19 millones en el caso de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo según Contabilidad Nacional), lo que supone que **el empleo, en términos de personas, ya ha sobrepasado las cifras de 2019**, previas a la pandemia. Sin embargo, hay que destacar que **las horas trabajadas, según la Contabilidad Nacional, todavía no han alcanzado los niveles prepandemia, y en el tercer trimestre de 2022 son un 0,9% inferiores a las del último trimestre de 2019**. En este sentido, hay que destacar que **el PIB también continúa estando por debajo de los niveles previos al estallido de la pandemia, en concreto es inferior en un 2%**.

Existen varios aspectos que deben destacarse de la evolución del empleo en 2022, en términos de afiliación a la Seguridad Social. En primer lugar, este año, el sector privado ha tomado el relevo del sector público como motor de la creación de empleo. A lo largo de este año, el sector público ha mostrado una notable ralentización del ritmo de crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, pasando de tasas que llegaron a alcanzar alrededor del 8% en 2021 a tasas en torno al 2,5% en 2022. No obstante, desde septiembre se vislumbra una recuperación de la creación de empleo en el sector público, aunque las tasas permanecen por debajo del 3%. Mientras, el sector privado mostró una aceleración de la afiliación efectiva (excluyendo trabajadores en ERTE) en la recta final de 2021 y en el primer cuatrimestre de 2022, alcanzando una tasa interanual media cercana al 10% en los cuatro primeros meses de 2022. Posteriormente, el sector privado ha frenado este elevado ritmo de creación de empleo, hasta situarse en el 3,4% en noviembre. Por su parte, **desde mediados de este año, el número de trabajadores en ERTE ha dejado de reducirse y se ha estabilizado en niveles algo superiores a las 20.000 personas.**



El mayor dinamismo del empleo en el sector privado en comparación con el sector público, en 2022, refleja que las empresas siguen esforzándose por mantener sus trabajadores, en un contexto de encarecimiento de sus costes de producción, de incertidumbre económica y de bajos niveles de confianza, a pesar de la ligera mejora en noviembre de los PMI correspondientes a España. El número de empresas inscritas en la Seguridad Social está frenando su ritmo de crecimiento interanual en los últimos meses y, de hecho, en noviembre el nivel de empresas inscritas fue prácticamente el mismo que un año antes. Además, **todavía hay casi 11.000 empresas menos que en noviembre de 2019.**

Por otra parte, **las empresas están soportando mayores costes laborales unitarios que hace unos años, de forma que en el tercer trimestre son un 8,8% superiores a los de finales de 2019.** Al mismo tiempo, aunque en 2022 la productividad está aumentando, las caídas acumuladas en los últimos años dan lugar a que **los niveles de productividad por ocupado en el tercer trimestre estén un 4,9% por debajo de los niveles previos a la pandemia.** También la productividad por hora trabajada es inferior, en un 1,2%, a las cifras del último trimestre de 2019. Todo ello perjudica la competitividad de las empresas.

En segundo lugar, hay que destacar la evolución desigual del empleo por sectores productivos en los últimos meses. Todos ellos comparten una tendencia de desaceleración a lo largo de 2022, si bien esta pérdida de impulso se produce a velocidad distinta. Los servicios, que son los responsables de más del 90% del empleo creado en lo que va de año, mostraron un crecimiento interanual muy notable en el primer semestre, a lo que contribuyó la recuperación del sector turístico, ante la ausencia de restricciones y un clima favorable. Sin embargo, en la segunda mitad del ejercicio, el empleo en el sector servicios está mostrando una ralentización, con tasas interanuales que se sitúan, ahora, algo por encima del 3%, casi la mitad que hace unos meses. Además del sector turístico, en términos de aumento del empleo por volumen de afiliados, destacan ramas relacionadas con el comercio, la consultoría y actividades informáticas, los servicios administrativos y actividades auxiliares a las empresas, la Administración pública, la educación y la sanidad. En el caso de la construcción, la desaceleración del empleo tuvo lugar en los meses centrales de 2022, aunque a partir de agosto comenzó una gradual recuperación, que ha llevado la tasa interanual al 3,4% en noviembre. Por su parte, la industria también comenzó pronto la pérdida de dinamismo de la creación de empleo, y esta tendencia ha continuado a lo largo del año, hasta situarse la tasa interanual en el 1,7%. En cambio, la agricultura continúa perdiendo empleo y en noviembre había un 3,6% menos de afiliados que hace un año.

A nivel de 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 2022 con los de noviembre de 2019 (se compara el mismo mes para evitar efectos estacionales). Así, **en 57 de las 87 ramas en total (CNAE 2009 a dos dígitos), la afiliación efectiva supera los niveles de hace tres años.** En concreto, por volumen, destacan ramas relacionadas con sanidad y servicios sociales, educación, Administración pública, programación, consultoría y otras actividades informáticas, o construcción especializada. En cambio, entre las **30 ramas que todavía no han logrado recuperar los niveles de afiliación efectiva de hace tres años**



sobresalen el sector del automóvil, los servicios financieros, la reparación de ordenadores, las agencias de viaje y las actividades de alquiler.

El favorable comportamiento del empleo, a pesar de la tendencia de desaceleración que está mostrando, ha permitido que el paro continúe disminuyendo a lo largo de 2022, de forma que actualmente hay menos de 2,9 millones de parados registrados. Además, hay que destacar que, en los dos últimos meses (octubre y noviembre), la evolución del paro ha sorprendido favorablemente, ya que en periodos donde habitualmente se han producido incrementos del desempleo, por el fin de algunas actividades estacionales, en 2022 se han observado descensos, en un entorno económico que, precisamente, no contribuye a esta tendencia positiva.

La contratación está retrocediendo, en los últimos meses, en términos interanuales, de forma que en noviembre se registraron casi un 30% menos de contratos que en el mismo mes de 2021. Esta tendencia decreciente se debe a la contratación temporal, que también cae en términos interanuales. En cambio, los contratos indefinidos continúan mostrando un crecimiento notable, como consecuencia de los cambios en la regulación del mercado de trabajo este año, aunque dicho crecimiento es menos intenso que hace unos meses. Los contratos indefinidos suponen más del 40% de la contratación registrada total, cuando lo habitual, anteriormente, era una cifra de en torno al 10%.

2.3. La elevada inflación condiciona las decisiones de familias y empresas, y provoca un endurecimiento de la política monetaria

Durante la primera mitad de 2022 la inflación continuó la senda de fuerte crecimiento iniciada en 2021 hasta alcanzar un máximo del 10,8% en el mes de julio, su nivel más alto desde septiembre de 1984. Desde entonces ha mostrado una senda de desaceleración y se sitúa en el 6,8% en noviembre, según el indicador adelantado del INE.

El encarecimiento de los productos energéticos, derivado del aumento de las materias primas en los mercados internacionales, ha sido el principal elemento inflacionista hasta el mes de octubre, donde los alimentos se configuraron como el grupo con el incremento de precios más elevado.

La inflación subyacente también ha continuado mostrando una senda ascendente hasta el 6,4% registrado en julio, manteniéndose en torno a 5 puntos por debajo del IPC general, lo que estaría reflejando el esfuerzo del tejido productivo, en una situación todavía muy delicada para muchos sectores, para no repercutir todo el aumento de costes en sus precios finales de bienes y servicios. No obstante, a partir de julio, a pesar del descenso de la inflación general, la subyacente se mantuvo en torno al 6,2%-6,3%, por lo que general y subyacente están convergiendo. **Esta convergencia entre general y subyacente se debe a que, a medida que han transcurrido los meses, un mayor número de componentes del IPC han ido mostrando tasas elevadas** en la evolución de sus precios, al trasladarse a los productos finales parte de los incrementos de los precios de los insumos (materias primas, transporte...).



Hay que tener en cuenta que gran parte del incremento de los precios que se observa en muchos componentes del IPC obedece a factores externos a la economía española, como las consecuencias del conflicto bélico y los problemas de suministro. Además, la prolongación de la guerra de Ucrania y las sanciones económicas impuestas a Rusia pueden seguir condicionando la evolución de los precios de algunas materias primas, entre otras, gas, petróleo, cereales o aceites, que, a su vez, repercuten sobre la composición del precio de otros muchos productos.

Aunque parece que **la inflación está comenzando a desacelerar, la subyacente se mantiene en tasas elevadas y siguen existiendo riesgos sobre la evolución de los precios de las materias primas internacionales y, sobre todo, de los precios energéticos, por lo que sigue siendo uno de los principales factores de preocupación en el momento actual.** Además, su evolución está condicionando las decisiones de consumo e inversión de las familias y empresas, y está causando un significativo endurecimiento de la política monetaria.

Otro efecto preocupante que podría derivarse de este aumento de la inflación sería su **traslación a los salarios (efectos de segunda ronda)**. Hasta el momento los incrementos salariales están siendo moderados, gracias a que durante los últimos años se ha reducido, considerablemente, el porcentaje de convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda. No obstante, durante este año se ha observado un repunte del porcentaje de convenios firmados que la incluyen, aunque todavía alejado de las cifras de principios de los años 2000, y en la mayoría de los casos no supone una traslación plena a los salarios de las diferencias que se producen entre la inflación observada y el incremento salarial inicialmente pactado, sino parcial.

Con todo ello, **se espera que la media de la inflación de 2022 se sitúe cerca del 8,5%, cerrando el año cerca del 6%. Mientras, la subyacente se situará, en promedio, alrededor del 5%.** No obstante, estas tensiones de precios deberían ir moderándose, de forma que, **para 2023, la inflación podría situarse en torno al 3,9% de media** (la Comisión Europea y la OCDE prevén un 4,8% y el FMI estima un 4,9%, aunque el Banco de España la eleva hasta el 5,6%). La inflación subyacente también debiera ir desacelerándose, para situarse, en media anual, en el entorno del 3,5%. En cualquier caso, la incertidumbre sobre estas previsiones es muy elevada.

2.4. Perspectivas y riesgos para la economía española

Las perspectivas de la economía española, para el año 2023, se enmarcan en un contexto de enorme incertidumbre, **si bien se puede constatar que habrá un proceso de estanflación caracterizado por un crecimiento bajo, en el entorno del 1%, y por una inflación, que, si bien no va a repetir los registros de 2022 (8,5% en media), sí va a seguir siendo superior al objetivo de inflación del Banco Central Europeo.**

En ausencia de un *shock* externo, la economía española podría crecer en 2023 por encima de la media de la eurozona que, como se ha dicho anteriormente, puede estancarse e incluso registrar una ligera caída en su actividad. Siendo conscientes de que España sigue retrasada en la recuperación del PIB, a diferencia de la eurozona, que ya ha superado los niveles anteriores a la crisis provocada por la pandemia, **nuestra economía podría mostrar una mayor resiliencia en 2023 debido a una serie de factores.**



Una de estas palancas es el menor impacto del *shock* energético frente a otras economías de la eurozona. Los temores a una posible falta de suministro de gas en invierno se han disipado, dados los altos niveles de inventarios acumulados en el viejo continente. Además, España tiene ventajas comparativas en este ámbito porque dispone de una mayor diversificación de proveedores y de mayor capacidad para procesar el gas licuado.

Otro de los factores de resiliencia de la economía española es la situación del mercado inmobiliario, que está menos tensionado que la media europea. El *boom* inmobiliario en nuestro país se ha producido más tarde y no tiene, por el momento, burbuja de precios, como sí ocurre en otras economías. Según un informe del Banco de España, los precios de la vivienda pueden tener en torno al 2% de sobrevaloración, por lo que se puede considerar que está relativamente equilibrado.

Además, la situación financiera de las familias es mejor que en la crisis de 2008, ya que los niveles actuales de endeudamiento suponen el 56,5% del PIB, frente al 81,9% del PIB de 2008. Aunque el endeudamiento en tipo variable supone alrededor del 75% del *stock* de deuda de las familias, la mayor parte se corresponde con créditos hipotecarios que ya tienen varios años, por lo que el peso de los intereses en las cuotas mensuales es menor. Mientras que en el crédito concedido más recientemente, donde sería más acusado el aumento del coste de la financiación, el peso de las hipotecas a tipo fijo es mayoritario.

Adicionalmente, el Gobierno ha aprobado un paquete de medidas con el fin de contribuir a aliviar las dificultades financieras ante la subida del Euribor a las que se enfrentan las familias más vulnerables o en riesgo de serlo. En concreto, se amplía y refuerza el alivio financiero para los hogares cubiertos por el Código de Buenas Prácticas ya existente, que son aquellas familias con rentas inferiores a 25.200 euros al año. Adicionalmente se crea un nuevo Código aplicable a hogares con una renta inferior a 29.400 euros anuales. En definitiva, **no parece que vayan a darse grandes tensiones en el mercado inmobiliario en España, siempre y cuando esta nueva etapa de desaceleración económica no se alargue en el tiempo.**

La resistencia del mercado laboral a la moderación de la actividad y la elevada incertidumbre es uno de los rasgos que merece la pena destacar y es indicativo del esfuerzo que están llevando a cabo las empresas españolas para mantener el empleo. La tasa de paro española (12,7% en el tercer trimestre) está en los valores más bajos desde 2008 y los contratos indefinidos crecen con fuerza, mientras que los contratos temporales disminuyen. Las vacantes están aumentando en algún sector (hostelería, construcción, transporte y sector primario), pero el mercado laboral no está estresado. Por lo tanto, se espera una moderación en la creación de empleo en 2023, aunque la tasa de paro no repuntará de manera intensa. El IEE prevé que los ocupados, en términos de Contabilidad Nacional, crezcan, en el conjunto de 2023, un 0,3%, frente al 3,8% de 2022. Mientras, la tasa de paro seguirá bajando en 2022, hasta el 13,1%, y en 2023 aumentará cuatro décimas, hasta el 13,5%, ante la menor creación de puestos de trabajo prevista.

Dados los retrasos acumulados, en 2021 y 2022, en la ejecución de los fondos europeos y la aceleración de convocatorias a partir de septiembre del presente ejercicio, se espera que estos recursos tengan un impacto más significativo en la economía española en 2023.



CUADRO 2

Previsiones económicas para España

(Actualización diciembre 2022). Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,5	4,5	1,2
Gasto en consumo privado	3,0	1,8	0,9	-12,2	6,0	2,1	1,9
Gasto en consumo público	1,0	2,3	2,0	3,3	2,9	-1,6	-0,1
Formación Bruta de Capital Fijo	6,8	6,3	4,5	-9,5	0,9	5,6	4,3
Construcción	6,7	9,5	7,1	-9,6	-3,7	4,3	4,4
Bienes de equipo y act. cultivados	9,2	4,6	3,7	-12,1	6,5	6,9	5,2
Demanda interna (*)	3,1	2,9	1,6	-8,6	5,2	1,5	1,5
Exportaciones	5,5	1,7	2,5	-20,1	14,4	17,5	5,0
Importaciones	6,8	3,9	1,2	-15,2	13,9	9,3	5,8
Deflactor del PIB	1,3	1,3	1,3	1,0	1,4	3,5	2,0
IPC (media anual)	2,0	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,5	3,9
IPC subyacente (media anual)	1,1	0,9	0,9	0,7	0,8	5,0	3,5
Empleo (CNTR) (**)	2,9	2,2	2,6	-7,6	6,6	3,8	0,3
Tasa de Paro (EPA) (% población activa)	17,2	15,3	14,1	15,5	14,8	13,1	13,5
Productividad	0,1	0,1	-0,5	-3,5	-0,7	0,7	0,9
Remuneración por asalariado	0,7	1,8	2,6	1,3	-0,6	2,0	2,3
Coste laboral unitario (CLU)	0,6	1,7	3,1	5,0	0,9	1,3	1,4
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	2,8	1,9	2,0	0,7	1,0	0,0	0,2
Déficit público (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-6,8	-4,6	-4,0

(*) Aportación al crecimiento.

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

Fuente: Instituto de Estudios Económicos.

A pesar de estas palancas, hay riesgos a la baja en este escenario que son difíciles de calibrar dada la incertidumbre existente sobre cuestiones clave, como pueden ser el tiempo que van a tardar en ser efectivas las medidas de política monetaria sobre la inflación, el papel que puede jugar la política fiscal y presupuestaria, el comportamiento del mercado laboral, la resistencia del tejido productivo ante una subida de costes sin precedentes y la intensidad de las tensiones geopolíticas y su duración.

Uno de los riesgos más importantes, de cara a 2023, es el impacto de los tipos de interés en las familias y las empresas, que todavía es moderado y se superpone a otros *shocks*. En cuanto



a las familias españolas, estas han acumulado un exceso de ahorro que se estima en torno a los 100 mil millones de euros, pero que está mermando. Cabe esperar que el consumo privado se debilite ante la pérdida de poder adquisitivo de la renta disponible y la magnitud de la subida de tipos de interés.

Respecto a las empresas, hay señales mixtas, pero el balance es negativo. Por un lado, la baja morosidad de los préstamos ICO puede considerarse alentadora, pero, por otro, los márgenes empresariales no han vuelto a niveles prepandemia. Según el Banco de España y la encuesta sobre la actividad de las empresas (EBAE), en el tercer trimestre de 2022, más del 80% de las empresas experimentaron, en ese período, un aumento adicional en sus costes de producción como consecuencia del encarecimiento de sus consumos intermedios, mientras que solamente algo más del 36% aumentaron el precio de venta de sus productos. Además, hay que tener en consideración los mayores costes empresariales y el retraso en la recuperación de beneficios. Y todo ello con una heterogeneidad elevada, no solo a nivel sectorial sino también por tamaño de empresa.

Otro de los ámbitos que hay que considerar es la situación de las finanzas públicas, con un *mix* caracterizado por una política fiscal basada en una creciente presión fiscal, y otra presupuestaria, determinada por un significativo aumento de los gastos corrientes. Respecto a los impuestos, la primera duda es si esos máximos históricos de recaudación tienen un carácter más cíclico o estructural porque, dado el alto nivel de gasto estructural, si los ingresos son cíclicos, puede condicionar la sostenibilidad de las cuentas públicas en el medio plazo. En un entorno de tipos de interés crecientes y dados los elevados niveles de deuda pública, cualquier turbulencia en los mercados financieros puede poner en duda nuestra capacidad de pago y, con ello, la estabilidad de la prima de riesgo.

Además, **hay que tener en cuenta que volverán las reglas fiscales sin que se haya corregido el déficit estructural.** En este ámbito, hay que destacar la propuesta de la Comisión Europea de un nuevo marco fiscal basado en un contexto de vigilancia de la UE transparente, que distinga entre países, teniendo en cuenta sus retos en materia de deuda pública. En este sentido, se mantendrán los objetivos del 3% del PIB para el déficit público y del 60% del PIB para la deuda pública, establecidos por el Tratado de Maastricht de 1992. Pero se sustituye la regla de tener que reducir el exceso de deuda pública en un veinteavo cada año, por sendas de descenso más flexibles, que tengan en cuenta la situación de partida de cada país.

En general, los cambios propuestos se relacionan con la simplificación de los requisitos, ante la ampliamente denunciada complejidad, así como con una mayor flexibilidad en la senda de reducción para que esta sea asequible y realista, en función de la situación de cada Estado miembro. Eso sí, aumentando, al mismo tiempo, los incentivos para su verdadero cumplimiento, a través de una mayor monitorización y con un régimen de sanciones de menor cuantía económica, pero más amplio (incluye no solo sanciones financieras sino también «reputacionales»), y con una aplicación más frecuente y, en principio, más rigurosa.



Por último, cabe señalar la posible persistencia de la inflación en niveles elevados, que puede concentrarse en el componente subyacente. Así como el diferencial del IPC general de España respecto a Europa se ha ampliado sustancialmente, con un balance más positivo para nuestra economía, la inflación subyacente permanece alta para ambos (en el entorno del 6%), mostrando la traslación del encarecimiento de la energía y los alimentos sin elaborar al resto de los componentes. De mantenerse estos niveles de inflación subyacente, será muy complicado reconducir la inflación hacia el objetivo del Banco Central Europeo (2%), por lo que la política monetaria podría seguir tensionada. Las previsiones del IEE para la inflación en 2023 apuntan a un aumento del IPC del 3,9% (8,5% en 2022), mientras que la subyacente podría situarse también en el 3,5%, frente al 5% de 2022.

La inflación también puede mantenerse alta si hay efectos de segunda ronda. Si bien estos efectos no se han manifestado en 2022, dado que los salarios están aumentando un 2,6% en el conjunto de la economía, podrían aparecer en 2023, cuando se activen las cláusulas de revisión de los convenios colectivos. El porcentaje de convenios con estas cláusulas se eleva al 36% del total de convenios, una cifra que duplica el 16,6% observado en el promedio entre 2014 y 2021, pero que está muy por debajo del periodo anterior al 2008 (alrededor del 70%). El propio Banco de España¹ también señala que, para el 75% de los trabajadores con convenios vigentes en 2022 que incorporan una cláusula de salvaguarda, dicha cláusula contempla determinados topes o umbrales.

3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica

La economía española se enfrenta a un escenario complejo desde el punto de vista de la **adopción de medidas eficaces que compensen los efectos negativos de la inflación, sin que se resientan los niveles de la actividad económica y del empleo.** En este contexto, **la autoridad monetaria** en Europa está adoptando un conjunto de **medidas tendentes a asegurar la convergencia de la variación de los precios con el objetivo marcado en el medio plazo**, vigilando, asimismo, que no se produzcan episodios de inestabilidad asociados a una potencial fragmentación de los mercados financieros en la UEM. La consecuencia directa de la adopción de medidas está siendo el endurecimiento súbito de las condiciones de financiación que afectan a familias, empresas y al sector público.

La coordinación con este tipo de actuaciones y el alineamiento con estos objetivos deberían marcar el sesgo del resto de las actuaciones de la política económica, fundamentalmente aquellas que competen al **ámbito presupuestario.** **La necesidad de planificar un proceso de ajuste presupuestario a través de un plan plurianual que consolide nuestras finanzas públicas, reduciendo nuestro déficit estructural,** debe compaginarse con la introducción de medidas de apoyo con carácter temporal dirigidas a los colectivos más vulnerables y con la ejecución de las inversiones necesarias asociadas a los fondos europeos. **Este plan presupuestario**

¹ Ver estudio del BANCO DE ESPAÑA, «Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente», *Boletín Económico* 3/2022, Informe Trimestral de la Economía Española.



debe estar orientado hacia la consecución de una mejora de la eficiencia del gasto público, en especial sobre aquellas partidas que mayor contribución puedan tener sobre el crecimiento económico a largo plazo.

Por último, **es necesario reforzar todos aquellos mecanismos que mejoran las condiciones del entorno en el que operan las empresas**. Factores como la mejora de la regulación, la reducción de las cargas administrativas, la unidad de mercado, así como el crecimiento empresarial son determinantes del aumento de la productividad total de los factores. **Estas acciones, unidas a los efectos positivos que tienen el anuncio y la adopción de reformas estructurales que impulsan el crecimiento potencial de la economía**, son factores decisivos para que, en periodos de crisis de oferta como el actual, **los mercados de factores y productos puedan responder de forma más flexible y dinámica ante estas contingencias**, minimizando las pérdidas de renta y permitiendo una **salida ágil de cualquier situación de contracción de la actividad y de pérdida de bienestar que pueda generarse**.

3.1. Por una política fiscal orientada a la consecución de la estabilidad macroeconómica y el ajuste de desequilibrios de las cuentas públicas

La política fiscal se enmarca en un contexto económico caracterizado por un ciclo que se encuentra en fase de desaceleración pronunciada, con cierta solidez en la evolución del empleo y con unas elevadas tasas de variación de los precios causadas, prácticamente en su totalidad, por un choque de oferta energético de gran magnitud, tal y como se ha mencionado. El escenario actual es de extrema incertidumbre, con un contexto internacional que viene marcado por la elevada inflación y por la aceleración en el endurecimiento de la política monetaria.

De igual forma, **además de la compleja coyuntura económica descrita**, hay que tener en cuenta que **la economía española se encuentra en una situación de vulnerabilidad debido al elevado nivel de déficit y de endeudamiento del sector público**. Esta posición de las finanzas públicas de la economía española nos deja con un menor margen de maniobra para ajustar nuestra política fiscal a las necesidades del ciclo de la actividad económica, más aún cuando se contempla en el horizonte temporal la necesidad de afrontar un mayor nivel de gasto estructural derivado del reto demográfico, entre otras cuestiones.

Cuando se analiza la **evolución del déficit público entre 2019 y 2023**, se observa que **el incremento experimentado se debe, en su totalidad, a la expansión del gasto público** de 116.000 millones de euros, **puesto que los ingresos, en este mismo periodo, se incrementan** en torno a 100.000 millones, **como consecuencia de las subidas de presión fiscal acontecidas desde entonces**. La situación, en términos de déficit estructural, es aún peor, no solo por la magnitud del saldo (por encima del -4% del PIB), uno de los más elevados de toda la UE, sino porque ha empeorado, claramente, respecto a los niveles precrisis.

Todo ello, recordemos, **en un contexto en el que la política monetaria ha cambiado**. Hemos dejado atrás los años de expansiones cuantitativas y de tipos de interés cercanos a cero, de



modo que las condiciones de financiación se están endureciendo y seguirán haciéndolo progresivamente, aumentando el coste de financiación de nuestros déficits. Esta situación, a su vez, deteriora las perspectivas de crecimiento económico y reduce el volumen de financiación disponible para el sector privado, condicionando negativamente la inversión empresarial y el crecimiento potencial de la economía.

Este escenario macroeconómico y la situación de las finanzas públicas deberían haber sido motivo suficiente para presentar unas cuentas públicas, que, en su conjunto, hubieran tenido un impacto positivo sobre la demanda, dada la contribución de los fondos europeos, pero que, descontado este efecto, tuvieran un carácter moderadamente contractivo, con medidas de apoyo selectivas y temporales sobre las familias y empresas con mayor grado de vulnerabilidad económico-financiera², y sin que estas tuvieran incidencia sobre el déficit estructural.

Adicionalmente, resultaría fundamental, junto con la presentación de los Presupuestos para el próximo ejercicio, la aprobación de un plan plurianual con medidas que integren al conjunto de las AA. PP. y con un claro compromiso por la consolidación fiscal, materializado a través de reformas profundas en las finanzas públicas de estas Administraciones, especialmente por el lado del gasto público. Era el momento de apostar por medidas de eficiencia del gasto y por una estrategia fiscal a medio plazo, que hubieran reorientado la situación de nuestras finanzas públicas hacia los principios que marca el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, anticipándonos a un ajuste mayor cuando se restablezcan las reglas fiscales. El diseño, la implementación y la ejecución de los fondos «Next Generation» de la UE nos remarca, también, la importancia de compaginar la política fiscal con reformas estructurales que condicionen la asignación de fondos para la consecución de hitos económicos, amplificando con un menor esfuerzo presupuestario los beneficios de la inversión pública.

Estas medidas hubieran mandado, a su vez, una señal firme a los mercados financieros sobre el compromiso de España con la consolidación fiscal y la estabilidad presupuestaria, evitando, así, posibles tensionamientos en la prima de riesgo. Sin embargo, nada de esto se refleja en la política presupuestaria presentada por el Gobierno. En un contexto inflacionario, el gasto vuelve a marcar un máximo histórico, principalmente el gasto corriente, lo que cronifica esta partida y se sigue confiando en una fortaleza excepcional y temporal de los ingresos, que están aumentando excepcionalmente por la evolución de los precios (en torno a dos tercios de su variación) más que por la dinámica de las bases imponibles. Estas bases no solo se ven afectadas por la inflación, sino también por medidas discrecionales de aumentos impositivos. Todo ello, además de suponer un aumento muy significativo de la presión fiscal que alcanzaría un 42,3% para 2023, en un momento de gran incertidumbre económica, apuntaría a un latente aumento del déficit estructural de la economía española.

² Según el Banco de España, «se estima que en torno al 70% de las medidas aprobadas este año (en términos de coste para las AA. PP.) tendrían un carácter general (no focalizado), que no tiene en cuenta el grado de vulnerabilidad de sus perceptores... Como ejemplos principales, en este sentido, cabe señalar las rebajas generalizadas de impuestos y la subvención a los carburantes».



Ello traslada no solo una necesidad de mayores ingresos futuros, sino que ejerce una mayor presión sobre la inflación a través de los efectos de segunda ronda y restan eficacia a las medidas adoptadas para la contención de los precios. La persistencia de este componente estructural del gasto, sin que se visualicen medidas de ajuste del déficit y estabilización de la deuda pública, afecta a las expectativas de los agentes sobre la inflación y los tipos de interés e introducen un sobrecoste en la financiación del déficit público en un contexto de alzas de las principales condiciones de financiación de la economía.

Por otra parte, las subidas de impuestos y de las cotizaciones sociales anunciadas generan una mayor incertidumbre sobre su posible impacto sobre la cuentas de resultados de las empresas, dificultando su acceso a la financiación, y las aprobadas por el Ejecutivo hacen que la presión fiscal empresarial aumente, precisamente, en un contexto donde están subiendo los costes para las empresas por diversas vías (tanto materias primas, como energía, como laborales), con el consiguiente deterioro y presión sobre los márgenes empresariales.

Asimismo, el establecimiento de tributos específicos sobre determinados sectores económicos y agentes no se justifica ni desde una perspectiva económica, ni fiscal, y además generan inseguridad jurídica. La adopción unilateral de estas medidas, tal y como quedan reflejadas en sus normativas, dejan de lado la necesaria coordinación internacional y armonización con nuestros socios europeos, lo que origina una erosión adicional de las bases fiscales, así como la pérdida de competitividad de nuestra economía. Estos gravámenes, más allá de atentar contra criterios de eficiencia económica, introducen un aumento del riesgo regulatorio desincentivando tanto los procesos de generación de ahorro y acumulación de capital, como los de inversión necesaria para afrontar los retos a más largo plazo que debe afrontar la economía española, como son la transformación digital y la transición energética.



3.2. Más libertad económica y mejor unidad de mercado

Un elemento clave para la mejora de la libertad económica y, en especial, para garantizar la libertad de empresa es la mejora del marco regulatorio, y dentro de este, en España adquiere un papel muy relevante la cuestión de la fragmentación del mercado interior. Si bien la posición de España, a nivel mundial en cuanto a libertad económica³, se ve condicionada, principalmente, por el comportamiento de las variables relativas al tamaño del Estado, como son la carga impositiva, el gasto público y la salud fiscal, en las últimas décadas se ha producido una gran proliferación normativa en nuestro país, que configura un marco legislativo excesivamente complejo, con los consiguientes perjuicios y costes para el tejido empresarial y la actividad económica. Este proceso de inflación normativa ha venido impulsado, principalmente, por la potestad legislativa de las comunidades autónomas, cuya normativa ya supone el 70%

³ El Índice de Libertad Económica publicado por el IEE muestra que España presenta un elevado margen de mejora cuando se compara con los países de nuestro entorno, y, además, ha experimentado un deterioro en el último año. Así, España se sitúa en una modesta posición 41, dos puestos por debajo de la clasificación de 2021, claramente por detrás de la mayor parte de los países desarrollados, y con una puntuación un 19,2% inferior a la de Singapur, que es el país que encabeza el ranking.

del volumen total de normas. Un contexto que supone el caldo de cultivo para que aparezca el fenómeno de la fragmentación regulatoria y, por tanto, un quebranto de la unidad de mercado.

Los efectos económicos de esta fragmentación normativa se dejan sentir tanto a nivel micro como a nivel agregado. **La fragmentación normativa genera sobrecostes para las empresas, obligando a estas a dedicar un importante volumen de recursos a entender y cumplir con toda esta regulación.** Como resultado de todo lo anterior, **se produce una pérdida de competitividad y de productividad para las empresas y para el conjunto de la economía.** En concreto, **el cumplimiento de cargas administrativas derivadas de esta fragmentación normativa supone costes para las empresas de entre el 1,5% y el 2,5% del PIB, mientras que la liberación de estos recursos y la mejora del marco regulatorio que se deriva de una reducción de la fragmentación normativa supondría un impulso sobre el crecimiento económico a largo plazo de entre el 1,5% y el 3% del PIB. Un impacto positivo que puede ser incluso superior si se produce, también, una mejora en clave europea,** es decir, si otros países también llevan a cabo reformas de esta índole y se avanza en la consecución del mercado único europeo.

Los principales organismos internacionales, y en especial la **Comisión Europea**, vienen denunciando, año tras año, la **fragmentación normativa existente en España.** Por ejemplo, la Comisión Europea en el informe de país sobre España de 2019 (aunque es recurrente cada año) señalaba el **elevado nivel de restricciones y la heterogeneidad existente entre comunidades autónomas, instando a nuestro país a remover barreras innecesarias, a mejorar la eficiencia de los procedimientos de autorización y a reducir restricciones en cuestiones como los horarios de apertura.**

Los esfuerzos realizados en España en materia de reducción de la fragmentación normativa han estado centrados en la **transposición de la Directiva de servicios** y en la **Ley de Garantía de la Unidad de Mercado.** Si bien en el momento de su adopción por nuestro ordenamiento jurídico se observaron algunas mejoras, en forma de eliminación, por parte de las comunidades autónomas, de numerosas trabas innecesarias, **lo cierto es que los avances han sido insuficientes.** Para **seguir avanzando en la aplicación de la parte que queda vigente de la Ley de Unidad de Mercado es necesario,** en todo caso, **una mayor cooperación y coordinación entre Administraciones en materia de unidad de mercado, mediante el obligado refuerzo del papel de las conferencias sectoriales que se recogía en la ley.**

3.2.1. Intervención estatal, control de precios y libre competencia

Dado el actual contexto de evolución de los precios, es imprescindible poner en valor el marco institucional y regulatorio existente en cuanto a la defensa de los principios de la libertad económica y de la economía de mercado que están definidos y establecidos en nuestro ordenamiento jurídico. Adicionalmente, se constata, en los periodos previos de crisis de oferta, que aquellas economías que presentan los mercados de factores y productos más flexibles y dinámicos absorben mejor los *shocks* económicos, se minimizan las pérdidas de renta y son capaces de reajustarse con mayor rapidez, permitiendo una salida ágil de la situación de contracción



de la actividad generada. **No es cuestión de establecer una dicotomía de lo económico entre intervención pública e iniciativa privada durante este periodo, sino que se trata de establecer, en el actual contexto, un adecuado grado de participación, interacción y cooperación del sector público y de la iniciativa privada en el ámbito de lo económico.**

La mejor planificación es la que se realiza de forma descentralizada a través de la libre competencia en los mercados de multitud de consumidores y de empresas. Cualquier otra restricción sobre el libre ejercicio de la actividad productiva, particularmente las que limitan la adopción de medidas de flexibilidad interna en las empresas, deben eliminarse. De forma complementaria, esta compleja interrelación de las decisiones de los agentes en la economía de mercado determina que **el establecimiento y mantenimiento de un control estatal sobre determinadas actividades** sea inherente, más tarde o más temprano, a un **consecutivo control de precios o de costes** para superar restricciones provocadas por el lado de la oferta, política que es muy difícil acotar solo para un grupo reducido de bienes y servicios.

De esta forma, ante la escalada acumulada de los precios, los factores o agentes causantes de la misma y su repercusión sobre la renta del conjunto de la economía⁴, **se discute la conveniencia de implantar un sistema de precios máximos en determinados bienes y servicios** renunciando a la eficacia y eficiencia que se obtiene por medio de un sistema de formación de precios a través del libre mercado, como mejor institución informativa sobre las condiciones de asignación de este tipo de operaciones. El pretexto no sería otro que el de mejorar el bienestar del conjunto de los consumidores y, en particular, de los más vulnerables ante la actual situación económica. Pues bien, lo que, en principio, puede ser una acción que se justifica desde el punto de vista de la equidad para facilitar el acceso por parte de un mayor número de individuos de menor renta, pronto **puede convertirse en un lastre desde el punto de vista económico a más largo plazo obteniéndose efectos no previstos y que, justamente, van en dirección contraria al efecto que se pretende limitar.**

Esta crítica negativa sobre la imposición de precios máximos no pretende ocultar los problemas que se derivan del actual proceso inflacionista y menos aún promover la inacción por parte del sector público ante la inflación, pero el establecimiento de precios máximos, por debajo de los que contemplarían las condiciones actuales del mercado, distorsionaría la información más esencial a quien más les concierne y, sobre todo, a quien pudiera proveer de la oferta necesaria para atender las necesidades de la demanda, que quizás, tras este choque de oferta, tendría que realizar un necesario ajuste en el orden de sus preferencias para modificar sus decisiones de consumo, ahorro e inversión.

⁴ Ver Recuadro 1.



RECUADRO 1

La evolución de la inflación de la economía española: deflactor del PIB y deflatores implícitos de los componentes vía demanda

A través del análisis de los datos del **deflactor del PIB y su descomposición por el lado de la demanda**, se analiza el efecto que están teniendo los distintos componentes (demanda nacional, exportaciones e importaciones) en la evolución de los precios de la economía española en los últimos años. La evolución del deflactor del PIB reflejaría la variación de los precios de los bienes y servicios producidos en nuestra economía en el periodo correspondiente. Además, **esta descomposición nos permite visualizar el carácter interno y externo de la evolución de los precios**, es decir, nos permite identificar en qué grado el proceso de formación de precios está teniendo una vinculación con el propio de la economía o está siendo importado del exterior.

TABLA 1

Formación de los deflatores del PIB

	Tasas de variación anual				Contribución en p.p. al deflactor del PIB			
	2019	2020	2021	2022*	2019	2020	2021	2022*
1. Deflactor de la Demanda Nacional (3+4)	1,5	0,8	2,5	6,6	1,5	0,8	2,5	6,6
1.1. Precios del Consumo final	1,4	0,8	2,1	7,0	1,1	0,6	1,7	5,7
1.2. Precios de la FBC	2,1	1,0	4,1	4,9	0,4	0,2	0,8	1,0
2. Precios de las exportaciones	0,5	-1,2	6,8	15,3	0,2	-0,4	2,1	5,4
3. Precios PIB destinado a mercado nacional (5-2)	1,9	2,6	0,2	-2,9	1,3	1,7	0,1	-1,9
4. Precios de las importaciones	0,7	-2,9	8,0	25,3	0,2	-0,9	2,4	8,7
5. Deflactor del PIB	1,5	1,3	2,3	3,5	1,5	1,3	2,3	3,5

* Datos hasta el Tercer Trimestre del año.

Fuente: INE y elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos.

Como se observa en la **Tabla 1**, **el deflactor del PIB ha registrado una aceleración moderada desde 2020, tras el periodo de crisis de la covid-19, siendo más sustancial entre 2021 y 2022**. La variación anual media pasó del 1,3% en 2020, al 2,3% en 2021 y al 3,5% en 2022. En este último periodo, con datos hasta el tercer trimestre, el deflactor de las importaciones aumentó un 25,3%, frente al aumento del 15,3% que experimentó el deflactor de las exportaciones, mientras que los deflatores del consumo final y de la inversión crecieron el 7% y el 4,9%.

En relación con el periodo 2021-2022, el deflactor de la demanda nacional aumentó en mayor medida que el deflactor del PIB. Por componentes y su contribución a la variación del deflactor del PIB, se observa en la misma Tabla un **importante efecto del precio de los bienes y servicios relacionados con el sector exterior** de la economía española. En cuanto a la evolución del componente del deflactor de la demanda nacional, **tanto en 2021 como, especialmente, en 2022, los precios de PIB destinado al mercado nacional restaron impulso (0,1 p.p. y -1,9 p.p. respectivamente) a la fuerte contribución procedente de los precios de las importaciones (2,4 p.p. y 8,7 p.p. respectivamente)**.

Con respecto a la evolución de la inflación de la economía española en el periodo reciente, medida a través del deflactor del PIB y de los deflatores implícitos de los componentes de la demanda, se concluiría que **el origen de esta escalada de los precios tiene un componente externo claro, vía aumentos del deflactor de las importaciones**. Asimismo, se confirma que, a partir de la evolución de los precios del PIB destinado al mercado nacional, al menos hasta el tercer



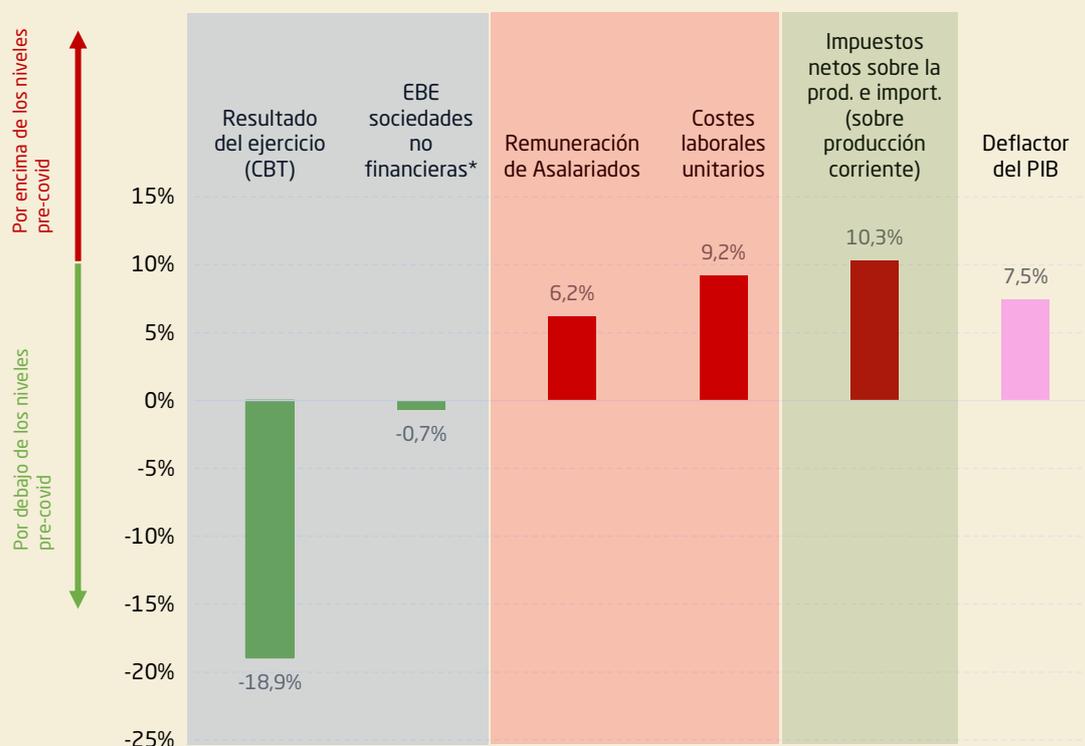
trimestre de 2022, **no se están detectando efectos de segunda ronda motivados por salarios, beneficios o impuestos sobre la inflación.**

En relación con la evolución de las rentas empresariales, comparando el nivel de beneficios medido por el **Excedente Bruto de Explotación** previo a la pandemia con respecto a los resultados del presente año, en términos acumulados, esta cuantía es **inferior aún en más de 115.000 millones de euros.** Si en lugar del **EBE para el conjunto de la economía, se utiliza como indicador el EBE de sociedades no financieras, estas rentas son inferiores en algo más de 100.000 millones de euros.**

Atendiendo a los datos de la Central de Balances del Banco de España, tal y como se observa en el Gráfico 1, **el resultado del ejercicio, una vez descontados los impuestos, sigue estando muy por debajo de los niveles prepandemia, concretamente un -18,9%.** En sentido inverso, contrasta el mejor comportamiento de la **remuneración de asalariados que, a final del tercer trimestre del año 2022, se situó un 6,2% por encima del nivel previo a la crisis de la covid-19.** Esta dinámica de la evolución de la remuneración de asalariados, **junto con el estancamiento de la productividad, ha generado un importante aumento de los costes laborales unitarios** situándose los mismos, a finales del tercer trimestre del año 2022, un **9,2% por encima de los niveles de finales de 2019.**

De igual modo, **los impuestos netos sobre la producción e importaciones, el otro componente del PIB por el lado de las rentas, se encontraban, a finales del tercer trimestre de 2022, en términos nominales, un 10,3% por encima de los niveles prepandemia.**

GRÁFICO 1
Brecha con respecto a los niveles prepandemia
 (Variación en % entre finales de 2019 y mediados de 2022)



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

(*) Datos únicamente hasta el II trimestre de 2022.



3.3. Productividad y competitividad empresarial como garantes del crecimiento futuro

Junto con la garantía de sostenibilidad de las cuentas públicas y la mejora del entorno regulatorio que sustenta la actividad empresarial, **es necesario introducir y seguir profundizando sobre un conjunto de reformas estructurales que mejoren el crecimiento potencial de la economía española**, más aún cuando, en el contexto económico actual, los problemas sobre la determinación de los precios y de las cantidades tienen su origen fundamental en un choque de oferta.

Estas reformas estructurales deberían tener como prioridad la productividad. En España tenemos un problema de baja productividad empresarial. Tanto si analizamos, en términos agregados, el tejido empresarial como si lo hacemos a un nivel más micro, **España presenta unos niveles de productividad más reducidos que los existentes en otros países de nuestro entorno**. En este sentido, los aspectos que inciden sobre el **crecimiento de la empresa** son muy relevantes no solo por la cuestión de la **productividad**, sino también porque las características de la estructura y la evolución de la dimensión empresarial afectan, tanto al **PIB potencial** como a la **capacidad de resiliencia del conjunto de la economía ante shocks adversos del ciclo de la actividad**.

Así, a mayor tamaño de la empresa menor es la vulnerabilidad ante las perturbaciones o el deterioro del ciclo económico. Por ello, **es preciso conocer la naturaleza específica de los procesos de creación, consolidación y crecimiento de las empresas para poder fomentar un entorno que favorezca los mismos**. No se debe perder la perspectiva de la importancia del tamaño en el momento actual. Estamos presenciando que, **en entornos cada vez más abiertos y en aquellos en donde se producen, con mayor frecuencia, cambios radicales, las empresas que crecen y se consolidan son aquellas capaces de adaptarse mejor a los retos que generan los mercados**. En un mundo digital y globalizado no es tan importante tener mayor o menor volumen de activos y de recursos económicos y financieros, sino saber «economizarlos», «valorizarlos» o gestionarlos mejor que el resto de los competidores, y fundamentalmente orientarlos hacia una producción dirigida íntegramente por las necesidades finales de la demanda.

3.3.1. Factores determinantes de la productividad empresarial y medidas por abordar para su mejora

A continuación, se explican, detalladamente, **algunos de estos factores que impactan sobre la productividad empresarial**; otros se han revisado en apartados anteriores, tales como el sistema fiscal, los obstáculos regulatorios, la competencia, la libertad de empresa y la flexibilidad de los mercados de productos o factores. Entre otros, señalaremos los siguientes factores:

- **La innovación y el capital tecnológico**

Tal y como se constata a través de los resultados de multitud de empresas, las **innovaciones elevan considerablemente la productividad de las mismas**. Se considera la innovación en



sentido amplio, abarcando **tanto innovación de productos como de procesos, incorporando nuevas tecnologías o adaptando las tecnologías ya existentes. La inversión en I+D+i en España es aún muy reducida y la brecha en capital tecnológico con respecto a Europa es elevada.** El esfuerzo innovador, tanto público como privado, se sitúa sensiblemente por debajo de la media de la UE. Estas diferencias, como es lógico, se traducen en un menor número de patentes per cápita y en un menor peso de los sectores tecnológicos en el empleo y en el PIB. Por ello, se debe **favorecer la innovación**, que está llamada a tener un papel fundamental en la adaptación y transformación de nuestro tejido empresarial, y por supuesto, como **motor de la productividad de nuestras empresas.** En este sentido, cabe destacar las **enormes posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías digitales.**

Debido al alto riesgo que conllevan este tipo de proyectos, resultan muy complicados de financiar con los instrumentos tradicionales y requieren algunas soluciones complementarias como las que después se comentarán en el apartado de financiación.

- **El capital humano: la necesaria mejora de la educación y la formación**

El nivel y la calidad de la formación y educación influyen sobre las habilidades y la especialización de los trabajadores y empresarios, y condiciona, de manera determinante, los niveles de productividad. A pesar de la mejora del nivel educativo que se ha producido en las últimas décadas, **nuestro sistema educativo muestra una calidad menor a la de nuestro entorno comparado. España se sitúa a la cola y muy lejos del promedio de la UE en cuanto a porcentaje de personas con educación superior a la secundaria**, al tiempo que **prácticamente lidera las tasas de abandono escolar prematuro.**

Es fundamental **mejorar la calidad de nuestro sistema educativo y formativo**, para acercarlo a las mejores prácticas de nuestro entorno. Y también debe mejorarse **su relación con el empleo, favoreciendo el aprendizaje permanente** y la adaptabilidad a lo largo de toda la vida laboral. Para ello, resulta fundamental **favorecer una mayor participación de las empresas en la formación para que se encuentre adaptada a las necesidades del tejido productivo, evitando que exista un distanciamiento entre dichas necesidades y las políticas de formación.** En este mismo sentido, **es clave la apuesta decidida por la formación profesional dual**, para adecuar la cualificación de la población a nuestra estructura empresarial, mayoritariamente formada por pymes. Junto con lo anterior, **es necesario mejorar las políticas activas de empleo, para incrementar la adaptabilidad de los desempleados**, y, en especial, de aquellos parados con más dificultades para volver al mercado laboral, y **evitar, así, un deterioro progresivo de su productividad.**

- **El acceso a la financiación: la mejora de las fuentes complementarias de financiación**

Tal y como recoge la OCDE, **las dificultades en el acceso a la financiación son ampliamente reconocidas como uno de los mayores obstáculos para crear una empresa y también para hacerla crecer.** Un mayor acceso y en mejores condiciones, así como una mayor variedad



y disponibilidad de fuentes y soluciones de financiación, favorece que puedan financiarse un mayor número de proyectos de inversión productiva. En este sentido, **la falta de financiación supone que, en muchos casos, las empresas de tamaño mediano y pequeño no puedan desarrollar proyectos de inversión innovadores o aprovechar las oportunidades de expandirse en nuevos mercados.**

Por ello, resulta especialmente oportuno abordar las siempre necesarias medidas de mejora de acceso a fuentes de financiación. En este sentido, **el sector bancario en España**, como sucede, en general, en Europa, **tiene un elevado protagonismo en la financiación total de la economía**, mientras que **otras fuentes alternativas al canal bancario, aunque en crecimiento, tienen una menor participación en los procesos de financiación.** Más allá del canal bancario, **es imprescindible seguir ahondando en el desarrollo de fórmulas alternativas y complementarias de financiación.** Ello incluye tanto **actividades de capital riesgo** como el desarrollo de la financiación a través de los **mercados de valores.** Igualmente, a un nivel europeo, se debe **avanzar en la Unión Bancaria y en la Unión del Mercado de Capitales, que también puede facilitar una mejora en el acceso a fondos, tanto bancarios como no bancarios, de las empresas medianas y pequeñas, al suponer una mejor integración y homogeneización de las condiciones financieras y una mayor facilidad de acceso a financiación desde otros países miembro.**



Publicaciones del Instituto de Estudios Económicos

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

43

años

*por la economía
de mercado*



La economía mundial sigue inmersa en un escenario marcado por una elevada incertidumbre, con altas tasas de inflación, más persistentes que lo estimado hace unos trimestres, y con señales de desaceleración económica generalizada. Aunque, de momento, esta pérdida de dinamismo está siendo más moderada de lo que anticipaban los indicadores de confianza, el riesgo de ir hacia una etapa de estanflación es cada vez mayor.

La recuperación de la economía española a lo largo de 2022 se ha visto condicionada por determinados factores que han limitado su crecimiento. Algunos de ellos ya venían manifestándose desde 2021, como la escalada de la inflación o los problemas de suministro, y otros han surgido a lo largo de este ejercicio, como las consecuencias del estallido de la guerra en Ucrania o el cambio de política monetaria. Todo ello ha dado lugar a un contexto de mayor incertidumbre que ha terminado reflejándose en una desaceleración de la economía en la segunda mitad del año. En general, y pese al deterioro de las expectativas, la economía española está mostrando una evolución más positiva de lo que cabría esperar en comparación con otros países de nuestro entorno.

La economía española se enfrenta a un escenario complejo desde el punto de vista de la adopción de medidas eficaces que compensen los efectos negativos de la inflación, sin que se resientan los niveles de la actividad económica y del empleo. Sería necesario planificar un proceso de ajuste presupuestario a través de un plan plurianual que consolide nuestras finanzas públicas y reforzar todos aquellos mecanismos que mejoren las condiciones del entorno en el que operan las empresas.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Tel.: 917 820 580

iee@ieemadrid.com

www.ieemadrid.es