

Los riesgos geopolíticos como nuevo elemento de incertidumbre

COYUNTURA ECONÓMICA

N.º 81 - Diciembre 2024

Los riesgos geopolíticos como nuevo elemento de incertidumbre



En la Reunión semestral de Coyuntura Económica del Instituto de Estudios Económicos la mesa redonda dedicada a la «Economía mundial. Escenario de crecimiento, inflación y condiciones financieras» estuvo compuesta por Jorge Sicilia, economista jefe del Grupo BBVA y director de BBVA Research; Sofía Rodríguez Rico, economista jefe del Banco Sabadell (en pantalla); Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos; y José Ramón Díez Guijarro, director de Economía Internacional y Mercados de CaixaBank Research (todos ellos presentes en la foto, de izquierda a derecha).



La segunda mesa redonda de la Reunión de Coyuntura Económica se centró en analizar la «Economía Española. Un diagnóstico coyuntural y una reflexión de las principales prioridades para los próximos años», con la participación de Concepción Sanz, directora del Servicio de Estudios del Banco Santander; Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos; y Eduardo Aguilar, director general de Análisis Económico del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (todos ellos presentes en la foto, de izquierda a derecha).

Desde el IEE queremos agradecer a todos los ponentes su participación en la última Reunión de Coyuntura Económica del Instituto de Estudios Económicos, el día 26 de noviembre de 2024.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Este informe, segundo de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el Instituto de Estudios Económicos (IEE), bajo la dirección de Gregorio Izquierdo Llanes, a partir de las conclusiones obtenidas en su reunión de Coyuntura semestral, celebrada el día 26 de noviembre de 2024, en la que participaron los principales expertos españoles en coyuntura económica, y con la intervención especial de Jorge Sicilia, economista jefe del Grupo BBVA y director de BBVA Research; José Ramón Díez Guijarro, director de Economía Internacional y Mercados de CaixaBank Research; Sofía Rodríguez Rico, economista jefe del Banco Sabadell; Concepción Sanz, directora del Servicio de Estudios del Banco Santander; Eduardo Aguilar, Director General de Análisis Económico del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; y Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos, como moderador de la reunión.

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

El presente informe de Coyuntura Económica se cerró con los datos disponibles hasta el día 13 de diciembre de 2024.

© 2024 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 2024

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

Índice

RESUMEN EJECUTIVO 6

1. Economía internacional. Incertidumbre ante el aumento de barreras comerciales que perjudiquen el frágil ritmo de crecimiento mundial 6
2. Economía española: crecimientos notables, pero con importantes retos para el futuro 7
3. La creación de empleo está siendo notable en 2024, pero ha ido de más a menos a lo largo del año. Al mismo tiempo, la tasa de paro continúa reduciéndose, pero aún es elevada en un contexto europeo 10
4. La inflación registra una gradual moderación, aunque con resistencias a la baja en algunos componentes 11
5. Perspectivas y riesgos: notable dinamismo de la economía española en 2024, que supera, con creces, la media europea. En 2025 se sigue anticipando una desaceleración económica en el entorno del 2,1% 11
6. Evaluación de la política fiscal tras la crisis de la covid-19. Retos pendientes y oportunidades de mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas 13

LOS RIESGOS GEOPOLÍTICOS COMO NUEVO ELEMENTO DE INCERTIDUMBRE 16

1. Economía internacional. Incertidumbre ante el aumento de barreras comerciales que perjudiquen el frágil ritmo de crecimiento mundial 16
 - 1.1. Introducción. Resiliencia de la economía mundial en un contexto de moderación de la inflación y relajación de la política monetaria 16
 - 1.2. Desaceleración generalizada de la inflación a nivel global y descensos de los tipos de interés 17
 - 1.3. El PIB mundial sigue creciendo a un ritmo muy discreto 19
 - 1.4. El precio del petróleo se debilita y la cotización del oro se encuentra en máximos históricos 22
2. Economía española: crecimientos notables, pero con importantes retos para el futuro ... 24
 - 2.1. En 2024 el consumo privado comienza a tomar el relevo de las exportaciones, mientras la inversión no termina de repuntar 24
 - 2.2. La industria muestra una recuperación más sostenible al tiempo que los servicios ofrecen señales de cierta desaceleración 29
 - 2.3. Los resultados empresariales muestran una desaceleración ante el aumento de los costes laborales y financieros 31



| | |
|---|-----------|
| 2.4. La creación de empleo está siendo notable en 2024, pero ha ido de más a menos a lo largo del año. Al mismo tiempo, la tasa de paro continúa reduciéndose, pero aún es elevada en un contexto europeo..... | 32 |
| 2.5. La inflación registra una gradual moderación, aunque con resistencias a la baja en algunos componentes..... | 37 |
| 2.6. Perspectivas y riesgos: notable dinamismo de la economía española en 2024, que supera, con creces, la media europea. En 2025 se sigue anticipando una desaceleración económica en el entorno del 2,1%..... | 38 |
| 3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica | 41 |
| 3.1. Evaluación de la política fiscal tras la crisis de la covid-19. Retos pendientes y oportunidades de mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas | 41 |
| 3.2. La actividad del sector público en la economía española durante el periodo 2019-2023..... | 43 |
| 3.3. Análisis de la evolución del saldo de las finanzas públicas y escenarios contemplados en el Plan Fiscal Estructural a Medio Plazo | 50 |
| Referencias bibliográficas | 57 |



Resumen Ejecutivo

1. Economía internacional. Incertidumbre ante el aumento de barreras comerciales que perjudiquen el frágil ritmo de crecimiento mundial

La economía mundial continúa mostrando una notable resiliencia, con ritmos de crecimiento estables, aunque discretos, alrededor del 3,2% anual para 2024, al tiempo que **se están normalizando los desajustes entre oferta y demanda** que se generaron con la pandemia y la guerra en Ucrania. Esta corrección de los desequilibrios **está propiciando la desaceleración de la inflación, que se aproxima a los objetivos de los bancos centrales**, si bien los precios de los servicios muestran una mayor resistencia a la baja.

La moderación de los precios ha favorecido que las autoridades monetarias a ambos lados del Atlántico estén relajando sus políticas, reduciendo sus balances y recortando sus tipos de interés. Sin embargo, **las expectativas de crecimiento del PIB mundial continúan siendo muy discretas, entre el 3,2% y el 3,3% para 2025, y del 3,3% para 2026, y con predominio de riesgos a la baja**, en un entorno de notables tensiones geopolíticas y comerciales. **El aumento del proteccionismo y la cada vez mayor fragmentación del comercio en bloques geopolíticos perjudican el crecimiento** del comercio y del PIB mundial, al tiempo que se están afrontando cambios estructurales, como **el envejecimiento de la población y el bajo crecimiento de la productividad, que también restan dinamismo a la actividad**.

El BCE y la Reserva Federal han iniciado sus bajadas de tipos de interés en junio y septiembre, respectivamente. El BCE ha recortado 100 puntos básicos y la Fed 75 puntos básicos y una posible nueva bajada en diciembre, a la que **seguirán varios recortes durante 2025, mientras la inflación continuará moderándose**. No obstante, **la victoria de Donald Trump en las elecciones de Estados Unidos puede alterar las previsiones**. Sus principales medidas anunciadas presentan un sesgo marcadamente inflacionista, y, si se confirman, podrían incidir sobre una menor rebaja de los tipos de interés en Estados Unidos. Además, los incrementos de los aranceles y las posibles respuestas de los países afectados tendrán efectos negativos sobre el comercio, dañando la eficiencia en la asignación de recursos e incidiendo negativamente sobre el crecimiento mundial.

Mientras, entre las principales economías, **el dinamismo de la actividad está siendo desigual**. Los índices PMI muestran una mayor fortaleza en Estados Unidos, con los datos de noviembre en máximos de dos años y medio, que contrasta con la debilidad de la eurozona y de Japón, y con un dinamismo más moderado en China.



En Estados Unidos, la economía continúa registrando un notable vigor. El PIB crecerá un 2,8% en 2024, similar al año anterior, mientras que la tasa de desempleo se mantiene en niveles muy bajos, alrededor del 4,1%, aunque algo más elevada que un año atrás. La inflación continúa desacelerando, aunque los servicios presentan mayor resistencia a la baja. Las medidas anunciadas por Trump, entre las que destacan el aumento de aranceles, mayores restricciones a la migración, menor regulación y bajadas de impuestos, pueden frenar la moderación de la inflación.

La eurozona y el conjunto de la UE están inmersas en una etapa de fragilidad económica. La eurozona crecerá un 0,8% en 2024, aunque con sensibles diferencias entre países, destacando el estancamiento de Alemania. Se prevé una ligera mejoría de la región para 2025, hasta tasas entre el 1,2% y el 1,3%, aunque los posibles aumentos de aranceles en Estados Unidos y el presumible incremento del gasto en defensa pueden drenar algunas décimas.

En cuanto a China, su economía presenta una clara tendencia de desaceleración. El crecimiento en 2024 será del 4,9% y seguirá perdiendo dinamismo en 2025, donde su PIB puede aumentar a tasas del 4,7%, a pesar de las medidas anunciadas para tratar de impulsar la actividad. **Ante los problemas de demanda interna, con la crisis del sector inmobiliario, se ha apostado por un impulso de las exportaciones, pero los anuncios de mayores aranceles, principalmente en Estados Unidos, pueden dañar su ritmo de crecimiento.**

En 2024, los precios de las materias primas han mostrado una ligera recuperación, aunque el año se ha caracterizado por una estabilización tras la volatilidad postpandemia. Factores como las tensiones geopolíticas, las interrupciones comerciales y los posibles recortes de tipos de interés en grandes economías han influido en el comportamiento del mercado. **En el sector alimentario, la mayoría de los productos han registrado una tendencia a la baja desde mediados de año, salvo excepciones como el cacao y el café.** En el ámbito de los metales, los precios han mostrado un aumento moderado, con casos como **el oro, alcanzando máximos históricos.** En cuanto a las materias primas energéticas, **el gas en Europa ha aumentado de precio, alcanzando 48,7 €/MWh a principios de diciembre** debido a la caída de las reservas y al descenso de las temperaturas. Por su parte, **el petróleo Brent ha seguido una tendencia a la baja, cerrando noviembre en 74,4 \$/barril,** impulsado por el aumento de la producción en países no pertenecientes a la OPEP+ y la menor demanda global. La OPEP+, en su última reunión de diciembre, ha decidido extender los recortes de producción hasta 2026.

2. Economía española: crecimientos notables, pero con importantes retos para el futuro

La economía española ha continuado sorprendiendo al alza durante 2024, superando ampliamente las previsiones que se barajaban a finales del año pasado, con crecimientos trimestrales de su PIB muy superiores a los registradas por la eurozona. Con la información disponible



hasta ahora, **se puede afirmar que el crecimiento se situará en torno al 3% en 2024, lo que viene a confirmar la resiliencia de la economía en un contexto económico tan complicado.**

Los elementos que más han contribuido favorablemente al crecimiento durante 2024 han sido las exportaciones de servicios, el consumo privado y el consumo público, por este orden. En el otro lado, las exportaciones de bienes y la inversión han seguido mostrando una evolución negativa.

Las exportaciones han sido un importante motor de la economía en los últimos años, si bien su aportación se ha ido viendo reducida a favor de otros componentes en los últimos trimestres. Además, el incremento de las importaciones, impulsadas por el mayor dinamismo de la demanda interna, ha dado lugar a que la aportación agregada del sector exterior se haya ido reduciendo. Según los datos de la Balanza de Pagos, en los nueve primeros meses de 2024, el superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 40,5 miles de millones, frente a los 31 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior, gracias a la mejora del saldo tanto de bienes y servicios no turísticos, como de la balanza de servicios turísticos, lo que se corresponde con una evolución todavía más favorable de la entrada de turistas este año.

Además de esta favorable evolución de las exportaciones de servicios, el otro componente que ha presentado una mayor aportación positiva al PIB ha sido el consumo, tanto privado como público. No obstante, el consumo privado se sitúa tan solo un 2,5% por encima de los niveles de finales de 2019 y, si lo relativizamos por la población, se sitúa por debajo de los niveles pre-crisis. Por su parte, el consumo público ha aumentado a un ritmo muy por encima del avance del PIB en los últimos años. Este componente es el que registra un mayor crecimiento desde antes de la pandemia, superando en casi un 20% sus niveles de finales de 2019.

El consumo privado no crece al ritmo que cabría esperar, dada la evolución de sus condicionantes, y la tasa de ahorro de las familias se sitúa en niveles históricamente muy elevados. Detrás de este descenso del consumo per cápita pueden encontrarse cambios en la estructura de los hogares u otras dinámicas demográficas, como el envejecimiento de la población, así como cambios en los patrones de consumo. También hay que tener en cuenta en este limitado avance del consumo el efecto del incremento de los tipos de interés durante 2022-2023, que no han comenzado a descender, y de forma muy gradual, hasta mediados de 2024.

En los últimos trimestres se observa una mejora de las condiciones de financiación que pueden favorecer un mayor crecimiento del consumo y de la inversión los próximos trimestres. Además, también se aprecia un aumento de la demanda de préstamos en todos los segmentos, aunque todavía limitado. En cuanto a los factores que explican el crecimiento de la demanda, las entidades financieras señalan la disminución de los tipos de interés y, en el caso de las empresas, también habrían contribuido las mayores necesidades para financiar inversiones en activos fijos y existencias y capital circulante, así como el menor uso de financiación interna. Este aumento del crédito nuevo todavía no compensa el proceso de desapalancamiento que vienen realizando tanto familias como empresas, por lo que el *stock* de financiación continúa



registrando descensos, si bien se espera que esta reactivación de la demanda de crédito continúe los próximos trimestres.

Frente a esta favorable evolución de las exportaciones de servicios, y del consumo, **la inversión continúa registrando un avance muy limitado**, lo que no le ha permitido recuperar sus niveles previos, sobre todo en lo que respecta a inversión en bienes de equipo y otros. **Aunque la inversión pública, gracias a la implementación de los fondos NGEU, está siendo algo más dinámica**, no puede compensar la caída de la inversión privada. Entre los factores que pueden estar condicionando las decisiones de inversión de las empresas se encuentran la escasa rentabilidad de la inversión, la elevada incertidumbre nacional e internacional, la inseguridad jurídica y regulatoria, y las elevadas y cambiantes cargas fiscales. De cara al futuro, y de continuar esta tendencia, podría suponer una pérdida de competitividad y de potencial de crecimiento para la economía española, ya que, como se analizará más adelante, la economía está, y estará, condicionada por importantes riesgos en el corto plazo y por profundos cambios estructurales en el futuro que requieren un impulso decidido de la inversión.

Los indicadores relativos a la actividad industrial en 2024 muestran una significativa mejora con respecto a la tendencia contractiva seguida a lo largo de 2023. Esta recuperación ha respondido a un aumento de la demanda, tanto interior como para exportación. La industria del automóvil ha mostrado, durante 2024, una ligera contracción con respecto al año anterior, donde la falta de demanda es ahora el factor más limitativo para la producción.

El sector servicios ha experimentado crecimientos muy notables a lo largo de 2024, denotando la buena marcha del sector, si bien se aprecia una ligera desaceleración en la segunda parte del año. El sector continúa preocupado por el aumento de precios de sus insumos, especialmente de los salarios, que constituyen una proporción importante de los gastos en el sector servicios. Sin embargo, las empresas no están repercutiendo completamente estos costes a los consumidores debido a las presiones competitivas, por lo que sus márgenes están disminuyendo.

En lo que respecta a los resultados empresariales, **aunque se observa una disminución de las presiones inflacionistas en los costes de los *inputs* y en los costes laborales, las empresas manifiestan una disminución en su facturación y en sus márgenes, por lo que, previsiblemente, se desacelerará la contratación.** Los factores limitantes de la actividad empresarial se mantienen estables, aunque se observa cierto repunte en la preocupación por la disponibilidad de mano de obra y el coste de los *inputs* energéticos, mientras que **la incertidumbre sobre las políticas económicas continúa configurándose como el factor que más negativamente incide en la actividad.**



3. La creación de empleo está siendo notable en 2024, pero ha ido de más a menos a lo largo del año. Al mismo tiempo, la tasa de paro continúa reduciéndose, pero aún es elevada en un contexto europeo

El mercado laboral continúa mostrando una evolución favorable en 2024, con una creación de empleo todavía notable, aunque con tendencia a la desaceleración, según los resultados de la Encuesta de Población Activa. Esta evolución de más a menos del empleo contrasta con la fortaleza que presenta el PIB, que ha derivado en una revisión al alza de las previsiones económicas a lo largo del ejercicio. Hay que destacar que **el sector privado ha sido el motor de la creación de empleo en los meses centrales del año, con cerca de 585.000 nuevos empleos en el acumulado del segundo y tercer trimestres**. Con todo, el total de ocupados superó los 21,8 millones de personas en el tercer trimestre, alcanzando un máximo histórico.

La evolución más reciente del empleo apunta a un renovado impulso del mercado laboral en el último trimestre del año, según la afiliación a la Seguridad Social, que aceleró su ritmo de crecimiento interanual en octubre, aunque lo moderó levemente en noviembre. **Según estimaciones del Instituto de Estudios Económicos (IEE), los afiliados a la Seguridad Social desestacionalizados efectivos** (excluyendo trabajadores en ERTE) **mostrarán un crecimiento alrededor del 0,5% en el cuarto trimestre** de este año, dos décimas más que en el tercer trimestre, aunque por debajo de los registros del primer semestre.

Gracias a la creación de empleo, **nuestros niveles de paro se han reducido en la parte central del año**, con 2,75 millones de desempleados y una tasa de paro que bajó hasta el 11,2% en el tercer trimestre, siendo, en ambos casos, las cifras más bajas desde 2008. Sin embargo, desde una perspectiva internacional, **la tasa de paro española sigue siendo la más alta de la UE, la única que supera el 10% y supone casi el doble de la media europea**.

El mayor dinamismo de la actividad económica en comparación con la creación de empleo está derivando en que **la productividad por ocupado se esté recuperando**, con crecimientos interanuales positivos tanto en el segundo como en el tercer trimestre. **Sin embargo, los niveles de productividad actuales son inferiores a los registrados en 2019**. En concreto, la productividad por ocupado, en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2024, es un 2,6% inferior a la del mismo periodo de 2019.

Al mismo tiempo, los costes laborales continúan creciendo a buen ritmo en 2024, aunque de forma algo menos intensa que en 2023. Además, **el coste laboral unitario en los tres primeros trimestres de 2024 se sitúa un 22,2% por encima de los niveles de 2019**. Todo ello denota los elevados costes laborales que está soportando el tejido empresarial en los últimos años, lo que, junto con unos menores niveles de productividad, perjudica la competitividad de las empresas españolas frente a nuestros competidores.

Dentro de los costes laborales, hay que destacar la **notable subida de las cotizaciones obligatorias**, que en el primer semestre son un 20,4% superiores a las del mismo periodo de 2019. En este sentido, **España sigue siendo uno de los países europeos con mayores cotizaciones**



sociales pagadas por las empresas en porcentaje del PIB. En concreto, se sitúa en el 9,5% del PIB en 2022, por encima del 7,1% de promedio en la UE.

4. La inflación registra una gradual moderación, aunque con resistencias a la baja en algunos componentes

La inflación se espera que registre un avance del 2,8% para el promedio del año, frente al 3,5% de 2023. Durante todo el ejercicio la inflación subyacente ha mostrado una tendencia a la baja muy gradual, continuando la senda iniciada en 2023.

Por componentes, **tanto los bienes industriales no energéticos como los alimentos han experimentado una significativa desaceleración** en las tasas de avance de sus precios. También **los precios energéticos han registrado una variación prácticamente nula** para el conjunto del año. Sin embargo, **el componente de servicios ha mostrado una fuerte resistencia a la baja en el avance de sus precios**, debido al dinamismo de su demanda y al aumento de los costes de producción, sobre todo los salariales.

Se espera que la inflación continúe su senda de moderación a lo largo de 2025. No obstante, siguen existiendo elementos de riesgo sobre la inflación, tanto por parte de los precios energéticos como por los efectos de segunda ronda debidos a incrementos salariales y su traslación a precios finales.

5. Perspectivas y riesgos: notable dinamismo de la economía española en 2024, que supera, con creces, la media europea. En 2025 se sigue anticipando una desaceleración económica en el entorno del 2,1%

La economía española mantuvo una notable fortaleza en 2024, con tasas trimestrales entre el 0,8% y 0,9% hasta septiembre, **situándose entre las más dinámicas de la UE.** Además, esto se ha producido en un contexto de debilidad del entorno económico europeo y de persistencia de una elevada incertidumbre a nivel global. Y si bien el impacto de la DANA restará unas décimas al avance trimestral del PIB del cuarto trimestre, es previsible que la economía española pueda alcanzar una tasa del 3% en el conjunto del año. Esto contrasta con las cifras procedentes de Europa, donde se anticipa un avance del PIB por debajo del 1% para la eurozona.

Además de la revisión realizada por el INE, otros elementos que han apoyado el buen comportamiento de la economía española, en 2024, son la mejora de la renta familiar, que ha revitalizado el consumo de las familias, si bien todavía en un tono modesto; **unas condiciones financieras menos restrictivas**, al comenzar a reducirse los tipos de interés del BCE; **la moderación de la inflación hasta tasas del entorno del 2%**; **la resiliencia del mercado laboral y la política expansiva del gasto público.**



Para 2025 se anticipa un crecimiento del PIB más moderado, entre el 2% y 2,3%, debido a la pérdida de intensidad de los factores tractores de la actividad y del empleo de 2024, a lo que se suma el impacto en las políticas de la nueva legislatura de Trump en nuestros socios europeos y en algunos sectores exportadores de la economía española hacia el mercado americano. La incertidumbre seguirá siendo un factor que reste empuje a la inversión.

Frente al dinamismo del crecimiento económico en 2024, **el empleo moderó su ritmo de avance, dando lugar a un aumento de la productividad, especialmente por hora trabajada.** Tanto en la EPA como en los afiliados a la Seguridad Social se apreció esta tendencia, que se ha frenado en el último trimestre del año a tenor de la información de octubre y noviembre del registro de la Seguridad Social. En media de 2024, el empleo, en términos de Contabilidad Nacional, aumentará un 2,2%, tasa que se desacelera hasta el 1,7% en 2025. La tasa de paro podría bajar del 11% en 2025.

En 2024 continuó la senda de moderación de la inflación iniciada a mediados de 2022. En tasa media, la inflación de 2024 se situará en el 2,8% y, si no hay *shocks* externos en los precios energéticos, podría situarse en el 2% en 2025.

El superávit del sector exterior se va a ampliar en 2024, con un saldo de la balanza por cuenta corriente, en porcentaje del PIB, que podría acercarse al 3%, y bajar unas décimas en el entorno del 2,3% en 2025.

El desequilibrio macroeconómico de mayor magnitud es el déficit y la deuda del sector público. El saldo de las cuentas públicas en 2024 podría situarse en el -3,3% del PIB y, si no se produce un cambio de orientación de la política presupuestaria y fiscal, se prevé un déficit público del -3% del PIB en 2025.

Los riesgos en este escenario para la economía española proceden, en buena parte, del exterior. Si bien cabe señalar que los efectos de las políticas arancelarias de Trump serán menores en España que en el promedio de la Unión Europea, hay una serie de sectores donde los efectos sí pueden ser más reseñables. Entre ellos, hay que destacar el sector agroalimentario, la maquinaria, el sector químico y la automoción como los más afectados. Esto podría perjudicar las exportaciones españolas, ampliando el déficit comercial. También es preciso destacar las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y la continuidad de la guerra de Ucrania, que pueden afectar a la oferta y a los precios de varios *inputs* energéticos. En otro ámbito, también hay que señalar posibles turbulencias en los mercados financieros generadas bien por *shocks* procedentes de decisiones políticas, o bien por la exposición de algunas carteras hacia activos de mayor riesgo.

Los riesgos de ámbito nacional provienen de la incertidumbre política y regulatoria, que está afectando a buena parte de los costes de las actividades empresariales, sobre todo porque las medidas de política económica implican una mayor carga fiscal y laboral, con anuncios de subidas en diversos impuestos y en los costes salariales, como cotizaciones sociales y salario



mínimo. Todos ellos son obstáculos para la inversión empresarial, que sigue siendo la variable más rezagada en este ciclo económico de recuperación, y uno de los elementos clave para consolidar el crecimiento y la competitividad en el futuro.

6. Evaluación de la política fiscal tras la crisis de la covid-19. Retos pendientes y oportunidades de mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas

El contexto económico internacional ha estado marcado en los últimos años por diversos *shocks* que han condicionado el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos y, en particular, los vinculados con la actividad del sector público en la economía española. Con respecto a la actividad del sector público resulta destacable que, en el periodo reciente, su balance financiero se ha visto deteriorado tanto por componentes del ciclo económico como por la adopción de otras medidas estructurales de política fiscal destinadas a hacer frente a los sucesivos *shocks* económicos. Estas presiones sobre las finanzas públicas han limitado el necesario margen de maniobra de la política fiscal y comprometido la consecución de los objetivos de déficit y deuda pública marcados por las nuevas reglas fiscales europeas.

Por ello, **una de las cuestiones más importantes a las que tendrá que hacer frente el sector público a partir de ahora es en qué medida un escenario macroeconómico caracterizado por menores tasas de crecimiento de la actividad y de los precios, junto con la retirada de algunas de las medidas temporales sobre los ingresos y gastos y la necesaria limitación del crecimiento del gasto primario neto, afectarán a la evolución de las finanzas públicas en lo relativo a la consecución de los objetivos marcados en el Plan Fiscal y Estructural a Medio Plazo (PFEMP).** No obstante, este plan se ha validado en un contexto marcado por la falta de presentación del Plan Presupuestario y de los Presupuestos Generales del Estado para 2025.

Respecto a la economía española, según las previsiones de la AIREF, se espera una disminución del déficit público respecto al ejercicio anterior de 0,5 puntos porcentuales de PIB en 2024, para situarse en el 3% en este año. Esta magnitud es algo superior en el caso de las previsiones del Banco de España (3,3%), así como las estimadas por el Instituto de Estudios Económicos (3,3%), lo que muestra un ligero tono contractivo de la política fiscal en este ejercicio. Si bien es previsible que en 2025 este déficit se sitúe entre el 2,7% y el 3%, el escenario central apunta a que, en los próximos años, se agota el margen de mejora de este saldo público en ausencia de medidas, lo que implicaría un tono neutral de la política fiscal.

Desde el inicio de la pandemia se ha producido un sensible aumento de la presión fiscal, con el consecuente incremento de los ingresos públicos, impulsado, fundamentalmente, por el **crecimiento de las bases impositivas**, en el que la inflación ha tenido un papel protagonista, y por todas aquellas **medidas de aumento de los impuestos y de cotizaciones sociales** que se han implementado.



Por el lado de los gastos, los principales determinantes de su contribución al PIB fueron **el incremento tanto de las prestaciones sociales en efectivo relativas a protección social**, especialmente en pensiones, **como del gasto en consumo final de las AA. PP.**, principalmente por las partidas de remuneración de los asalariados y consumos intermedios. A este respecto, **cabe destacar el papel del consumo público, al que se le atribuye más de la mitad (3,6 p.p.) del crecimiento acumulado del PIB (6,6%) desde el inicio de la pandemia hasta el tercer trimestre de 2024.** Además de esta partida, los dos factores que impulsaron el crecimiento económico, en este periodo, fueron el **consumo privado** y la pujanza de la **demanda exterior neta**.

A partir de 2022, el gasto público ha superado, consistentemente, los niveles de 2019, consolidándose como un elemento estructural en el Presupuesto, lo cual limita el margen de maniobra de la política fiscal y compromete su sostenibilidad ante el reto demográfico, las inversiones necesarias en digitalización o cambio climático, y los compromisos en términos de defensa. A este respecto, el nuevo Plan Fiscal y Estructural incluye reformas e inversiones enfocadas en cinco ámbitos: la transición ecológica, la mejora del capital humano, la transformación digital, el impulso del capital físico y la productividad y, por último, el ámbito presupuestario.

Por ello, ante las positivas expectativas de crecimiento de la economía española en los próximos años, **sería recomendable que se aprovechasen las fases expansivas de la actividad para construir colchones cíclicos que permitan obtener márgenes fiscales para hacer frente a posibles recesiones o *shocks* económicos adversos en el futuro.**

Una de las razones del incremento estructural del gasto público, comentado previamente, es que **las necesidades de financiación de las Administraciones públicas derivadas de la pandemia parecen haberse consolidado**, aun habiéndose producido ya la normalización de la economía una vez superados los peores momentos de la crisis, **lo que habría supuesto un obstáculo a la reducción del déficit de España.**

Según las previsiones de la AIReF, el déficit público se situará en el 3% en 2024, mientras que el Banco de España estima que alcanzará el 3,3%, al igual que el IEE, lo que muestra un ligero tono contractivo de la política fiscal en este ejercicio.

Como muestra adicional de la vulnerabilidad de las finanzas públicas y la necesidad de la consolidación fiscal del conjunto de las AA. PP. se puede tomar como referencia **el déficit público estructural, que se prevé que se sitúe en torno al 3,5% en 2024, lejos de los niveles prepandemia y del 1,5% que marcan los objetivos comunitarios.** Asimismo, **el endeudamiento del sector público, en proporción al PIB, se sitúa en torno al 105%, una de las ratios más elevadas de la UEM.**

A medio plazo, se amplían las discrepancias entre las estimaciones de la evolución del déficit entre el PFEMP (0,8% en 2031) y la AIReF (3,1% del PIB en dicho periodo). Esta discrepancia se debe a las **diferencias existentes tanto en las previsiones de ingresos como en las medidas discrecionales de ingresos.** En ambos casos, el principal factor de incremento del déficit es el impacto del envejecimiento demográfico en las cuentas públicas.



Con respecto a la dinámica del endeudamiento, **el escenario de ajuste del Gobierno muestra una dinámica muy favorable para la reducción de la deuda, situándola en el 76,8% del PIB en 2041, mientras que la AIREF estima una menor reducción de la deuda pública, llegando al 87,5% del PIB en 2041.**

En este contexto, **es necesario que se diseñen y aprueben un conjunto sustancial de medidas que mejoren la eficiencia del gasto público como vía fundamental para abordar la necesaria consolidación fiscal a medio plazo**, esto es, tal y como recoge la norma suprema de nuestro ordenamiento jurídico, es preciso la programación y ejecución del gasto público a partir de los criterios de eficiencia y economía. En todo caso, **la necesidad de este ajuste no debe comprometerse con subidas de impuestos y de cotizaciones sociales**, tal y como se han sucedido en el periodo reciente, puesto que estas comprometen el necesario crecimiento económico, así como las expectativas y la confianza de los agentes, **desincentivando tanto los procesos de generación de ahorro y acumulación de capital, como los de inversión necesaria** para superar los retos a más largo plazo que debe afrontar la economía española para mejorar su competitividad.

Palabras clave: **incertidumbre, riesgos geopolíticos, crecimiento, inflación, política monetaria, proteccionismo, aranceles, productividad, empleo, materias primas, exportaciones de servicios, inversión, previsiones, política fiscal, Plan Fiscal y Estructural a Medio Plazo (PFEMP), gasto primario neto, sector público, consumo público, déficit estructural, deuda pública, ajuste fiscal, sostenibilidad fiscal, finanzas públicas, reforma estructural.**



Los riesgos geopolíticos como nuevo elemento de incertidumbre

1. Economía internacional. Incertidumbre ante el aumento de barreras comerciales que perjudiquen el frágil ritmo de crecimiento mundial

1.1. Introducción. Resiliencia de la economía mundial en un contexto de moderación de la inflación y relajación de la política monetaria

La economía mundial continúa mostrando una notable resiliencia, con ritmos de crecimiento estables, aunque discretos, alrededor del 3,2% anual para 2024, al tiempo que **se están normalizando los desajustes entre oferta y demanda que se generaron con la pandemia y la guerra en Ucrania**. Esta corrección de los desequilibrios está propiciando la **desaceleración de la inflación, que se aproxima a los objetivos de los bancos centrales**, si bien los precios de los servicios muestran una mayor resistencia a la baja. No obstante, las previsiones de los principales organismos internacionales sitúan la inflación en estos niveles objetivo a lo largo de 2025, en la mayor parte de los países.

La moderación de los precios ha favorecido que **las autoridades monetarias a ambos lados del Atlántico estén relajando sus políticas, reduciendo sus balances y recortando sus tipos de interés**. Sin embargo, **las expectativas de crecimiento del PIB mundial continúan siendo muy discretas** y con predominio de riesgos a la baja, en un entorno de notables tensiones geopolíticas y comerciales. El aumento del proteccionismo y la cada vez mayor fragmentación del comercio en bloques geopolíticos perjudican el crecimiento del comercio y del PIB mundial, al tiempo que se están afrontando cambios estructurales, como el envejecimiento de la población y el bajo crecimiento de la productividad, que también restan dinamismo a la actividad.

La reciente victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos puede alterar las previsiones. Sus principales medidas anunciadas, como el aumento de las tasas arancelarias, principalmente a China, el endurecimiento de la política migratoria, así como las rebajas de impuestos y la menor regulación, presentan un sesgo marcadamente inflacionista. Si estas medidas y sus efectos se confirman, podrían incidir sobre una menor rebaja de tipos de interés en Estados Unidos. Además, los incrementos de los aranceles y las posibles respuestas de los países afectados tendrán efectos negativos sobre el comercio, dañando la eficiencia en la asignación de recursos e incidiendo negativamente sobre el crecimiento mundial.

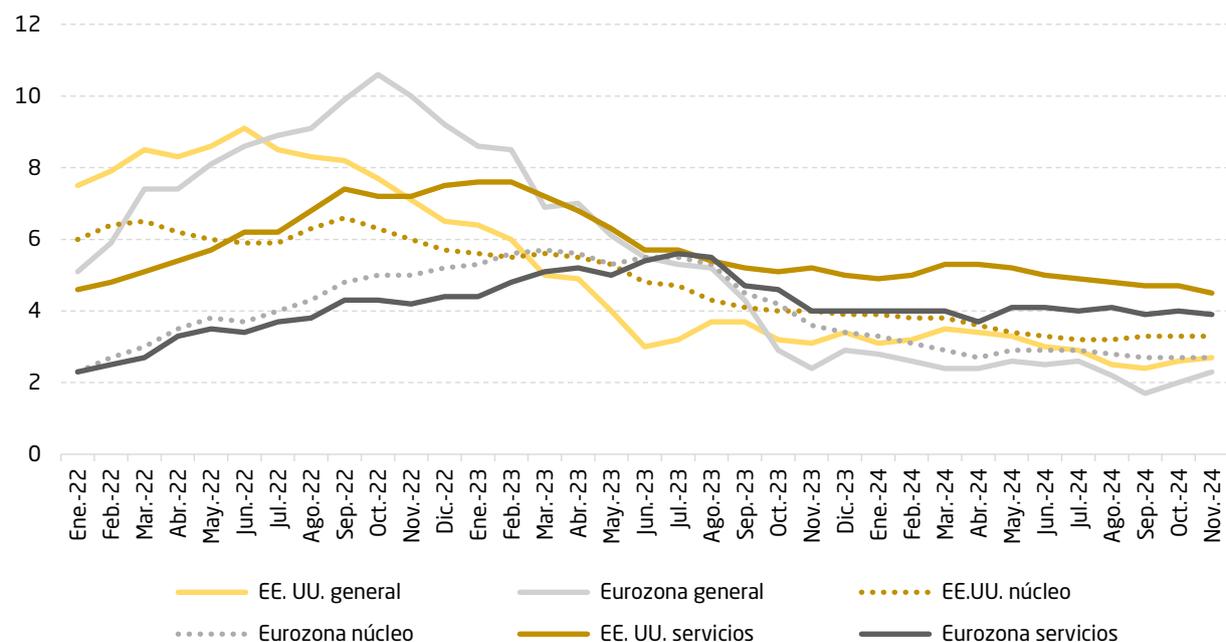


1.2. Desaceleración generalizada de la inflación a nivel global y descensos de los tipos de interés

Durante el año 2024 **la inflación ha continuado con la senda de desaceleración** iniciada en 2023, tras los máximos que se alcanzaron en el año 2022 como consecuencia de los desajustes entre oferta y demanda derivados de la pandemia y por la crisis de materias primas que tuvo lugar tras la invasión rusa a Ucrania. La inflación mundial ha pasado desde el 8,6% en 2022 al 6,7% en 2023, y al 5,8% en 2024, y se prevé que descienda hasta el 4,3% en 2025, y al 3,6% en 2026, situándose en línea con las tasas promedio del periodo comprendido entre los años 2000 y 2019, que también fue del 3,6%. No obstante, **el comportamiento es sensiblemente diferente entre regiones**. En las economías avanzadas, la inflación media, en 2024, será del 2,6%, y en 2025 se situará en el 2%, tasas compatibles con los objetivos de las principales autoridades monetarias. En contraste, el proceso de desinflación está siendo más lento en los países emergentes y en desarrollo, donde la media, en 2024, se situará en el 7,9% y bajará hasta el 5,9% en 2025.

Por su parte, también existen sensibles diferencias entre la evolución de los precios de los bienes, que se están estabilizando, frente a los precios de **los servicios, que continúan presentando mayores resistencias a desacelerar**. En concreto, en Estados Unidos y en la eurozona la inflación, en 2024, se situará en el 3% y en el 2,4%, en promedio, respectivamente, mientras que las inflaciones núcleo, sin energía, alimentos ni tabaco, aún se mantendrán en tasas algo superiores, del 3,5% y el 2,8% respectivamente. Los servicios, en contraste, resisten en tasas del 5% en promedio en Estados Unidos y en el 4% en la eurozona, aunque en los últimos meses del año se han situado ligeramente por debajo de estas cifras (Gráfico 1).

GRÁFICO 1
Inflación en Estados Unidos y en la eurozona



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

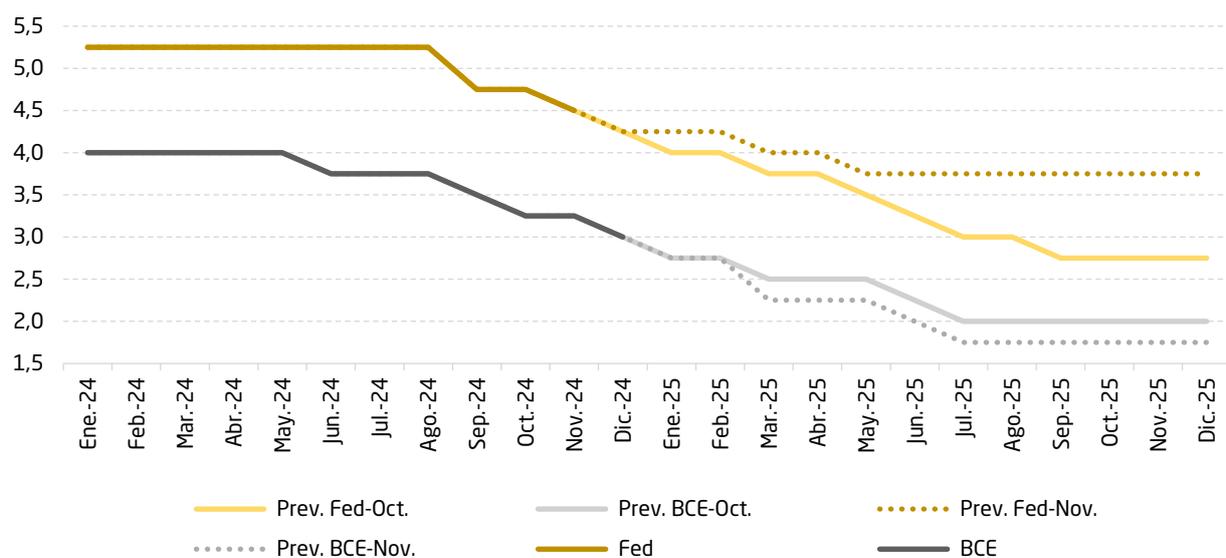


Los menores registros de inflación y las perspectivas de que continúen moderándose los precios han allanado el camino para que **los bancos centrales estén reduciendo sus tipos de interés de forma generalizada**. No obstante, en la mayor parte de los países los tipos de interés aún permanecen en terreno restrictivo, por lo que se espera que la relajación de la política monetaria tendrá continuidad en 2025.

La Reserva Federal inició, en septiembre, su primera bajada de tipos de interés, tras el fin del ciclo alcista que tuvo lugar en septiembre de 2023, sorprendiendo con un recorte de 50 puntos básicos, al que ha seguido un nuevo descenso de 25 puntos básicos en noviembre, para dejar los tipos en el intervalo entre el 4,5% y el 4,75%. Los mercados estaban descontando un nuevo descenso en diciembre y bajadas por otros 100 o 125 puntos básicos a lo largo de 2025. Sin embargo, **tras la victoria de Trump, estas expectativas han cambiado**. Ahora hay apreciables dudas sobre si los tipos variarán en diciembre, mientras que, para 2025, tan solo se están considerando dos nuevos descensos, que pueden ser tres en el caso de que no se produzcan movimientos en diciembre, para situar los tipos a finales del próximo año entre el 3,75% y el 4%, unos 75 puntos básicos menos que antes de las elecciones.

El Banco Central Europeo inició las bajadas de tipos de interés unos meses antes que la Reserva Federal, en su reunión de junio, donde recortó 25 puntos básicos. Posteriormente, en septiembre, octubre y diciembre, se llevaron a cabo tres nuevas bajadas de tipos de interés, de 25 puntos básicos cada una, para la facilidad de depósito, que ha pasado a ser la nueva referencia, hasta situarla en el 3%. Las expectativas de los inversores apuntan a unos cuatro recortes adicionales a lo largo de 2025, para cerrar el próximo año con tipos situados alrededor del 2%. No obstante, tras la victoria de Trump, cuyas medidas pueden dañar el crecimiento europeo, se contempla que el BCE pueda llevar a cabo algún descenso adicional (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
Tipos de interés de la FED y del BCE y previsiones



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de información del BCE y de la Reserva Federal.



1.3. El PIB mundial sigue creciendo a un ritmo muy discreto

Los principales organismos internacionales, como la OCDE, el FMI y la Comisión Europea, destacan **la resistencia del PIB mundial, que en 2024 presentará tasas del 3,2%**, similares a las de 2023, a pesar de que las políticas monetarias permanecen restrictivas en la mayor parte de los países y de las tensiones geopolíticas y comerciales existentes. No obstante, **el ritmo de crecimiento es bastante moderado**, aunque con sensibles diferencias entre países y sectores, con mayor dinamismo en los servicios que en las manufacturas. Las previsiones de estas instituciones apuntan a que el crecimiento del PIB mundial se mantendrá en tasas similares, entre el 3,2% y el 3,3% en 2025, y en el 3,3% en el 2026, ambos por debajo del promedio de los años previos a la pandemia, que fue del 3,4%. Estos escenarios centrales recogen que proseguirá la moderación de la inflación y la relajación de la política monetaria, al tiempo que continuarán disminuyendo las rigideces de los mercados laborales, aunque las tasas de desempleo permanecerán en mínimos históricos o en ratios próximos a dichos mínimos (Cuadro 1).

CUADRO 1

Previsiones de la OCDE

Diciembre 2024 (variación interanual)

| | PIB | | | Inflación | | |
|------------------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Mundo | 3,2 | 3,3 | 3,3 | | | |
| OCDE | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 5,4 | 3,8 | 3,0 |
| Estados Unidos | 2,8 | 2,4 | 2,1 | 2,5 | 2,1 | 2,0 |
| Eurozona | 0,8 | 1,3 | 1,5 | 2,4 | 2,1 | 2,0 |
| Alemania | 0 | 0,7 | 1,2 | 2,4 | 2,0 | 1,9 |
| Francia | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 2,4 | 1,6 | 1,8 |
| España | 3 | 2,3 | 2,0 | 2,8 | 2,1 | 2,0 |
| Italia | 0,5 | 0,9 | 1,2 | 1,2 | 2,1 | 2,0 |
| Japón | -0,3 | 1,5 | 0,6 | 2,6 | 1,9 | 2,1 |
| Reino Unido | 0,9 | 1,7 | 1,3 | 2,6 | 2,7 | 2,3 |
| China | 4,9 | 4,7 | 4,4 | 0,4 | 1,1 | 1,4 |
| India | 6,8 | 6,9 | 6,8 | 4,8 | 4,2 | 4,0 |
| Brasil | 3,2 | 2,3 | 1,9 | 4,5 | 4,2 | 3,6 |
| México | 1,4 | 1,2 | 1,6 | 4,7 | 3,3 | 3,0 |
| Comercio mundial | 3,5 | 3,6 | 3,5 | | | |

Fuente: OCDE.



Estas previsiones de crecimiento están sujetas a una notable incertidumbre con diversos riesgos, la mayor parte de ellos a la baja. **Entre los riesgos destacan la intensificación de las tensiones geopolíticas**, con posibles efectos sobre los mercados energéticos y mayor fragmentación comercial, lo que perjudicaría al comercio global. También **preocupa que la inflación presente una mayor resistencia**, lo que afectaría a las políticas monetarias y al crecimiento. Además, **desajustes en los tipos de cambio podrían desencadenar movimientos bruscos de los flujos de capital y tensiones en los mercados financieros**. Por el contrario, el crecimiento podría ganar dinamismo si se diese una resolución en el corto plazo de los conflictos geopolíticos, o si mejorase la confianza de los agentes que permitiera dar un mayor impulso a la actividad.

Para afrontar estos desafíos, **se insiste en la necesidad de reducir la inflación y mantenerla controlada**, así como de **abordar los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas**, conteniendo el crecimiento del gasto, optimizando los ingresos y con sendas de ajustes creíbles a medio plazo. Se destaca también la **importancia de llevar a cabo reformas estructurales que revitalicen el débil crecimiento del PIB potencial**, con políticas para mejorar la educación y el desarrollo de habilidades y reducir las limitaciones en los mercados que afectan a la inversión y a la movilidad laboral. Además, **es fundamental afrontar los problemas de escasez de mano de obra, que se agudizan por el envejecimiento** de la población, fomentando un aumento de la participación en el mercado de trabajo.

Entre las principales economías, **el dinamismo de la actividad está siendo desigual**. Los índices PMI muestran una mayor fortaleza en Estados Unidos, con los datos de noviembre en máximos de dos años y medio, que contrasta con la debilidad de la eurozona y Japón, y con un dinamismo más moderado en China.

En Estados Unidos, la economía continúa registrando un notable vigor. En el tercer trimestre **el PIB aumentó un 0,7% trimestral**, al igual que en el segundo, apoyado en las exportaciones, en el gasto público y en el consumo de los hogares. El mercado laboral también sigue mostrando solidez, aunque hay menores tensiones salariales que hace un año. La tasa de paro oscila alrededor del **4,1%, con unos 7 millones de parados que, aunque son cifras positivas, presentan cierto empeoramiento frente a tasas del 3,5% que se dieron, en promedio, en la primera mitad de 2023**.

Con la reciente victoria de Donald Trump, el proceso de desaceleración de la inflación puede resentirse, dado que la mayor parte de sus políticas presentan sesgos alcistas sobre los precios. Entre ellas destacan un aumento generalizado de los aranceles, entre el 10% y el 20%, y muy particularmente a China, con tasas del 60%, lo que aumentará los precios de los productos importados. También ha anunciado políticas migratorias más restrictivas, lo que incrementará las presiones salariales en el mercado laboral, principalmente entre las ocupaciones de menor cualificación. Además, las menores regulaciones anunciadas, junto con la posible extensión de las rebajas de impuestos, deberían impulsar el consumo y la actividad en general.

La economía estadounidense también presenta debilidades que pueden dañar su crecimiento en el medio y largo plazo, como los elevados niveles de déficit públicos, de alrededor del 6%,



y que se prevé que continúen durante los años venideros. Adicionalmente, las medidas anunciadas ya han llevado a una **apreciación del dólar, lo que, junto con el aumento del proteccionismo, pueden perjudicar el crecimiento**. En paralelo, la previsible respuesta de terceros países al aumento de aranceles en Estados Unidos también dañará los intercambios comerciales.

La eurozona y el conjunto de la UE están inmersas en una etapa de fragilidad económica. En el tercer trimestre, el PIB de la eurozona aumentó un 0,4% trimestral, algo más que en los dos anteriores, 0,3% y 0,2% respectivamente, si bien los índices PMI del cuarto trimestre apuntan a un nuevo debilitamiento en la parte final del año. Las previsiones para 2024 sitúan el crecimiento alrededor del 0,8%, mientras que, para 2025, se estima una recuperación modesta, entre el 1,2% y el 1,3%, y algo mayor para 2026, alrededor del 1,5%. Sin embargo, **el posible aumento de aranceles por parte de Estados Unidos, junto con las presiones para incrementar el gasto militar en la región, pueden restar unas décimas** a estas estimaciones.

La situación es dispar entre países y los posibles efectos de los aranceles también serán diferentes. De entre las grandes economías, España es la que mejor se está comportando, con un crecimiento que se situará alrededor del 3% en 2024, siendo su relación comercial con Estados Unidos menor que la del promedio de la eurozona. En contraste, Alemania mantendrá su economía estancada durante el presente año, siendo, además, el país que, previsiblemente, más se vea afectado por los incrementos de aranceles en Estados Unidos. A todo ello **hay que añadir la inestabilidad política que se está viviendo en varios países de la eurozona**, destacando los casos de Alemania y Francia, con elecciones anticipadas para febrero de 2025, en el primer caso, y una crisis de gobierno en el segundo, tras prosperar la moción de censura sobre su primer ministro.

La región debe afrontar, además, una serie de desafíos que están frenando el crecimiento, como son el **envejecimiento** de la población, la **debilidad de la inversión** y la **baja productividad**. Todo ello en un momento donde debe afrontar retos como la transición energética, la escasez de mano de obra, una mayor apuesta por la tecnología, así como dependencias estratégicas, en un contexto geopolítico complicado. En este marco, los informes encargados a **Enrico Letta y Mario Draghi destacan la importancia de profundizar en el mercado único y de apostar, decididamente, por las medidas que mejoren la productividad y la competitividad** de la Unión Europea.

Por su parte, **la economía china presenta una clara tendencia de desaceleración**. El PIB del tercer trimestre aumentó un 0,9% en tasas trimestrales, comportándose algo mejor que en el segundo (0,7%), aunque en tasas interanuales sigue en una senda descendente (4,6% frente al 4,7% del segundo trimestre y el 5,3% del primero). Las previsiones estiman un crecimiento del 4,9% para el presente año, unas décimas menos que en 2023, mientras que seguirá moderándose tanto en 2025 como en 2026. El **envejecimiento de su población y el menor crecimiento de la productividad** han reducido el crecimiento potencial del país. Además, **los problemas que atraviesa su sector inmobiliario**, que antes de la pandemia suponía el 30% del PIB chino, **han debilitado la confianza de los agentes y la demanda interna**.



El país está impulsando la demanda externa para sostener el crecimiento de la economía, aunque el apoyo a las exportaciones **está generando tensiones comerciales con otras regiones**, particularmente con Estados Unidos, y recientemente también con la UE, en particular en relación con los coches eléctricos. El aumento de los aranceles de estos países, principalmente en Estados Unidos, puede dañar las exportaciones chinas y el crecimiento de los próximos años.

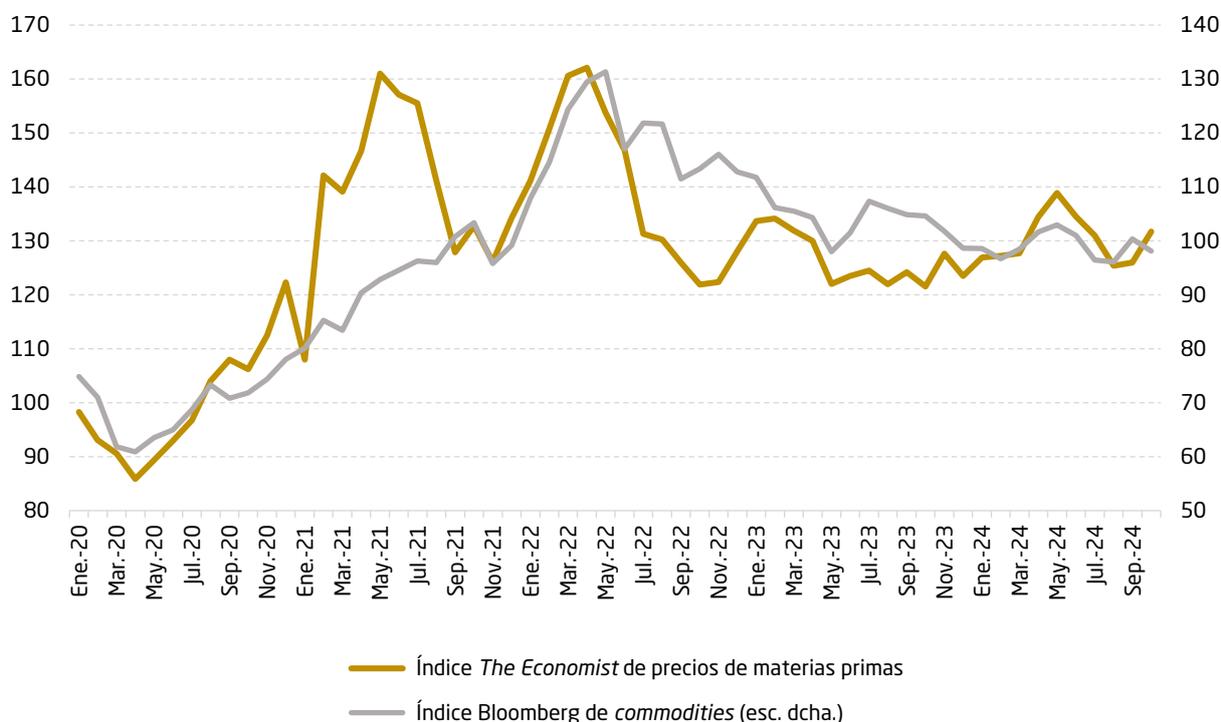
Adicionalmente, se han anunciado medidas monetarias y fiscales para impulsar la demanda interna. En septiembre se tomaron medidas como reducir los coeficientes de reservas y rebajas de tipos de interés para impulsar el crédito, así como apoyar a los mercados bursátiles y de vivienda. En noviembre, se han aprobado medidas para ayudar a los gobiernos locales, permitiéndoles canjear deuda oculta para aliviar su complicada situación financiera. Sin embargo, **los inversores estiman que estas medidas son insuficientes y no evitarán la desaceleración**, considerando que serían necesarias mayores dotaciones económicas y otras medidas que estimularan más directamente el consumo. En esta situación, y ante los aumentos arancelarios anunciados, **es previsible que se adopten medidas adicionales para paliar los efectos negativos derivados de mayores tensiones comerciales.**

1.4. El precio del petróleo se debilita y la cotización del oro se encuentra en máximos históricos

En 2024, el índice de precios de materias primas de *The Economist* ha mostrado una leve tendencia al alza. En octubre de 2024 el índice se situaba en 131,7 puntos, reflejando una ligera recuperación frente a niveles anteriores. Sin embargo, **el año ha estado marcado por una estabilización general de los precios, tras la extrema volatilidad registrada en los años posteriores a la pandemia.** Los principales factores que han influido en el comportamiento de los precios incluyen tensiones geopolíticas e interrupciones en las rutas comerciales. Además, **el mercado sigue atento a posibles efectos derivados de recortes de tipos de interés en economías clave**, como Estados Unidos, **lo que históricamente ha influido en los precios de las materias primas** (Gráfico 3).



GRÁFICO 3
Índices de precios de las materias primas



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de información de Bloomberg y de *The Economist*.

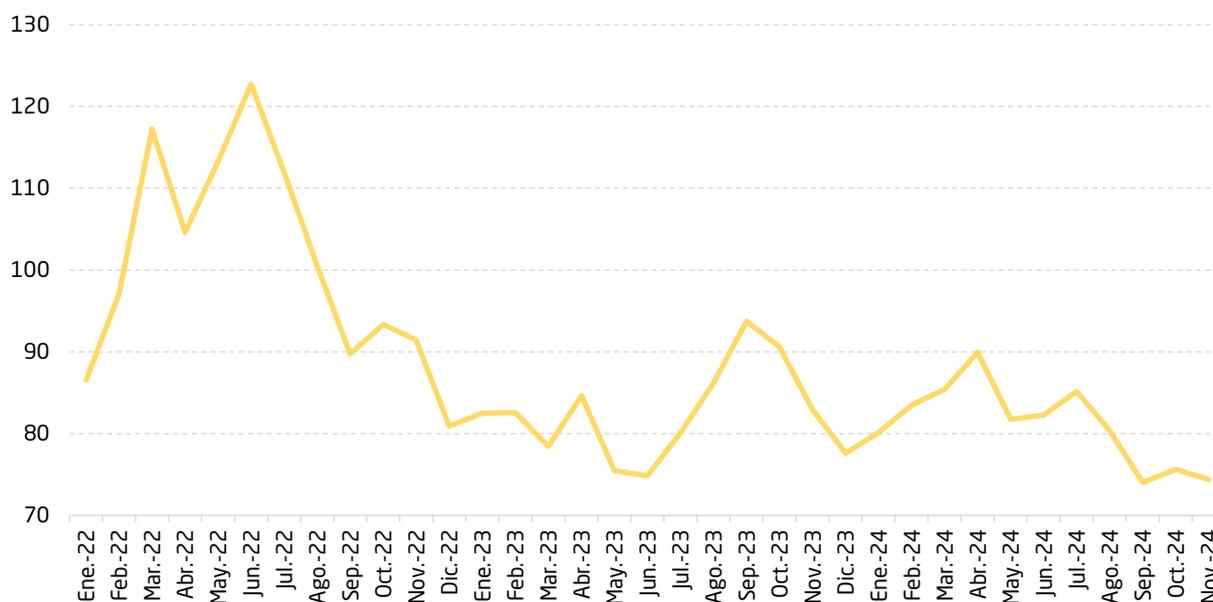
Al realizar un análisis más detallado, se observa un comportamiento desigual en los precios de las materias primas. **En el sector alimentario, la mayoría de los productos ha mostrado una tendencia a la baja desde mediados de 2024, salvo excepciones como el cacao y el café.** En cuanto a **los metales, la tendencia general es moderadamente alcista, y con desviaciones como el níquel o el plomo, que contrastan con el oro, que ha alcanzado máximos históricos,** impulsado por su papel como activo refugio. A esto se suma la creciente preocupación por Indonesia, principal productor mundial de níquel (utilizado en la producción de baterías), que ha comenzado a implementar políticas más estrictas para reducir las cuotas de extracción y que podrían suponer un alza en los precios de este metal a corto plazo.

En cuanto a las principales materias primas energéticas, **a inicios de diciembre de 2024, el gas TTF en Europa se cotiza cerca de los 48,7 euros/MWh, marcando su punto más alto desde octubre de 2023.** Este incremento responde a la previsión de un descenso de las temperaturas en el continente, lo que provocará un mayor consumo de calefacción. Después de un periodo de clima moderado, **se espera que Europa occidental experimente un enfriamiento significativo, generando más presión sobre las reservas de gas, que han caído al 85%, frente al 95% registrado el año anterior.** Asimismo, aumentan las inquietudes respecto a posibles interrupciones en el suministro, especialmente por la inminente expiración de un acuerdo clave de tránsito de gas entre Rusia y Ucrania.



En la segunda mitad de 2024, el precio del petróleo ha seguido una tendencia a la baja, situándose el Brent en 74,4 dólares por barril en noviembre. Esto representa una caída del 1,7% respecto a octubre del mismo año y un descenso del 10,3% en comparación con noviembre de 2023. Los mercados de futuros anticipan una moderación gradual de los precios, impulsada por el incremento en la producción de países fuera de la OPEP+, especialmente Estados Unidos, junto con una menor demanda de crudo en China y la debilidad de la economía global. **La OPEP+ ha acordado, en su última reunión de diciembre de 2024, extender hasta fines de 2026 el resto de los recortes de crudo pactados en reuniones anteriores.** No obstante, Venezuela, Irán y Libia están excluidos del acuerdo para reducir su producción petrolera debido a restricciones involuntarias en sus operaciones, originadas por factores como sanciones internacionales o conflictos armados (Gráfico 4).

GRÁFICO 4
Precio del petróleo (\$/barril) medias mensuales



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

2. Economía española: crecimientos notables, pero con importantes retos para el futuro

2.1. En 2024 el consumo privado comienza a tomar el relevo de las exportaciones, mientras la inversión no termina de repuntar

La economía española ha continuado sorprendiendo al alza durante 2024, superando ampliamente las previsiones que se barajaban a finales del año pasado y el avance de los principales países europeos. Ya en 2023 la economía mostró un mayor dinamismo de lo esperado, lo que viene a confirmar la resiliencia de la economía en un contexto económico tan complicado, como se ha visto en el apartado anterior.



Además, las revisiones de Contabilidad Nacional han elevado un punto porcentual el crecimiento acumulado del PIB desde el cuarto trimestre de 2019. De este modo, en el tercer trimestre de 2024 el PIB se sitúa ya un 6,6% por encima del nivel previo a la pandemia.

Así, **la economía española continúa mostrando una evolución favorable, con crecimientos trimestrales de su PIB notables, del 0,9% en el primer trimestre y del 0,8% en el segundo y tercer trimestres, cifras muy superiores a las registradas por la eurozona** (0,3%, 0,2% y 0,4%, respectivamente). **Con la información disponible hasta ahora, se puede afirmar que el crecimiento se situará en torno al 3% en 2024**, aun contemplando cierta desaceleración en el cuarto trimestre, sobre todo debido al efecto de la DANA sobre la actividad, que se ha cifrado en torno a dos décimas menos de crecimiento intertrimestral en este periodo.

Como se analizará de forma más detallada en las siguientes páginas, **los elementos que más han contribuido favorablemente al crecimiento durante los tres primeros trimestres de 2024 han sido las exportaciones de servicios, el consumo privado y el consumo público, por este orden**. En el otro lado, las exportaciones de bienes y la inversión han seguido mostrando una evolución negativa.

La economía española ha registrado, en 2024, una evolución claramente más positiva que la de sus principales socios comunitarios, y las perspectivas para el próximo año indican que este comportamiento diferencial se seguirá manteniendo, aunque de forma más moderada.

Este diferencial de crecimiento con la eurozona debe ser matizado. En primer lugar, dado el significativo aumento de la población, debido a la inmigración, que ha experimentado España, si consideramos el crecimiento del PIB per cápita el diferencial prácticamente sería nulo. Además, aunque existe una gran diferencia de crecimientos con los principales países (Alemania, Francia), otros países, como Portugal, Italia o Grecia, presentan crecimientos superiores.

Como ya hemos visto en anteriores informes, las exportaciones han jugado un papel muy relevante en la recuperación de la economía en el periodo 2020-2023, siendo, después del consumo público, el componente que más ha aportado al crecimiento del PIB. **También durante lo transcurrido de 2024 han sido un importante motor de la economía, si bien su aportación se ha ido viendo reducida a favor de otros componentes**. Así, mientras que en el primer trimestre las exportaciones aportaron 0,7 puntos porcentuales del 0,9% de avance trimestral mostrado por el PIB, en el segundo y tercer trimestres tan solo aportaron 0,3 y 0,4 puntos porcentuales, sobre crecimientos del PIB del 0,8%, respectivamente. **Además, el incremento de las importaciones, impulsadas por el mayor dinamismo de la demanda interna, ha dado lugar a que la aportación agregada del sector exterior al crecimiento intertrimestral del PIB haya pasado de 0,4 puntos porcentuales, en el primer trimestre, a -0,1 puntos porcentuales en el tercero**.

Durante los primeros meses de 2024 se mantuvo la tendencia contractiva que se registró durante el año anterior tanto en las exportaciones como en las importaciones de bienes, incluso las exportaciones mostraron un comportamiento más negativo. No obstante, **a partir del**



segundo trimestre la evolución de ambos flujos se tornó positiva y de mayor intensidad para las exportaciones de bienes, con lo que, para el acumulado de los nueve primeros meses, el recorte de las exportaciones se reduce a tan solo el -0,3% y el de las importaciones al -1%. Con esta evolución, **el saldo exterior negativo de la balanza de bienes ha sido ligeramente inferior al del mismo periodo de 2023** (-27.091 millones de euros, frente a -29.596,4 millones de euros). Este aumento se ha debido, en su mayor parte, a la reducción del déficit energético (-22.238,1 millones de euros frente a un déficit de -24.878,2 millones de euros en el mismo periodo de 2023).

En la misma línea, **según los datos de la Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en los nueve primeros meses de 2024 el superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 40,5 miles de millones**, frente a los 31 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior. Este mejor resultado se debió a un saldo de bienes y servicios no turísticos algo mayor (con un superávit de 2,3 miles de millones, frente los -0,2 miles de millones del mismo periodo de 2023), al que se añadió un aumento del superávit en la balanza de servicios turísticos (55,9 miles de millones, frente a los 47,5 miles de millones del mismo periodo del año anterior), lo que se corresponde con una evolución todavía más favorable de la entrada de turistas este año.

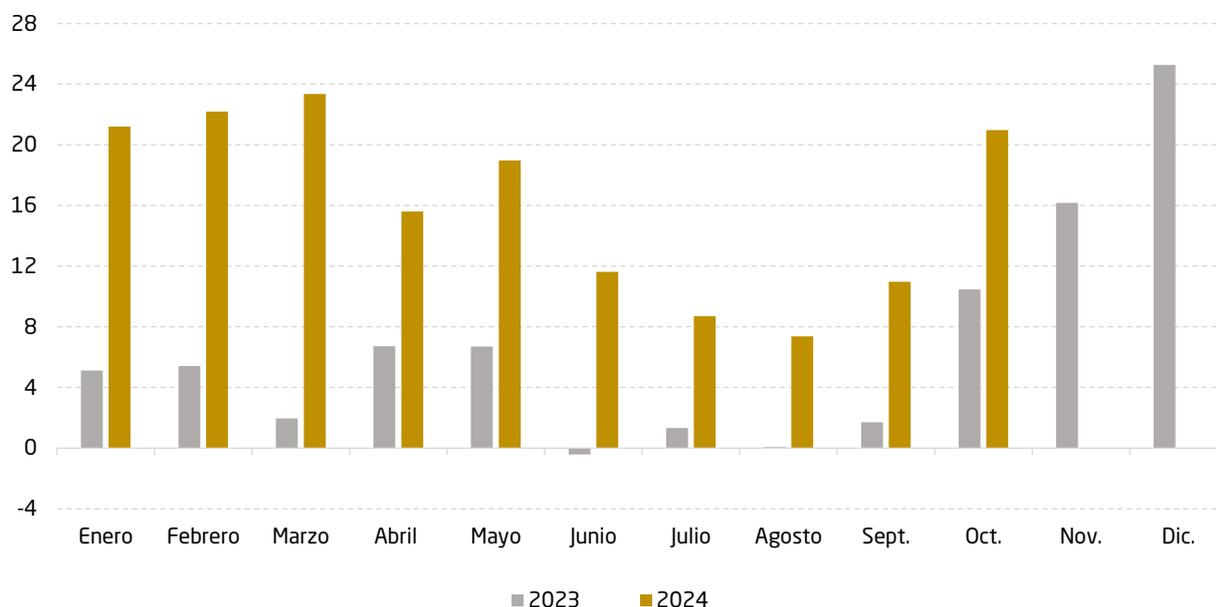
Los últimos datos disponibles respecto al sector turístico muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa aumentando a ritmos muy notables. En los diez primeros meses de 2024, el número de turistas que visitaron España aumentó un 10,8% y rozó los 82,9 millones. Además, dado que el gasto medio ha venido aumentando, el gasto total de los turistas durante este periodo fue casi un 15,5% superior al registrado en el mismo periodo de 2023. Como ya comentábamos en el informe de junio, al analizar la evolución de la llegada de turistas se observa que **se está produciendo una diversificación, tanto en lo que respecta a los meses del año** (con incrementos mayores en los meses fuera del periodo estival), **como en lo referido a las zonas geográficas** (aumentando más las llegadas de turistas a regiones tradicionalmente menos turísticas). Además, todavía hay cierto margen de recuperación en los flujos turísticos desde determinados países que todavía no han alcanzado los niveles prepandemia, como, por ejemplo, el Reino Unido, Alemania o los países asiáticos (Gráfico 5).



GRÁFICO 5

Entrada de visitantes (turistas)

Variación frente al promedio 2016-2019



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de información de Movimientos Turísticos en Fronteras (Frontur), INE.

Además de esta favorable evolución de las exportaciones de servicios, el otro componente que ha presentado una mayor aportación positiva al PIB ha sido el consumo, tanto privado como público. Así, el consumo de los hogares españoles ha mantenido crecimientos positivos durante 2024, mostrando una aceleración a lo largo de los trimestres, gracias al aumento del empleo, de la renta disponible y a la moderación de la inflación y de los tipos de interés en última instancia. En concreto, aumentó un 1,1% en el tercer trimestre, tasa similar a la del trimestre anterior, tras registrar un 0,5% en el primero. Con esos avances, **el consumo privado se sitúa tan solo un 2,5% por encima de los niveles de finales de 2019 y, si lo relativizamos por la población, se sitúa por debajo de los niveles precrisis.**

Por su parte, **el consumo público ha aumentado a un ritmo intertrimestral del 1,3% en promedio de los tres trimestres, muy por encima del avance del PIB.** Este componente es el que registra un mayor crecimiento desde antes de la pandemia, superando en casi un 20% sus niveles de finales de 2019.

Los condicionantes del consumo privado están mostrando una favorable evolución: el empleo continúa evolucionando a buen ritmo, los salarios están aumentando, la inflación se ha moderado respecto al año pasado, la confianza de las familias también se muestra positiva y ya han comenzado a bajar los tipos de interés. Sin embargo, **el consumo privado no crece al ritmo que cabría esperar y la tasa de ahorro de las familias se sitúa en niveles históricamente muy elevados.** Detrás de este descenso del consumo per cápita pueden encontrarse cambios en la estructura de los hogares u otras dinámicas demográficas, como el envejecimiento



de la población. Además, tras la pandemia, se viene observando un cambio en los patrones de consumo de los hogares, que han recortado su gasto en determinados bienes, principalmente automóvil y ropa y calzado, a favor del gasto en servicios.

También hay que tener en cuenta en este limitado avance del consumo **el efecto del incremento de los tipos de interés durante 2022-2023, que no han comenzado a descender, y de forma muy gradual, hasta mediados de 2024**. Sin embargo, se observa ya una mejora de estas condiciones de financiación que pueden favorecer un mayor crecimiento del consumo y de la inversión los próximos trimestres. **Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, durante el tercer trimestre de 2024, los criterios de concesión de préstamos se mantuvieron sin variaciones**, tanto en el segmento de financiación a las empresas como en el de crédito a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que, en el de préstamos a las familias para consumo y otros fines, se endurecieron levemente, debido a la menor tolerancia al riesgo de algunas entidades bancarias. Por su parte, **las condiciones generales aplicadas a los nuevos créditos se habrían relajado en todos los segmentos**, con descensos de los tipos de interés de carácter moderado en la financiación a las empresas y en los créditos a los hogares para consumo y otros fines, y algo más acusada en los créditos a las familias para adquisición de vivienda.

En el segundo y tercer trimestres de 2024 se observó un aumento de la demanda de préstamos en todos los segmentos, aunque todavía limitado. En cuanto a los factores que explican el crecimiento de la demanda, las entidades financieras señalan la disminución de los tipos de interés y, en el caso de las empresas, también habrían contribuido las mayores necesidades para financiar inversiones en activos fijos y existencias y capital circulante, así como el menor uso de financiación interna. **Este aumento del crédito nuevo todavía no compensa el proceso de desapalancamiento que vienen realizando tanto familias como empresas, por lo que el stock de financiación continúa registrando descensos, si bien se espera que esta reactivación de la demanda de crédito continúe en los próximos trimestres**.

Frente a esta muy favorable evolución de las exportaciones de servicios, y del consumo, la inversión continúa registrando un avance muy limitado, lo que no le ha permitido recuperar sus niveles previos, sobre todo en lo que respecta a inversión en bienes de equipo y otros. Así, según los datos de Contabilidad Nacional Trimestral, la inversión no solo continúa revelando un escaso dinamismo en términos interanuales, sino que, en el tercer trimestre, ha mostrado un retroceso intertrimestral bastante intenso debido a la construcción, lo que contrasta con la favorable evolución del resto de componentes de la demanda interna. La inversión en bienes de equipo mantiene un crecimiento discreto, del 0,2% trimestral. **Respecto a finales de 2019, la inversión en construcción todavía se encuentra un -2,6% por debajo, que se agrava en el caso de la inversión en maquinaria y equipo hasta el -4,3%**.

Aunque la inversión pública, gracias a la implementación de los fondos NGEU, está siendo algo más dinámica, no puede compensar la caída de la inversión privada. Entre los factores que pueden estar condicionando las decisiones de inversión de las empresas se encuentran la escasa rentabilidad de la inversión, la elevada incertidumbre nacional e internacional, la inseguridad jurídica y regulatoria, y las elevadas y cambiantes cargas fiscales.



De cara al futuro, y **de continuar esta tendencia, podría suponer una pérdida de competitividad y de potencial de crecimiento para la economía española**, ya que, como se analizará más adelante, **la economía está, y estará, condicionada por importantes riesgos en el corto plazo** (tensiones geopolíticas, globalización, fragmentación comercial...) **y por profundos cambios estructurales en el futuro** (cambios demográficos, transición ecológica, transición digital...) **que requieren, ahora y en el futuro, un impulso decidido de la inversión.**

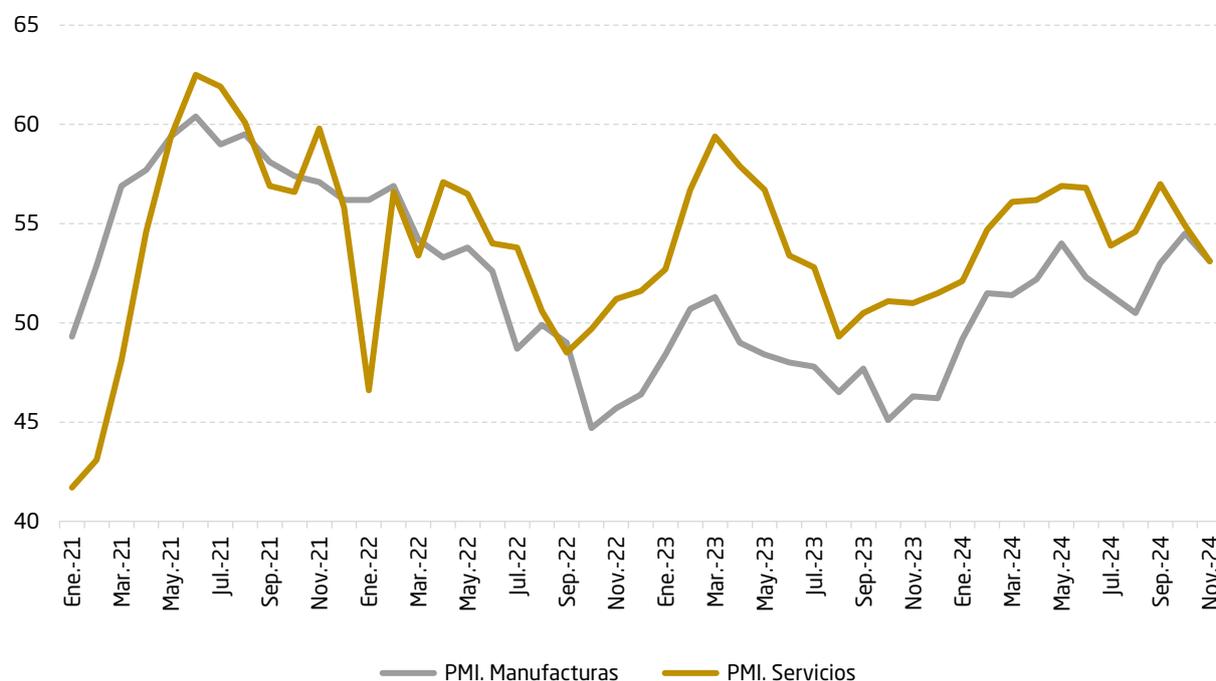
2.2. La industria muestra una recuperación más sostenible al tiempo que los servicios ofrecen señales de cierta desaceleración

Los indicadores relativos a la actividad industrial, en 2024, muestran una significativa mejora con respecto a la tendencia contractiva seguida a lo largo de 2023. Según los datos de Contabilidad Nacional Trimestral, la industria manufacturera ha registrado una aceleración de su actividad en los últimos trimestres, con un avance interanual del 3,6% y del 4,1% en el segundo y tercer trimestres. Esta recuperación ha respondido a un aumento de la demanda, tanto interior como para exportación. Así, el PMI de manufacturas, que había mostrado una clara tendencia descendente hasta el 50,5 de agosto, repuntó, en septiembre y octubre, hasta situarse en el nivel 54,5, pero sufrió un cierto deterioro en noviembre debido al efecto de las inundaciones de la DANA que afectó a Valencia y otras localidades. Los daños causados por las inundaciones también pueden estar afectando a los plazos de entrega de los pedidos. En este contexto, está aumentando la contratación en las empresas manufactureras y también se observa un encarecimiento de los precios de los insumos, en especial de algunas materias primas, aunque el margen para su traslado a precios finales es muy limitado debido a la alta competencia. En los últimos meses se observa una recuperación de los pedidos de los bienes intermedios y de capital, que habían mostrado una peor evolución que los bienes de consumo en los meses previos (Gráfico 6).



GRÁFICO 6

PMI de manufacturas y servicios



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de información de PMI by S&P Global.

La industria del automóvil ha mostrado, durante 2024, una ligera contracción con respecto al año anterior, donde la falta de demanda es ahora el factor más limitativo para la producción. En los primeros diez meses la fabricación de vehículos se situó en 2.022.535 unidades, lo que supone un leve retroceso del -1,2% con respecto al mismo periodo del año anterior. En cuanto a las exportaciones, experimentaron una caída del -2,4% entre enero y octubre, con respecto a los diez primeros meses de 2023, con 1.798.804 vehículos. Al sector le preocupa el descenso de la demanda de vehículos electrificados de los últimos meses, que ha conllevado un retroceso de la producción de este tipo de vehículos. Desde el punto de vista de las matriculaciones, hasta el penúltimo mes se acumulan 911.503 unidades vendidas, lo que supone un incremento del 5,1% frente al año anterior, por lo que el cierre del año se puede situar en torno al millón de unidades. Las empresas de alquiler de vehículos son las que están tirando más de la demanda, mientras que las compras de los particulares están mucho más estancadas.

El importante peso del sector servicios en la economía española y del sector turismo en particular, le está permitiendo verse menos afectada por la desaceleración de las economías europeas y del comercio internacional.

El sector servicios ha experimentado crecimientos muy notables a lo largo de 2024, denotando la buena marcha del sector, si bien se aprecia una ligera desaceleración en la segunda parte del año. Así, el PMI de servicios mostró una desaceleración entre junio y agosto y, aunque en septiembre mostró una mejora, hasta situarse en el nivel 57, en octubre ha vuelto a bajar,

a 54,9, y en noviembre hasta el 53,1, lo que estaría indicando que el sector continúa mostrando un notable crecimiento, pero que se comienzan a observar señales de menor dinamismo. Además, las inundaciones de la DANA también limitaron tanto el crecimiento de la actividad como de los nuevos pedidos, lo que se viene a unir a una disminución de la demanda extranjera.

El sector servicios continúa preocupado por el aumento de precios de sus insumos, especialmente de los salarios, que constituyen una proporción importante de los gastos en el sector servicios, mucho más intensivos en mano de obra. Sin embargo, las empresas de servicios no están repercutiendo completamente estos costes a los consumidores debido a las presiones competitivas, por lo que sus márgenes están disminuyendo.

2.3. Los resultados empresariales muestran una desaceleración ante el aumento de los costes laborales y financieros

Por el lado de las rentas, hay que destacar que, en 2024, **el Excedente de Explotación Bruto (EEB) ha mostrado una desaceleración significativa, hasta quedarse, prácticamente, estancado, con crecimientos trimestrales en el segundo y tercer trimestres del 0,1%**. En términos interanuales, aumenta a un ritmo del 6%, cifra más baja que el crecimiento de la remuneración de los asalariados (7,2%), el de los impuestos (7%) y el del propio PIB (6,7%). De hecho, el EEB tiene un peso en el PIB del 41,8% en el tercer trimestre, por debajo del 43,1% que representaba en 2019, mientras que el peso en el PIB de la remuneración de los asalariados se ha visto incrementado respecto a 2019.

Según los datos de la Central de Balances Integrada, la cifra neta de negocios de las empresas que forman parte de su muestra descendió un 0,7% en 2023. El Resultado Ordinario Neto (RON) creció un 7,5% en 2023 (frente al 38,9% de 2022). Durante los tres primeros trimestres de 2024, según la muestra trimestral de la Central de Balances, la situación económica de las empresas ha mostrado una evolución algo menos negativa. Así, la cifra neta de negocios descendió un -2,4%, frente a la caída del -7,9% registrada en el mismo periodo de 2023. Esta caída está condicionada por la disminución de los precios de venta en las ramas vinculadas con la energía y los combustibles (-19,3%), que tiene un importante peso en la muestra trimestral, siendo este el único sector con tasas negativas. El total de la muestra sin este sector presenta un aumento del 1,7% en su cifra de negocios.

Por su parte, **el Resultado Ordinario Neto (RON) se incrementó un 0,7% en los tres primeros trimestres, frente al aumento del 13,1% del mismo periodo del año anterior.** Esta peor evolución se debe a las caídas registradas en el sector industrial, a su vez condicionada por el retroceso en el subsector de refino. El aumento del VAB y de los ingresos financieros contribuyeron positivamente a esta evolución, mientras que los gastos de personal y los gastos financieros contribuyeron negativamente.



Según la encuesta de actividad empresarial que realiza el Banco de España, las empresas perciben un descenso de la facturación en el tercer trimestre de 2024, aunque de menor magnitud que el registrado en el tercer trimestre de los años anteriores. Por ramas de actividad, se mantiene una elevada heterogeneidad, siendo los servicios de no mercado, la agricultura, el comercio y las actividades inmobiliarias las que presentan una mayor caída en su facturación. **En lo que respecta al empleo, las empresas encuestadas también declaran retrocesos en línea con el patrón sectorial observado en la facturación.** No obstante, las perspectivas para el cuarto trimestre, tanto en lo que respecta a facturación como a empleo, se mantienen positivas y apuntan una recuperación. Sobre sus decisiones de inversión también se aprecia un ligero deterioro con respecto a trimestres previos, que por sectores se ven condicionadas por los beneficios esperados. **Las presiones inflacionistas han disminuido en el tercer trimestre, en términos tanto del coste de los *inputs* como de los precios de venta y los costes laborales, tendencia que se espera que continúe a un año vista.** Los factores limitantes de la actividad empresarial se mantienen estables, aunque **se observa cierto repunte en la preocupación por los problemas de disponibilidad de mano de obra y el coste de los *inputs* energéticos, mientras que la incertidumbre sobre las políticas económicas continúa configurándose como el factor que más negativamente incide en la actividad.**

2.4. La creación de empleo está siendo notable en 2024, pero ha ido de más a menos a lo largo del año. Al mismo tiempo, la tasa de paro continúa reduciéndose, pero aún es elevada en un contexto europeo

El mercado laboral continúa mostrando una evolución favorable en 2024, con una creación de empleo todavía notable, aunque con tendencia a la desaceleración. Esta evolución de más a menos del empleo contrasta con la fortaleza que presenta el PIB, que ha derivado en una revisión al alza de las previsiones económicas a lo largo del ejercicio. Mientras, la tasa de paro se redujo en los trimestres centrales del año, situándose cerca del 11%, aunque esta cifra es elevada si se compara con nuestros socios de la UE.

Los resultados de la EPA en la parte central del año fueron positivos en términos de creación de empleo, aunque moderados. El número de ocupados aumentó por debajo de lo habitual tanto en el segundo trimestre (+434.700 nuevos ocupados frente al trimestre anterior) como en el tercero (+138.300 nuevos ocupados). Hay que destacar **que el sector privado continúa siendo el motor de la creación de empleo, dado que generó 583.000 nuevos puestos de trabajo en el acumulado del segundo y tercer trimestres**, mientras que el sector público perdió 10.200 empleados en este mismo periodo. Con todo, el total de ocupados ascendió a 21.823.000 en el tercer trimestre, lo que supone un máximo histórico.

En términos interanuales, el empleo está desacelerándose a lo largo de este año. Los ocupados, según la EPA, crecieron un 1,8% en el tercer trimestre con respecto al mismo periodo del año anterior, cifra que supone la mitad de la tasa interanual registrada en el último trimestre de 2023. **Esta pérdida de impulso de la creación de empleo contrasta con la ganancia de**

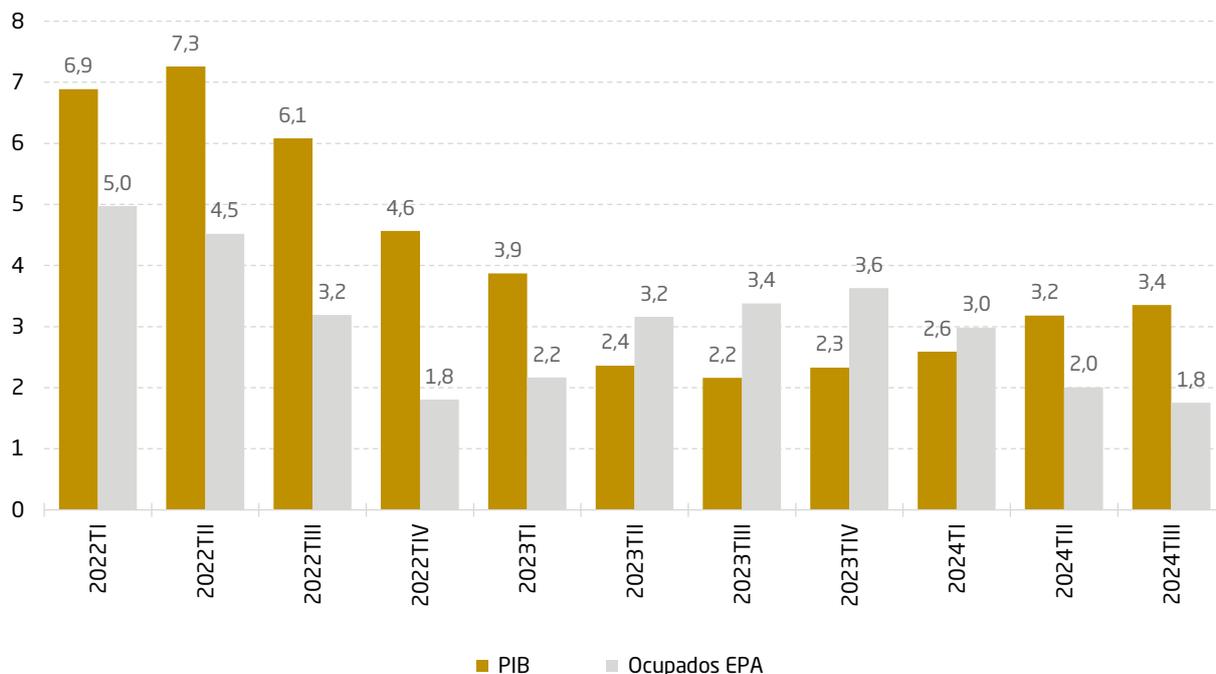


dinamismo por parte de la actividad económica a lo largo de 2024, que creció a un ritmo interanual del 3,4% en el tercer trimestre (Gráfico 7).

GRÁFICO 7

PIB y empleo (ocupados según la EPA)

Tasa interanual en %



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

El aumento de la ocupación permitió que el número de parados se redujera notablemente en el segundo trimestre y levemente en el tercero, hasta situarse el total en 2.754.100 personas. En la misma línea, **la tasa de paro bajó hasta el 11,3% en el segundo trimestre y el 11,2% en el tercero**, por lo que continúa la tendencia de gradual moderación que viene registrando desde el año 2021. En ambos casos, tanto la cifra total de parados como la tasa de paro son las cifras más bajas desde el año 2008. Sin embargo, desde una perspectiva internacional, **la tasa de paro española sigue siendo la más alta de la UE, la única que supera el 10% y supone casi el doble de la media europea.**

En los últimos años se ha producido un descenso de la tasa de temporalidad desde niveles de alrededor del 25% en 2021 hasta el 16% de promedio en los tres primeros trimestres de 2024. **En este sentido, ha sido el sector privado el que más ha contribuido a esta moderación de la tasa de temporalidad, dado que ha bajado hasta el 12,9%** en lo que va de 2024, en comparación con un promedio cercano al 24% hace tres años. En cambio, en el sector público la caída de la temporalidad está siendo muy lenta, de forma que, en los tres primeros trimestres de 2024, el promedio es del 29%, apenas dos puntos porcentuales por debajo del 31% registrado en 2021.

Dentro de los resultados de la EPA, hay que destacar **la evolución desfavorable del empleo por cuenta propia**. En el conjunto del primero al tercer trimestre el número de trabajadores por cuenta propia descendió un -0,3% con respecto al mismo periodo de 2023. Además, la disminución fue más significativa en el caso de los empleadores, con una tasa interanual del -6,2%, lo que indica una destrucción de tejido productivo en nuestro país.

La pérdida de impulso de la creación de empleo se refleja también en los datos corregidos de estacionalidad. En este sentido, la tasa intertrimestral de los ocupados desestacionalizados fue del 0,37% en el segundo y tercer trimestres, por debajo del 0,51% registrado en el primer trimestre del año. Mientras, **las horas trabajadas en términos de Contabilidad Nacional presentan un comportamiento más errático**, alternando caídas o moderados crecimientos trimestrales con incrementos algo más elevados. Sin embargo, hay que destacar que la tasa interanual de las horas trabajadas en los tres primeros trimestres de 2024 fue del 1,4%, inferior al 2,1% registrado en el conjunto de 2023.

La evolución más reciente del empleo puede analizarse a través de los registros de la Seguridad Social. En concreto, **la afiliación a la Seguridad Social desestacionalizada muestra, en el segundo semestre de 2024, un perfil de crecimientos mensuales más moderados que los registrados en la primera mitad del año, patrón que se viene repitiendo desde 2022**. No obstante, **el incremento mensual promedio de la afiliación desestacionalizada del periodo de enero a noviembre en 2024 es inferior al registrado en ese mismo periodo en los tres años anteriores**.

Según estimaciones del Instituto de Estudios Económicos a partir de la serie desestacionalizada por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, **los afiliados a la Seguridad Social desestacionalizados efectivos** (excluyendo trabajadores en ERTE) **mostrarán un crecimiento en torno al 0,5% en el cuarto trimestre**, dos décimas más que en el tercero, pero por debajo de los registros del primer semestre.

En este sentido, **hay que destacar que cabe esperar un aumento del número de trabajadores en ERTE, como consecuencia de los efectos de la DANA en Valencia**. De momento, **las cifras publicadas por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones apuntan a un incremento moderado del número de trabajadores cubiertos por ERTE en noviembre**, desde los 9.863 trabajadores, en octubre, a 11.606 trabajadores en noviembre (ambas cifras en promedio del mes). Sin embargo, este dato podría ser revisado al alza en los próximos meses, dado que el Gobierno ha ampliado en un mes el plazo para que las empresas comuniquen los trabajadores en situación de ERTE.

Del análisis de los datos brutos en términos interanuales, se desprende que **la afiliación a la Seguridad Social mostró un crecimiento sostenido en los primeros meses de 2024**, similar al de los últimos meses de 2023, en torno al 2,6%, que reflejaba la resiliencia del mercado laboral. Sin embargo, a partir de abril, **este ritmo se ha ido desacelerando gradualmente, hasta el 2,3% en agosto y septiembre, salvo algún repunte puntual**. En cambio, **el cuarto trimestre ha comenzado con un renovado impulso de la afiliación a la Seguridad Social, que creció un 2,5%**



en octubre, si bien en noviembre se moderó levemente, hasta el 2,4%, a pesar de los efectos de la DANA en Valencia. Una tendencia similar ha seguido la afiliación en el sector privado, cuya tasa interanual ha pasado de un 2,5% de promedio en el primer trimestre a un 2% en el tercero, y también ha comenzado el cuarto trimestre con mayor dinamismo. En cambio, **el sector público muestra una tendencia opuesta, ya que mostró un repunte hasta el verano**, alcanzando un crecimiento interanual del 4,2% en agosto, **y a partir de entonces se ha ralentizado**, hasta situarse en el 3,3% en noviembre.

En 2024 se observa un comportamiento desigual del empleo por sectores productivos. Los servicios son el sector que ha mostrado mayor fortaleza este año, con un ritmo de crecimiento alrededor del 3%. Mientras, la construcción está creciendo menos que el año pasado, aunque hay que destacar que, tras haber perdido impulso en los meses de primavera, mejoró posteriormente su ritmo de crecimiento, que se sitúa cercano al 2% en la segunda mitad de 2024. Por su parte, la industria está mostrando una tasa interanual relativamente estable alrededor del 1,5% en los últimos meses de este año, aunque esto supone una desaceleración frente a un crecimiento cercano al 2% en la primera mitad de 2024. En cambio, la agricultura continúa perdiendo trabajadores, si bien la caída está siendo menos intensa que en 2023, con un descenso promedio del -1,7% interanual en el conjunto de los once primeros meses de 2024.

Por ramas de actividad, se observa una evolución heterogénea de la afiliación efectiva (afiliados excluyendo los trabajadores en ERTE) comparando los datos de noviembre de 2024 con los de noviembre de 2019 (se compara el mismo mes para evitar efectos estacionales). Así, en 66 de las 87 ramas en total (CNAE 2009 a dos dígitos), la afiliación efectiva supera los niveles de hace cinco años. En concreto, por volumen, destacan ramas relacionadas con educación, sanidad, servicios sociales, programación, consultoría y otras actividades informáticas, servicios de comidas y bebidas, servicios a edificios, construcción especializada y almacenamiento y actividades anexas al transporte. En cambio, entre las 21 ramas que todavía no han logrado recuperar los niveles de afiliación efectiva precrisis, sobresalen la reparación de ordenadores y efectos personales, el sector del automóvil y el sector del cuero y calzado.

El mayor dinamismo de la actividad económica en comparación con la creación de empleo está derivando en que la productividad por ocupado se esté recuperando, con crecimientos interanuales positivos tanto en el segundo como en el tercer trimestre. Sin embargo, estos incrementos no han compensado las caídas registradas en los años 2019 a 2021 y 2023, de forma **que los niveles de productividad actuales son inferiores a los registrados en 2019**. En concreto, la productividad por ocupado, en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2024, es un 2,6% inferior a la del mismo periodo de 2019.

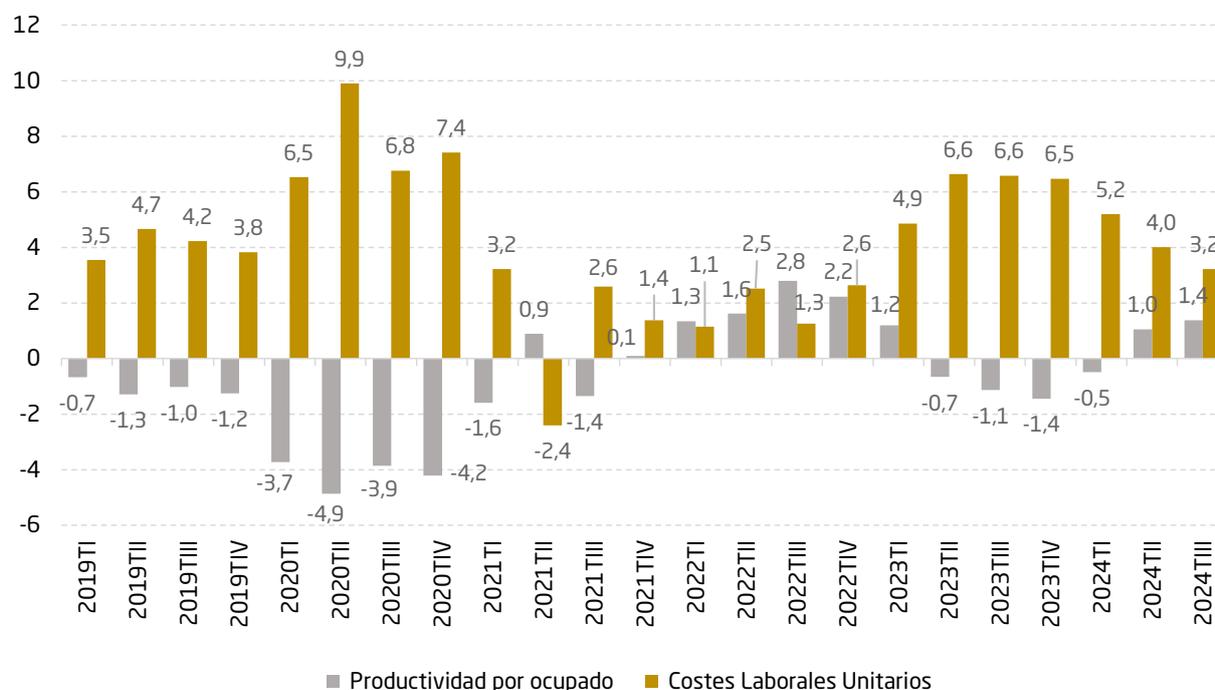
Los costes laborales continúan creciendo a buen ritmo en 2024, aunque de forma algo menos intensa que en 2023. La remuneración por asalariado creció, en los tres primeros trimestres de 2024, un 4,8% en comparación con el mismo periodo de 2023, mientras que el coste laboral unitario aumentó un 4,1% en las mismas fechas. Además, el coste laboral unitario se sitúa un 22,2% por encima de los niveles de 2019. **Todo ello denota los elevados costes laborales**



que está soportando el tejido empresarial en los últimos años, lo que, junto con unos menores niveles de productividad, perjudica la competitividad de las empresas españolas frente a nuestros competidores.

De hecho, el Banco de España, en un reciente informe¹, advierte del mayor crecimiento con respecto a 2019 de los costes laborales unitarios en España que en el conjunto de la eurozona y de que ello supone una ligera pérdida de competitividad para nuestro país. Además, la institución monetaria considera que el crecimiento del excedente bruto de explotación unitario entre 2019 y 2023 en España fue inferior al registrado en el conjunto de la eurozona, y también frente a algunos de nuestros vecinos europeos, como Alemania, Francia, Italia, Grecia y Portugal (Gráfico 8).

GRÁFICO 8
Productividad por ocupado y coste laboral unitario (CLU)
 Tasa interanual en %



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

Los resultados de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral también muestran el crecimiento elevado de los costes laborales que afrontan las empresas en 2024, aunque de forma más ralentizada que en 2023. En concreto, el coste laboral por trabajador y mes creció un 4% en tasa interanual en el primer semestre de 2024, por debajo del 5,5% que aumentó el coste laboral en 2023. En comparación con la situación prepandemia, hay que destacar que el coste laboral

¹ FERNÁNDEZ, J. L., MORAL-BENITO, E. y URTASUN, A. (2024), «Rasgos básicos de la evolución de la economía española desde la pandemia, en comparativa europea, tras las revisiones de la Contabilidad Nacional», *Boletín Económico* 2024/T4, Artículo 5, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/38437>

aumentó un 18,3% en el primer semestre de 2024 frente al mismo periodo de 2019, fruto de un incremento del coste salarial del 17,9% y de un 19,7% en el caso de los otros costes. Dentro de estos últimos, hay que destacar la **notable subida de las cotizaciones obligatorias**, un 20,4% frente a 2019. En este sentido, **España continúa siendo uno de los países europeos con mayores cotizaciones sociales pagadas por las empresas en porcentaje del PIB**. En concreto, se sitúa en el 9,5% del PIB en 2022, por encima del 7,1% de promedio en la UE.

2.5. La inflación registra una gradual moderación, aunque con resistencias a la baja en algunos componentes

La inflación comenzó con tasas altas en 2024, impulsada por los incrementos de los precios energéticos y por una inflación subyacente todavía elevada, hasta alcanzar un máximo del 3,6% en el mes de mayo, retomando, de nuevo, una senda descendente hasta situarse, en septiembre, en el 1,5% y mostrar un cierto repunte en los últimos meses del año por un efecto base, ya que, en 2023, se produjo una notable desaceleración.

Con esta evolución se espera que la inflación registre un avance del 2,7% para el promedio del año, cerrando en diciembre con un crecimiento en torno al 2,5%.

Durante todo el ejercicio la inflación subyacente ha mostrado una senda muy gradual a la baja, continuando la tendencia iniciada en 2023, desde el 3,6% con el que comenzó el año hasta el 2,4% que registró en el mes de noviembre.

Por componentes, **tanto los bienes industriales no energéticos como los alimentos elaborados han experimentado una significativa desaceleración en las tasas de variación de sus precios**, mucho más acusadas en el caso de los alimentos elaborados. La moderación de los precios de las materias primas en los mercados internacionales ha favorecido esta evolución. **Sin embargo, el componente de servicios se ha mantenido en tasas en torno al 3,5% durante todo el año mostrando una fuerte resistencia a la baja en el avance de sus precios.** El dinamismo de la demanda de servicios por parte de las familias y el aumento de los costes de producción, sobre todo los salariales, podrían ser factores que dificulten la contención de precios en el sector servicios.

Los precios de los alimentos no elaborados han mostrado una notable desaceleración a lo largo de 2024, desde tasas del orden del 9%, a principios de año, a incrementos de precios inferiores al 1% y se espera que puedan seguir descendiendo y mantenerse muy contenidos durante el próximo ejercicio. No obstante, pueden verse afectados, como ha ocurrido en el mes de octubre, por la reversión de las medidas de reducción de impuestos para moderar la inflación, ya que el IVA de los alimentos básicos ha subido del 0% al 2% desde octubre y se espera que en enero pasen de nuevo al 4%.



En lo que respecta a los precios energéticos, comenzaron el año con variaciones negativas y también terminarán el año conteniendo la inflación general. En el conjunto del año su variación será prácticamente nula. A ello han contribuido también las medidas de reducción de impuestos para moderar la inflación, que han gravado con un IVA reducido al 10% la electricidad entre los meses de enero a marzo y de julio a final de año. Previsiblemente, en enero de 2025 el IVA de la electricidad volverá al 21%, salvo que se amplíe la medida, lo que supondría un repunte de la inflación.

Se espera que la inflación continúe su senda de moderación a lo largo de 2025, incluso a pesar de la reversión de algunas de las medidas anti-inflación que todavía continúan vigentes (reducción del IVA de la electricidad y/o de los alimentos básicos). No obstante, siguen existiendo elementos de riesgo sobre la inflación, tanto por parte de los precios energéticos, que pueden verse afectados por los conflictos armados en Ucrania y en la franja de Gaza y las tensiones geopolíticas derivadas, como por los efectos de segunda ronda debidos a incrementos salariales y su traslación a precios finales. El Banco Central Europeo continuará bajando los tipos de interés a lo largo de 2025, pero seguirá muy de cerca la evolución de la inflación y de estos elementos.

2.6. Perspectivas y riesgos: notable dinamismo de la economía española en 2024, que supera, con creces, la media europea. En 2025 se sigue anticipando una desaceleración económica en el entorno del 2,1%

La economía española mantuvo una notable fortaleza en 2024, con tasas trimestrales entre el 0,8% y 0,9% hasta septiembre, situándose entre las más dinámicas de la UE. Además, esto se ha producido en un contexto de debilidad del entorno económico europeo y de persistencia de una elevada incertidumbre a nivel global. Y si bien el impacto de la DANA restará unas décimas al avance trimestral del PIB del cuarto trimestre, es previsible que pueda alcanzar una tasa de crecimiento del 3% en el conjunto del año, tal y como ha estimado la OCDE en su último informe. Esto contrasta con las cifras procedentes de Europa, donde se anticipa un avance del PIB por debajo del 1% para la eurozona (Cuadro 2).

Esta revisión tan destacada al alza de las perspectivas de crecimiento frente a la realizada en el primer semestre por el Instituto de Estudios Económicos (2,1%) se debe, por un lado, a un comportamiento más positivo de la actividad, sobre todo, la relacionada con las exportaciones de servicios, y, por otro, a las dos revisiones de las cuentas nacionales que llevó a cabo el INE en septiembre. La primera fue la revisión estadística 2024, de carácter extraordinario, y la segunda revisión fue la ordinaria para los años 2021, 2022 y 2023. En estas revisiones ha tenido un papel relevante el aumento de la población española, que se cifra en casi 658 mil personas desde el 1 de enero de 2021 hasta la misma fecha de 2023.

Otros elementos que han apoyado el buen comportamiento de la economía española en 2024 son la mejora de la renta familiar, que ha revitalizado el consumo de las familias, si bien todavía



en un tono modesto; **unas condiciones financieras menos restrictivas**, al comenzar a reducirse los tipos de interés del BCE; **la moderación de la inflación hasta tasas del entorno del 2%**; **la resiliencia del mercado laboral y la política expansiva del gasto público**.

Para 2025 se anticipa un crecimiento del PIB más contenido, del 2,1% (2,3%, según la OCDE), debido a la pérdida de intensidad de los factores tractores de la actividad y del empleo de 2024, a lo que se suma el impacto en las políticas de la nueva legislatura de Trump en nuestros socios europeos y en algunos sectores exportadores de la economía española hacia el mercado americano. La incertidumbre seguirá siendo un factor que reste empuje a la inversión.

Frente al dinamismo del crecimiento económico en 2024, **el empleo moderó su ritmo de avance, dando lugar a un aumento de la productividad, especialmente por hora trabajada**. Tanto en la EPA como en los afiliados a la Seguridad Social se apreció esta tendencia, que se ha frenado en el último trimestre del año a tenor de la información de octubre y noviembre del registro de la Seguridad Social. En media de 2024, el empleo, en términos de Contabilidad Nacional, aumentará un 2,2%, tasa que se desacelera hasta el 1,7% en 2025. La tasa de paro podría bajar del 11% en 2025.

En 2024 continuó la senda de moderación de la inflación iniciada a mediados de 2022. Aunque en la parte central del año la volatilidad de los precios de la energía mitigó la intensidad de la bajada, la desaceleración de los precios continuó en septiembre y en octubre con tasas del IPC inferiores al 2%. Al final del año **se está viendo un repunte hacia tasas del entorno del 2,5%, convergiendo, de este modo, el IPC general con el IPC subyacente**. **En media, la inflación de 2024 se situará en el 2,8% y, si no hay shocks externos en los precios energéticos, podría situarse en el 2% en 2025.**

El superávit del sector exterior se va a ampliar en 2024, con un saldo de la balanza por cuenta corriente en porcentaje del PIB que podría acercarse al 3%, y bajará unas décimas en 2025. En este ámbito, sigue destacando la favorable evolución de la balanza de servicios, tanto por el auge del turismo como por los servicios no turísticos. Con todo, no se debe olvidar que la economía española debe mantener un saldo exterior positivo debido a los niveles de deuda externa neta, que, a pesar del descenso de los últimos años, siguen siendo altos (50% del PIB a junio de 2024).

El desequilibrio macroeconómico de mayor magnitud es el déficit y la deuda del sector público. El saldo de las cuentas públicas en 2024 podría situarse en el -3,3% del PIB y, si no se produce un cambio de orientación de la política presupuestaria y fiscal, se prevé un déficit público del -3% del PIB en 2025.

En este ámbito, y como respuesta al nuevo marco de gobernanza económica de la Unión Europea, el Gobierno presentó el Plan Fiscal y Estructural. En él se establece una senda de consolidación fiscal muy suave, con un déficit público del -3% del PIB para este año, que se reducirá hasta el -1,8% en 2027. En términos de deuda pública, la tendencia decreciente es lenta y su ratio sobre el PIB no se reduciría por debajo del 100% hasta 2027. **Este plan ha sido criticado**



por la AIREF, que, como autoridad independiente en los ámbitos presupuestario y fiscal, tiene el mandato legal de informar sobre el mismo. Afirma que cumple las orientaciones de la Comisión Europea, pero tiene algunas carencias, como la escasa transparencia, estima que los compromisos de gasto asumidos no garantizan alcanzar los objetivos de deuda y déficit previstos, y no tiene en cuenta el esfuerzo que debe realizar cada nivel de la Administración pública. Además, aplaza la contención del gasto público al final del periodo. Por todo ello, **considera que no constituye una herramienta útil de planificación presupuestaria a medio plazo.**

Los riesgos en este escenario para la economía española provienen, en buena parte, del exterior. Si bien cabe señalar que los efectos de las políticas arancelarias de Trump serán menores en España que en el promedio de la Unión Europea, hay una serie de sectores donde los efectos sí pueden ser más reseñables. Entre ellos cabe destacar el sector agroalimentario, la maquinaria, el sector químico y la automoción como los más afectados. Esto podría perjudicar las exportaciones españolas, ampliando el déficit comercial. También es preciso destacar las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y la continuidad de la guerra de Ucrania, que pueden afectar a la oferta y a los precios de varios *inputs* energéticos. En otro ámbito, también hay que señalar posibles turbulencias en los mercados financieros generadas bien por *shocks* procedentes de decisiones políticas, o bien por la exposición de algunas carteras hacia activos de mayor riesgo.

Los riesgos de ámbito nacional provienen de la incertidumbre política y regulatoria, que está afectando a buena parte de los costes de las actividades empresariales, sobre todo porque las medidas de política económica implican una mayor carga fiscal y laboral, con anuncios de subidas en diversos impuestos y en los costes salariales, como cotizaciones sociales y salario mínimo. Todos ellos son obstáculos para la inversión empresarial, que sigue siendo la variable más rezagada en este ciclo económico de recuperación, y uno de los elementos clave para consolidar el crecimiento y la competitividad en el futuro.



CUADRO 2

Previsiones económicas para España

Actualización diciembre 2024. Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|-------|------|------|------|------|------|
| PIB | -10,9 | 6,7 | 6,2 | 2,7 | 3,0 | 2,1 |
| Gasto en consumo privado | -12,2 | 7,2 | 4,9 | 1,7 | 2,4 | 1,8 |
| Gasto en consumo público | 3,5 | 3,6 | 0,6 | 5,2 | 3,7 | 2,0 |
| Formación Bruta de Capital Fijo | -8,9 | 2,6 | 3,3 | 2,1 | 2,0 | 2,1 |
| Construcción | -8,4 | 0,5 | 2,2 | 3,0 | 2,4 | 2,5 |
| Bienes de equipo y act. cultivados | -13,0 | 2,9 | 2,4 | 1,3 | 1,4 | 1,8 |
| Demanda interna (*) | -8,8 | 7,0 | 3,9 | 1,7 | 2,3 | 2,0 |
| Exportaciones | -20,1 | 13,4 | 14,3 | 2,8 | 3,5 | 3,4 |
| Importaciones | -15,1 | 15,0 | 7,7 | 0,3 | 1,9 | 3,2 |
| Deflactor del PIB | 1,0 | 2,7 | 5,0 | 6,4 | 3,0 | 2,5 |
| IPC (media anual) | -0,3 | 3,1 | 8,4 | 3,5 | 2,8 | 2,0 |
| IPC subyacente (media anual) | 0,7 | 0,8 | 5,2 | 6,0 | 3,0 | 2,4 |
| Empleo (CNTR) (**) | -7,1 | 7,3 | 4,1 | 3,2 | 2,2 | 1,7 |
| Tasa de Paro (EPA) (% población activa) | 15,5 | 14,9 | 13,0 | 12,2 | 11,6 | 10,9 |
| Productividad | -4,2 | -0,5 | 2,0 | -0,5 | 1,2 | 0,4 |
| Remuneración por asalariado | 3,2 | 0,7 | 3,9 | 5,6 | 4,7 | 2,9 |
| Coste laboral unitario (CLU) | 7,7 | 1,2 | 1,9 | 6,1 | 3,5 | 2,5 |
| Balanza por Cuenta corriente (% PIB) | 0,8 | 0,8 | 0,4 | 2,7 | 2,9 | 2,3 |
| Déficit público (% PIB) | -9,9 | -6,7 | -4,6 | -3,5 | -3,3 | -3,0 |

(*) Aportación al crecimiento.

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

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

3. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica**3.1. Evaluación de la política fiscal tras la crisis de la covid-19. Retos pendientes y oportunidades de mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas**

El contexto económico internacional ha estado marcado en los últimos años por diversos *shocks* que han condicionado el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos y, en particular, los vinculados con la actividad del sector público en la economía



española. La pandemia y la posterior crisis económica fueron el punto de partida de un importante incremento del gasto público como consecuencia de las medidas aprobadas por los gobiernos para hacer frente a las necesidades de la población, así como de los fondos puestos a disposición por las autoridades comunitarias para el fomento de las inversiones y la introducción de reformas estructurales. Adicionalmente y, derivado del conflicto bélico en Ucrania, el sector público tuvo que implementar medidas fiscales para afrontar las consecuencias de la escalada de precios de las materias primas, en particular, de las energéticas como consecuencia de dicho conflicto internacional.

La actividad del sector público, en cuanto a la evolución de los ingresos y gastos se refiere, se ha visto afectada por componentes del ciclo económico que, en términos netos, han deteriorado su balance financiero. Junto con lo anterior, la adopción de otras medidas de política fiscal han tenido un impacto sobre el componente estructural de este saldo, **limitando el necesario margen de maniobra de la política fiscal para cubrir determinadas contingencias relacionadas con la actividad económica y comprometiendo la consecución de los objetivos de déficit y deuda pública** que marcan las autoridades europeas en un contexto, en el medio y largo plazo, en el que se vislumbra un **aumento de las necesidades de financiación relacionadas con el envejecimiento de la población.** Junto a esta partida, **el Banco Central Europeo también alerta de otros factores, como la necesidad de invertir en digitalización o en instrumentos que mitiguen el cambio climático.**

A este respecto, los Estados miembro de la Unión Europea han presentado, en 2024, sus **Planes Fiscales y Estructurales a Medio Plazo (PFEMP)**, en los que establecen su senda fiscal a medio plazo y sus compromisos de reforma e inversión pública. Una de las cuestiones más importantes a las que tendrá que hacer frente el sector público, a partir de ahora, es **en qué medida un escenario macroeconómico caracterizado por menores tasas de crecimiento de la actividad y de los precios, junto con la retirada de algunas de las medidas temporales sobre los ingresos y gastos, y la necesaria limitación del crecimiento del gasto primario neto de medidas de ingresos, afectarán a la evolución de las finanzas públicas en lo relativo a la consecución de los objetivos marcados en el PFEMP.**

Respecto a la economía española, según las previsiones de la AIReF, se espera una disminución del déficit público respecto al ejercicio anterior de 0,5 puntos porcentuales de PIB en 2024, para situarse en el 3% en este año. Esta magnitud es algo superior en el caso de las previsiones del Banco de España (3,3%), así como las estimadas por el Instituto de Estudios Económicos (3,3%), lo que muestra un ligero tono contractivo de la política fiscal en este ejercicio. Si bien es previsible que en 2025 este déficit se sitúe entre el 2,7% y el 3%, el escenario central apunta a que, en los próximos años, se agota el margen de mejora de este saldo público en ausencia de medidas, lo que implicaría un tono neutral de la política fiscal.

Ahora bien, el déficit público estructural de la economía española se situó, en 2023, en el 3,7% según el Banco de España y es previsible que esté en torno al 3,5% en 2024, lejos de los niveles prepandemia y del 1,5% que marcan los objetivos comunitarios. Asimismo, el endeudamiento



del sector público en proporción al PIB se sitúa en torno al 105%, una de las ratios más elevadas de la UEM y, según previsiones del propio Gobierno, esta ratio no se situaría en niveles cercanos al 90% hasta inicios de la próxima década. Estos indicadores muestran la vulnerabilidad de las finanzas públicas en la economía española y la necesidad de una planificación presupuestaria con medidas que reflejen un claro compromiso por la consolidación fiscal del conjunto de las AA. PP.

Es perentorio, para ello, que se diseñen y aprueben un conjunto sustancial de medidas que mejoren la eficiencia del gasto público como vía fundamental para abordar la necesaria consolidación fiscal a medio plazo, esto es, tal y como recoge la norma suprema de nuestro ordenamiento jurídico, es preciso la programación y ejecución del gasto público a partir de los criterios de eficiencia y economía. En todo caso, **la necesidad de este ajuste no debe comprometerse con subidas de impuestos y de cotizaciones sociales**, tal y como se han sucedido en el periodo reciente, puesto que estos comprometen el necesario crecimiento económico, así como las expectativas y de la confianza de los agentes, **desincentivando tanto los procesos de generación de ahorro y acumulación de capital como los de inversión necesaria** para superar los retos a más largo plazo que debe afrontar la economía española para mejorar su competitividad.

3.2. La actividad del sector público en la economía española durante el periodo 2019-2023

La actividad del sector público en la economía española durante el periodo 2019-2023 se caracteriza, en cuanto a la evolución de los recursos y empleos se refiere, por un notable dinamismo que se traduce en una mayor participación con relación al PIB, tanto en términos históricos como en comparación con el registrado por otras economías de la UEM. De esta evolución destaca el **notable aumento del gasto público no financiero**, próximo a los 154.000 millones de euros, variación que **no se ha acompasado con la dinámica de los ingresos públicos (140.000 millones de euros)**, lo que se ha traducido en un aumento de las necesidades de financiación de este sector.

Tal y como se muestra en el Cuadro 3, durante este periodo se ha producido un sensible aumento de la presión fiscal, debido, fundamentalmente, a ingresos corrientes y cotizaciones sociales. En este sentido, destaca tanto el **crecimiento de las bases impositivas, en el que la inflación ha tenido un papel protagonista, como todas aquellas medidas discrecionales de aumento de los impuestos y de cotizaciones sociales** que se han realizado. Asimismo, se ha de destacar el incremento de la participación de los recursos de capital procedentes de este tipo de transferencias entre AA. PP. cuyo origen son los fondos europeos Next Generation EU.



CUADRO 3

Cuenta de las operaciones no financieras de las AA. PP. en 2019 y 2023

% del PIB

| | 2019 | 2023 | DIF. |
|--|-------|-------|------|
| RECURSOS | 39,0 | 41,9 | 3,0 |
| Impuestos s/ Producción e Importaciones | 11,4 | 11,0 | -0,4 |
| Impuestos corrientes s/ Renta y Patrimonio | 10,3 | 12,2 | 1,9 |
| Cotizaciones sociales | 12,8 | 13,2 | 0,3 |
| Otros ingresos corrientes | 3,6 | 4,1 | 0,4 |
| Recursos de capital | 0,7 | 1,4 | 0,7 |
| (de los que: Impuestos) | 0,4 | 0,4 | -0,1 |
| EMPLEOS | 42,0 | 45,4 | 3,4 |
| Consumo final | 18,5 | 19,4 | 0,8 |
| (de los que: Remuneración de Asalariados) | 10,7 | 10,9 | 0,2 |
| Prestaciones sociales en efectivo | 15,7 | 16,8 | 1,1 |
| Intereses efectivos pagados | 2,2 | 2,4 | 0,1 |
| Subvenciones y otras transferencias corrientes | 2,5 | 3,0 | 0,5 |
| Empleos de capital | 2,9 | 3,8 | 0,9 |
| (de los que: Formación Bruta de Capital) | 2,1 | 3,0 | 0,8 |
| Capacidad/Necesidad Financiación | -3,1 | -3,5 | -0,4 |
| PIB nominal MM€ | 1.254 | 1.498 | |

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la Central de Información de la Intervención General de la Administración del Estado (CIGAE).

Desde la recuperación económica posterior a la crisis pandémica, los ingresos públicos se han visto impulsados por la reactivación económica, la inflación y el soporte de diversas medidas discrecionales adoptadas por el sector público, entre las que destacan la implementación de nuevas medidas impositivas y el aumento de cotizaciones sociales, derivadas de la aplicación del Mecanismo de Equidad Intergeneracional. En términos globales, los ingresos públicos han experimentado un periodo de dinamismo durante este periodo con importantes tasas de crecimiento cercanas al 9%. Entre todos los elementos mencionados, **los dos que destacan por su elevado impacto sobre los ingresos son el componente real, especialmente en 2021, y el componente precios (inflación) que llegó a determinar más del 50% del crecimiento de los ingresos tributarios en 2023.** En 2024, la AIReF prevé que continúe siendo el principal impulsor del crecimiento de los ingresos, aunque lo hará en menor medida que en periodos anteriores.



Con respecto a esta evolución, **se ha de destacar que, según los resultados publicados en el último informe de competitividad fiscal del IEE², España ya es uno de los países con mayor presión fiscal dinámica (ritmo de subida de impuestos) de los países desarrollados.** Asimismo, según el Índice de Competitividad Fiscal de la Tax Foundation, España ocupa una de las peores posiciones, la número 33 sobre 38 países analizados, cuando en el 2019 nos situábamos en el puesto 23. De hecho, los contribuyentes españoles soportaron, en el 2023, un esfuerzo fiscal (presión fiscal ajustada al nivel de renta) de un orden de un 13% superior al de la Unión Europea, que ya, de por sí, es bastante elevado en el contexto internacional, muy por encima del de otros países de la OCDE. **Entre las grandes economías avanzadas ninguna presenta un esfuerzo fiscal superior al de nuestro país. Este problema es especialmente grave cuando se toma en consideración la excesiva presión fiscal empresarial que, en el año 2022, fue del 12,2% del PIB frente al 10,4% del promedio de la UE.** De hecho, las empresas españolas aportan el 32,4% del total de recaudación frente el 25,8% que, en promedio, aportan las empresas de la UE.

Por el lado de los gastos, el aumento de las partidas correspondientes al pago de prestaciones sociales en efectivo, vinculado con las pensiones y al consumo final de las Administraciones relacionado con las partidas de remuneración de los asalariados y consumos intermedios, determinaron el aumento de la participación de los empleos corrientes sobre el PIB en este periodo. A estos efectos se ha de resaltar el significativo aumento tanto de los gastos asociados a las subvenciones y transferencias a familias y empresas derivadas de las últimas crisis como a los gastos en capital, en particular, de la inversión pública asociada a las actuaciones del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. **El crecimiento del gasto público se situó en el entorno del 6% entre 2019 y 2023, superior al crecimiento nominal de la economía en este periodo, lo que muestra el carácter expansivo de la política fiscal.**

Según muestra el Gráfico 9 la contribución del consumo público al crecimiento económico acumulado entre 2019 y 2024 justifica más de la mitad del avance desde 2019. **En segundo lugar, destaca la aportación del consumo privado** (1,5 p.p.), impulsado por la afluencia de población extranjera en España y, por último, **la pujanza de la demanda exterior neta** (1,1 p.p.), resultado de un incremento de las exportaciones de servicios y una moderación de las importaciones.

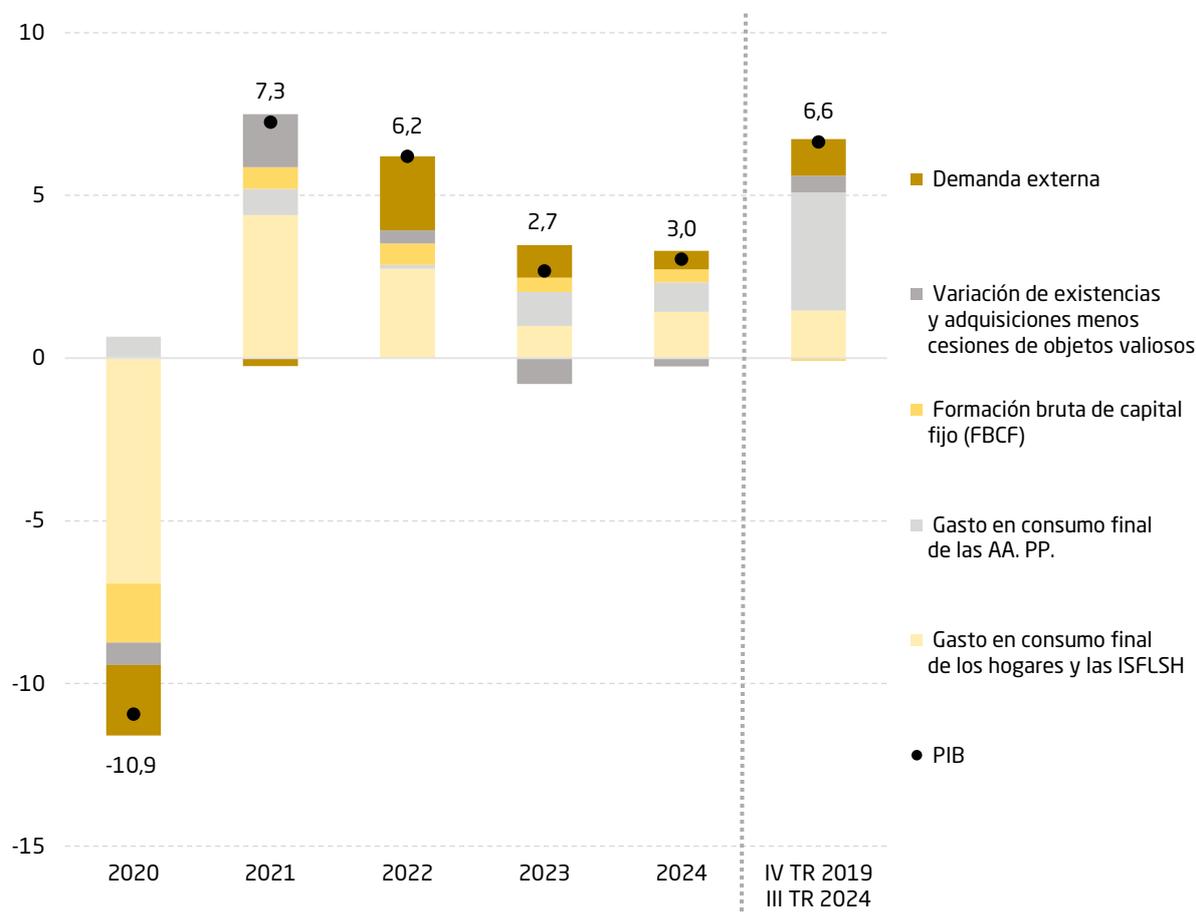
² INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (2024), «Competitividad fiscal 2024. Un diagnóstico necesario de la tributación en España», *Colección Informes*, noviembre. <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/IEE.-INFORMES-Noviembre-2024.-Competitividad-fiscal-2024.pdf>



GRÁFICO 9

Crecimiento anual del PIB español y contribuciones de sus principales componentes entre 2020 y 2024

Aportación anual



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

Como se comentaba previamente, en cómputo global, entre el cuarto trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2024, el PIB español creció un 6,6%, del cual 3,6 puntos porcentuales corresponden a la partida del gasto en consumo final de las Administraciones públicas, es decir, más de la mitad del crecimiento acumulado del PIB ha sido consecuencia de la aportación del consumo público a la economía durante el periodo analizado. Estos resultados reflejan el dinamismo experimentado por el consumo público en los últimos años, a raíz de la consolidación de algunos gastos vinculados a la pandemia y del incremento tanto de los consumos intermedios de las Administraciones públicas como de la partida de remuneración de asalariados públicos, de acuerdo con el Banco de España (2023).

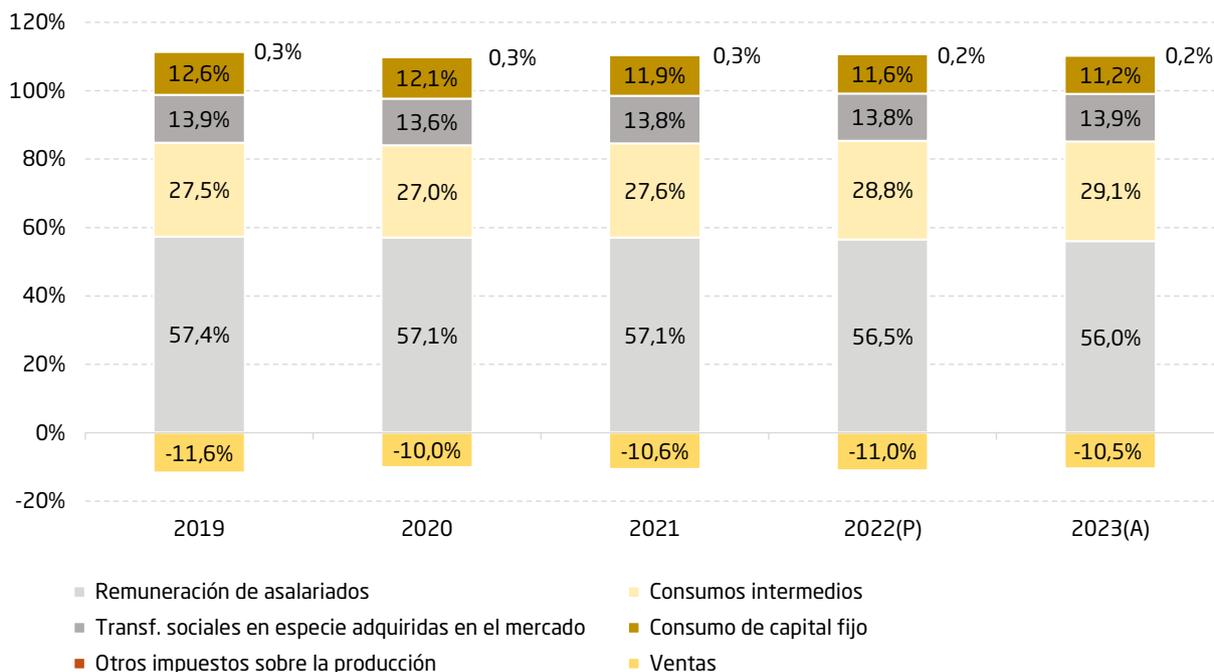
En términos de PIB, en el periodo analizado entre 2019 y 2023, el consumo público representó, en promedio, un 20,5% del PIB, llegando a suponer, en 2020, el 22% del PIB como consecuencia

del incremento de todos sus componentes. Este aumento fue resultado tanto de las **necesidades sociales derivadas de la crisis pandémica** como del efecto de la **inflación sobre las distintas partidas**. Desde entonces, el consumo público ha experimentado un paulatino ajuste a la baja hasta un nivel próximo al 20% del PIB, siendo aún superior al periodo prepandemia.

GRÁFICO 10

Descomposición del consumo público en España, 2019-2023

% sobre el total del consumo público



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la Central de Información de la Intervención General de la Administración del Estado (CIGAE).

Atendiendo al gasto en consumo final de las Administraciones públicas compuesto por la remuneración de los asalariados, los consumos intermedios, otros impuestos sobre la producción, el consumo de capital fijo, las ventas y las transferencias sociales en especie adquiridas en el mercado, **destaca la evolución de la partida de remuneración de asalariados como su principal impulsor durante el periodo analizado, tal y como muestra el Gráfico 10**. De acuerdo con el Banco de España (2023), este dinamismo del agregado de la demanda **podría haberse visto explicado, en su mayoría, por el comportamiento del empleo público, situándose en el cuarto trimestre de 2023 un 10,3% por encima de los niveles previos a la pandemia según la EPA, lo que apuntaría a un crecimiento del gasto público de componente estructural**.

La variación del total del gasto de las AA. PP. estuvo impulsado, principalmente, por los años 2020 y 2021, cuando este componente presentó un **fuerte componente cíclico debido a las medidas extraordinarias adoptadas para afrontar la crisis sanitaria, económica y social** generada por la pandemia de covid-19. Estas medidas incluyeron aumentos significativos en áreas como protección social, sanidad y estímulos económicos, que respondían a las necesidades

urgentes del momento. Este comportamiento muestra un incremento constante que supera las fluctuaciones puntuales, **consolidándose como una tendencia al alza en el gasto público, en un contexto de moderación de los gastos asociados al servicio de la deuda.**

A partir de 2022, el gasto público ha superado, consistentemente, los niveles de 2019, consolidándose como un elemento estructural en el Presupuesto, lo cual plantea desafíos significativos para la sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo. Esto se debe, principalmente, a que muchas de las medidas implementadas durante la pandemia, concebidas inicialmente como temporales, han sido prolongadas y están comenzando a establecerse como componente fijo del Presupuesto de estas Administraciones, **limitando el margen de maniobra de la política fiscal en términos de modulación del ciclo de la actividad y comprometiendo su sostenibilidad** ante las amenazas que supone el reto demográfico, las inversiones necesarias en digitalización o cambio climático, así como un mayor compromiso en términos de defensa.

Al analizar el gasto público por partidas principales, el gasto en protección social se destaca como la que ha registrado el mayor incremento en el periodo 2019-2023, con un aumento de 1,2 puntos porcentuales, consolidándose, además, como la partida con el mayor impacto en términos de porcentaje del PIB (Cuadro 4). Le sigue el gasto en asuntos económicos, que experimentó el segundo mayor incremento, con 0,8 puntos porcentuales, reflejando el impulso de los fondos comunitarios en este tipo de políticas.

CUADRO 4

Principales partidas del gasto público en 2013, 2019 y 2023

% del PIB

| | 2013 | 2019 | 2023 | Diferencia 23-13 | Diferencia 23-19 |
|-----------------------------------|------|------|------|------------------|------------------|
| Protección social | 18,0 | 17,3 | 18,4 | 0,4 | 1,2 |
| Asuntos económicos | 4,9 | 4,2 | 4,9 | 0,01 | 0,8 |
| Salud | 6,1 | 6,1 | 6,5 | 0,4 | 0,5 |
| Servicios públicos generales | 7,3 | 5,4 | 5,6 | -1,7 | 0,3 |
| Educación | 4,1 | 4,0 | 4,2 | 0,1 | 0,2 |
| Protección del medio ambiente | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,1 | 0,1 |
| Vivienda y servicios comunitarios | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,05 | 0,1 |
| Ocio, cultura y religión | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 0,1 | 0,1 |
| Defensa | 0,9 | 0,8 | 0,9 | -0,03 | 0,1 |
| Orden público y seguridad | 2,0 | 1,8 | 1,8 | -0,2 | 0,0 |

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).



En comparación con otros países de la Unión Europea, España presenta una mayor participación de las partidas de gasto en protección social, sanidad y servicios públicos generales.

En 2022, el gasto en protección social en España representó el 39,6% del total del gasto público, superando ligeramente la media de la UE, que se situó en el 39,3%. Por su parte, el gasto en sanidad alcanzó el 14,6% del total, mientras que los servicios públicos generales representaron el 12,3%. De igual forma, España muestra un menor peso del gasto público en otros ámbitos, como son el de defensa y educación.

Respecto a la educación, aunque el gasto en esta área ha aumentado proporcionalmente más que el promedio de la UE en los últimos años, **España sigue mostrando un nivel de inversión inferior al promedio europeo, ámbito crucial para el crecimiento económico y la competitividad a largo plazo.** Esto se puede ver reflejado en el gasto de las AA. PP. en educación, que es significativamente menor en España que en la UE según las diferentes métricas consideradas. Así, en relación con el PIB, el gasto en esta función, en 2019, fue del 4% en España y del 4,9% en los promedios de la UE-15 y de la UE-28 (Banco de España). **Por otro lado, en 2022, el gasto en educación representaba el 4,4% del PIB en España, frente al 4,7% en la UE, lo que evidencia una brecha persistente en la inversión en esta partida.**

En el caso de la defensa, España ha incrementado su gasto en esta área durante el periodo 2019-2022, superando el aumento promedio registrado en la UE, tal y como muestra el Gráfico 11. **Sin embargo, a pesar de este crecimiento, el porcentaje de gasto destinado a defensa en relación con el total sigue siendo inferior al de otros países de la UE.** Este aspecto es particularmente relevante, ya que **los requerimientos de la Unión Europea establecen que cada país miembro debe destinar, al menos, el 2% de su PIB a la defensa, con el objetivo de lograr una mayor equidad en el reparto de responsabilidades y reforzar la capacidad de defensa común, en un contexto de crecientes tensiones geopolíticas.** Alcanzar este objetivo representará un desafío presupuestario significativo para España, con el potencial de limitar recursos destinados a otras áreas esenciales.

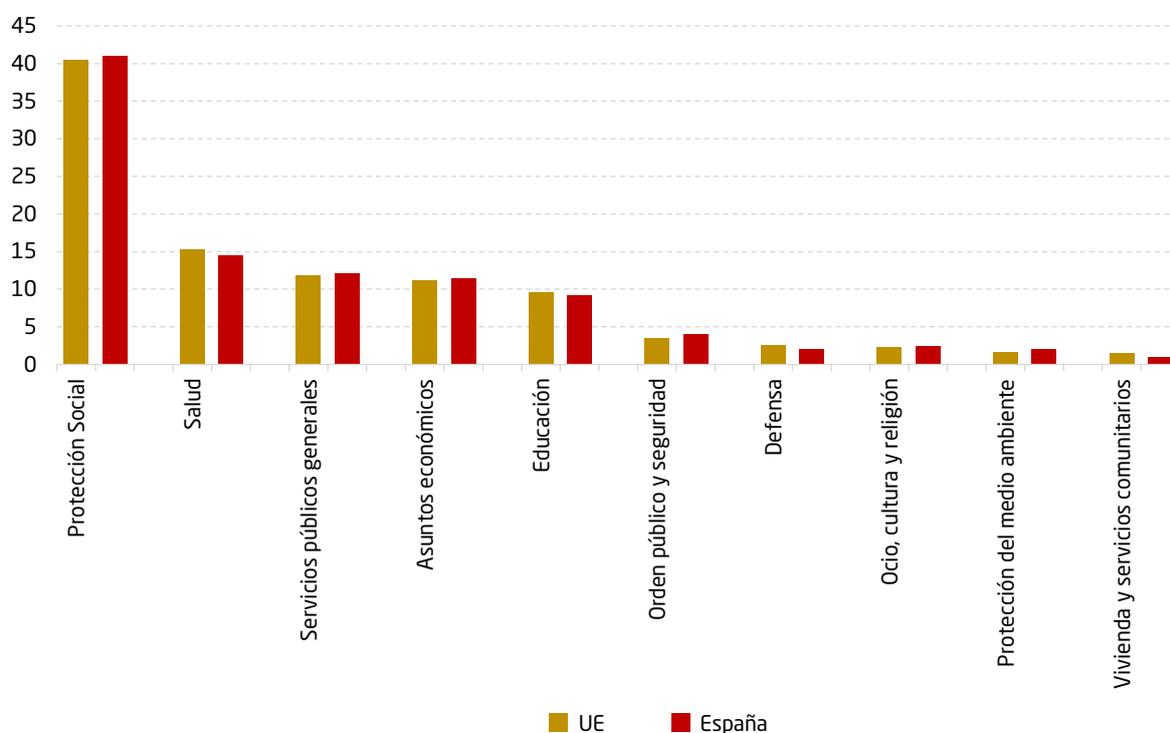
Todo este análisis muestra, en comparación con nuestros principales socios europeos, el mayor compromiso del gasto público en España en operaciones corrientes tales como la protección social o los servicios públicos generales, así como la limitación del gasto en otras áreas clave como la educación y la inversión pública.



GRÁFICO 11

Promedio de las principales partidas del gasto público entre 2019 y 2022

% del total del gasto público



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

En cuanto a las recomendaciones del Comisión Europea en relación con el gasto primario neto, que excluye los pagos por intereses de la deuda, en el marco de aplicación de las nuevas reglas fiscales, esta instó a España a **mantener una política fiscal prudente, limitando el aumento nominal del gasto primario neto financiado en el conjunto de las AA. PP. en 2024 a un máximo del 2,6%**, recomendando, adicionalmente, la eliminación gradual de las medidas de apoyo implementadas ante las crisis, aprovechando los ahorros generados para reducir el déficit público lo antes posible.

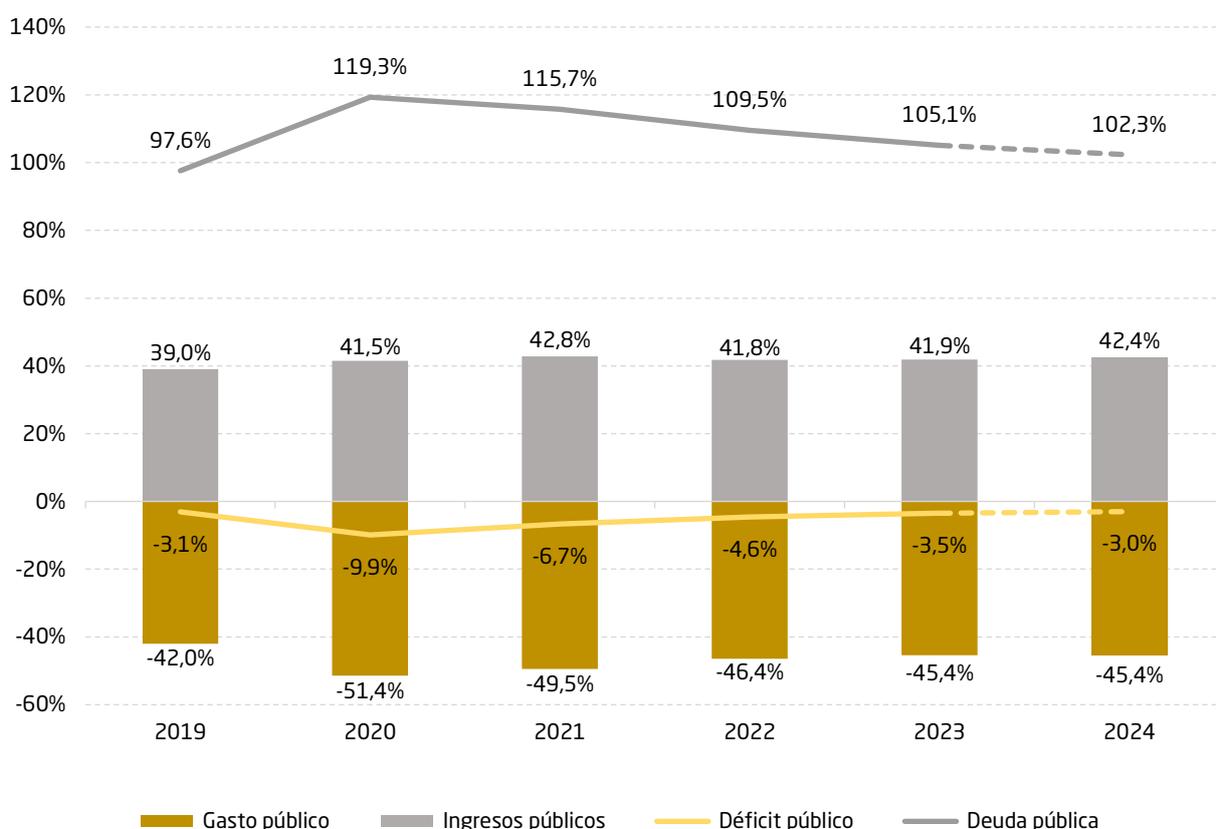
3.3. Análisis de la evolución del saldo de las finanzas públicas y escenarios contemplados en el Plan Fiscal Estructural a Medio Plazo

Tal y como se ha expuesto anteriormente, las medidas fiscales discrecionales que tuvo que llevar a cabo el Gobierno español para dar respuesta a la pandemia supusieron una presión al alza de las necesidades de financiación de las Administraciones públicas y agravaron el desequilibrio fiscal en términos de mayor déficit público y elevado endeudamiento. El Gráfico 12 muestra cómo, **tras un deterioro significativo del saldo de las AA. PP. en 2020, se llegó a registrar un déficit público cercano al 10% del PIB y una ratio de deuda pública próxima al 120%**; estas

finanzas públicas han ido gradualmente ajustándose hasta **situarse en torno al 3% del déficit y el 102% de endeudamiento en 2024, según las previsiones realizadas por la Comisión Europea.**

Ahora bien, esta evolución se ha contextualizado en un **entorno de elevado crecimiento nominal de la economía**, en donde los ingresos y gastos públicos han continuado aumentando su participación en términos de PIB.

GRÁFICO 12
Situación de las finanzas públicas en España entre 2019 y 2024
 % del PIB



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la Comisión Europea. Base de datos AMECO.

Cuando se analizan los principales componentes del saldo de estas Administraciones, tal y como se realiza en el Cuadro 5, se observa que, si bien **el saldo acumulado de las AA. PP. se ha mantenido prácticamente sin variación** (0,1 puntos porcentuales en términos de PIB) a lo largo del periodo considerado 2019-2024, **el deterioro que se ha originado por causas del ciclo de la actividad (-0,5 p.p.) y por el pago del servicio de la deuda (-0,2 p.p.) se ha cubierto por una mejora del saldo primario.** Este saldo primario está determinado por **una política fiscal claramente contractiva en la que se ha materializado un significativo aumento de la presión fiscal** (3,5 p.p.) que no solo ha cubierto las necesidades de financiación originadas por factores previamente mencionados, sino que ha tenido que sufragar, adicionalmente, un notable aumento de los gastos estructurales primarios (2,7 p.p.) producidos durante estos años.

CUADRO 5

Descomposición de la variación del saldo de las AA. PP. en España durante el periodo 2019-2024

% del PIB

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2019 - 2024 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------------|
| Variación en el saldo | -0,5 | -6,8 | 3,2 | 2,1 | 1,1 | 0,5 | 0,1 |
| Por var. saldo estructural primario | -1,3 | 0,1 | -0,4 | -0,3 | 1 | 0,4 | 0,8 |
| Por var. ingresos estructurales | 0 | 2,6 | 1,3 | -1 | 0,1 | 0,5 | 3,5 |
| Por var. gastos estructurales primarios | 1,3 | 2,5 | 1,7 | -0,7 | -0,9 | 0,1 | 2,7 |
| Por var. pagos de intereses | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 |
| Por efectos cíclicos | 0,7 | -7,0 | 3,5 | 2,6 | 0,2 | 0,2 | -0,5 |
| Saldo de las AA. PP. | -3,1 | -9,9 | -6,7 | -4,6 | -3,5 | -3 | |
| Componente cíclico | 1,1 | -5,9 | -2,4 | 0,2 | 0,4 | 0,6 | |
| Saldo estructural | -4,2 | -4,0 | -4,3 | -4,8 | -3,9 | -3,6 | |
| Saldo estructural primario | -1,9 | -1,8 | -2,2 | -2,5 | -1,5 | -1,1 | |
| Saldo primario | -0,8 | -7,7 | -4,5 | -2,3 | -1,1 | -0,5 | |
| Pagos por intereses | -2,3 | -2,2 | -2,1 | -2,3 | -2,4 | -2,5 | |

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos de la Comisión Europea. Base de datos AMECO (2023 Avance y 2024 Previsión).

La respuesta de la política fiscal a la crisis sanitaria y a la posterior crisis energética, desencadenada por el conflicto bélico en Ucrania, exacerbó estas presiones fiscales, dando lugar a un **notable empeoramiento de los indicadores de sostenibilidad fiscal**, como ya argumentamos en el último informe del Instituto de Estudios Económicos «Competitividad Fiscal 2024». **Este aumento de la presión fiscal ha supuesto, a lo largo de los últimos años, un incremento de los ingresos fiscales en España.** Sin embargo, **las necesidades de financiación de las Administraciones públicas derivadas de la pandemia parecen haberse consolidado**, aun habiéndose producido ya la normalización de la economía una vez superados los peores momentos de la crisis. Esta consolidación del **aumento de determinadas partidas del gasto público habría supuesto un obstáculo a la reducción del déficit estructural de España.**

A esto hay que añadir que **la prórroga para 2024 de los Presupuestos Generales del Estado ha supuesto, tal y como recogió el IEE en su «informe de opinión»³, una oportunidad perdida para responder a los retos futuros que afectan a la economía española**, estableciendo unos criterios de consolidación que garanticen, en el medio plazo, la sostenibilidad de las cuentas públicas, además de minorar la presión fiscal sobre las empresas, fomentando, adicionalmente, las

³ INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (2024), «La prórroga para 2024 de los Presupuestos Generales del Estado», *Opinión del IEE*, mayo.



inversiones públicas necesarias que contribuyan al aumento de la productividad y, por tanto, de la renta per cápita y del bienestar de la sociedad.

Por otro lado, **la reducción observada en la ratio de deuda pública**, desde su máximo histórico alcanzado en 2020, **se explica, fundamentalmente, por el crecimiento nominal del PIB, impulsado, principalmente, por la recuperación económica postpandemia y por el repunte inflacionario.**

Sin embargo, España mantiene un elevado nivel actual de endeudamiento público en España, siendo superior al nivel prepandemia, pese a la tendencia bajista observada. **Este nivel de deuda es consecuencia de la consolidación de sucesivos aumentos del gasto de las Administraciones públicas durante las anteriores fases recesivas de la actividad, estableciéndose, así, componentes estructurales de las finanzas públicas, los cuales no se han corregido durante las expansiones.** Así, de acuerdo con el Banco de España (2024), **en los períodos en los que la economía española ha crecido por debajo de su potencial, el gasto público ha tendido a elevarse, mientras que, en los períodos de mayor crecimiento, no se han aprovechado para reducir dicho gasto, observándose, incluso, un ligero incremento en el mismo.**

Por ello, ante las positivas expectativas de crecimiento de la economía española en los próximos años, **sería recomendable que se aprovecharan las fases expansivas de la actividad para construir colchones cíclicos que permitan obtener márgenes fiscales para hacer frente a posibles recesiones o *shocks* económicos adversos en el futuro.** En este sentido, el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo ha requerido a los Estados miembro la elaboración de planes presupuestarios a medio plazo en los que se determine una senda de gasto plurianual, lo que se ha materializado en la presentación de los PFEMP por parte de los países europeos durante 2024.

En el caso de España, **el PFEMP se posiciona como el elemento central del nuevo marco fiscal, sustituyendo al Programa de Estabilidad dentro de la planificación presupuestaria a medio plazo.** Este plan ha sido validado el 26 de noviembre de 2024 por la Comisión Europea, que ha respaldado su hoja de ruta de reformas e inversiones, destacándolo como un paso relevante para alinear las políticas nacionales con los objetivos del nuevo marco. No obstante, **esta validación se produce en un contexto marcado por la falta de presentación del Plan Presupuestario y de los Presupuestos Generales del Estado para 2025.**

El PFEMP contempla un crecimiento del gasto primario neto en un promedio anual del 3% entre 2025 y 2031, variación que contrasta con la estimación realizada por la AIREF en dicho período (3,6%), lo que implicaría la **adopción de medidas adicionales para garantizar la reducción de déficit y deuda.**

En cuanto a las estimaciones de la evolución del déficit en el medio plazo, que se marcan en los objetivos de déficit y deuda para los países más endeudados, aún se produce una mayor discrepancia entre las recogidas en el PFEMP (0,8% en 2031) y la AIREF (3,1% del PIB en dicho período). **Esta discrepancia se debe a las diferencias existentes tanto en las previsiones de**



ingresos como en las medidas discrecionales de ingresos. En ambos casos, el principal factor de incremento del déficit es el impacto del envejecimiento en las cuentas públicas.

Con respecto a la dinámica del endeudamiento, **el escenario de ajuste del Gobierno muestra una dinámica muy favorable para la reducción de la deuda, situándola en el 76,8% del PIB en 2041, mientras que la AIREF estima una menor reducción de deuda pública, llegando al 87,5% del PIB en 2041.**

Aunque el nuevo Plan a cuatro años garantiza la sostenibilidad de las cuentas públicas y cumple con el objetivo de gasto primario neto establecido por la Comisión Europea, **presenta importantes carencias.** Por un lado, **no incluye información detallada sobre el escenario presupuestario a partir de 2024 ni previsiones macroeconómicas más allá de 2026. Tampoco especifica las medidas concretas para alcanzar el objetivo de gasto primario neto.** En este contexto, **también se identifican posibles inconsistencias en el diseño del PFEMP, especialmente en lo que respecta a su adecuación al nuevo marco de reglas fiscales.** Entre los aspectos destacados, **la AIREF apunta a una posible subestimación del impacto del envejecimiento demográfico sobre el crecimiento potencial a largo plazo, lo que podría ejercer una presión significativa a la baja sobre el PIB potencial.** Además, la senda de gasto proyectada, con un crecimiento promedio del 3% entre 2025 y 2031, podría no ser suficiente para abordar los retos fiscales asociados al envejecimiento, lo que generaría presiones adicionales sobre la deuda pública.

Junto con las presiones demográficas, el Banco Central Europeo también alerta de otros factores, como las presiones al alza sobre el gasto en defensa, la digitalización o el cambio climático, que darán lugar a importantes cargas fiscales en las próximas décadas, siendo la economía española una de las que mayores ajustes, en términos de PIB, tendría que realizar para afrontar estos desafíos. En concreto, para alcanzar una relación deuda pública/PIB del 60% en 2070 a partir de los niveles actuales de deuda, los gobiernos de la zona del euro tendrían que aumentar, de forma inmediata y permanente, sus saldos primarios en un 2% del PIB en promedio, siendo en el caso español aún más riguroso este ajuste elevándose hasta el 3%. Los desafíos adicionales mencionados anteriormente, excluida la digitalización, podrían ampliar el déficit fiscal promedio de la zona del euro en, aproximadamente, un 3% adicional del PIB, elevándose dicho porcentaje hasta el 8% en el caso de la economía española.

Ante este panorama, se pone de manifiesto **la necesidad de tomar medidas de forma urgente, especialmente en los países muy endeudados que, además, enfrentan tipos de interés elevados.** Desde el BCE indican que **las políticas económicas deberían enfocarse en reducir, gradualmente, los elevados niveles de deuda pública,** lo que también contribuirá a garantizar un entorno seguro para la aplicación de la política monetaria de la zona euro (Banco Central Europeo, 2024).

Por lo tanto, **desde el IEE consideramos que es imperativo diseñar la planificación fiscal con mayor prudencia y realismo, así como la necesidad de que el Gobierno defina medidas más concretas que respalden la senda de ajuste propuesta.** Estas divergencias radican en los retos



asociados al marco macroeconómico, y a la coherencia entre las políticas propuestas y las nuevas reglas fiscales europeas.

En este contexto, sostenemos que **la consolidación de las finanzas públicas en España debe centrarse en mejorar la eficiencia del gasto, en lugar de apoyarse en otras medidas, como el aumento de la recaudación.** En caso de introducir cambios en el sistema impositivo, consideramos que estos deberían orientarse hacia una **reducción de impuestos, especialmente para las empresas, con el objetivo de fomentar la atracción de inversiones y talento a nuestra economía, incentivando el dinamismo económico e impulsando el crecimiento potencial de España.**

A este respecto, el nuevo Plan Fiscal y Estructural incluye reformas e inversiones aprobadas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. **Estas reformas están enfocadas en cinco ámbitos:** la transición ecológica, la mejora del capital humano, la transformación digital, el impulso del capital físico y la productividad y, por último, el ámbito presupuestario.

Dentro de las medidas en el ámbito de la **Transición Ecológica** destaca el objetivo de **reducir la dependencia del uso de combustibles fósiles importados.** Para ello sería imprescindible implementar medidas relacionadas con el **almacenamiento energético, el despliegue de renovables, el fomento del autoconsumo y la eficiencia energética, enmarcadas dentro del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2021-2030,** y la aprobación de una Estrategia para la planificación de la red de transporte 2025-2030.

En el eje de **fomento del capital humano** se contemplan todas aquellas medidas relacionadas con **expandir tanto la cuantía como la calidad de la oferta laboral en España.** Destacan las relaciones con el mercado de trabajo (reforma laboral de 2021, reforma de subsidios y medidas de impulso a la formación profesional), la reforma del sistema de extranjería y la simplificación del sistema de homologación de títulos.

Para **fomentar la digitalización de la economía española** e incrementar la integración de las nuevas tecnologías en los procesos productivos, aumentando la productividad, se han elaborado una serie de actuaciones que se encuentran en el **Plan Nacional de Competencias Digitales, la reforma del sistema de ciencia e I+D y la Estrategia de Inteligencia Artificial.**

Para el impulso y expansión del stock de capital instalado en España, así como la Productividad Total de los Factores, destacan medidas orientadas a mejorar el clima de negocios, reducir las barreras burocráticas de las empresas, así como aquellas destinadas a expandir el parque de vivienda.

Por último, en **el ámbito presupuestario,** las medidas deberían dirigirse a **fortalecer la sostenibilidad fiscal, enfocándose en la reducción del gasto y en la optimización de la eficiencia del gasto público, a la reforma de las pensiones o a la lucha contra el fraude fiscal.**



RECUADRO 1

El impacto de la DANA en la economía, sin repercusión en los Presupuestos nacionales

La DANA ha dejado una devastadora estela de daños en la Comunidad Valenciana, afectando infraestructuras, viviendas, automóviles y tierras de cultivo. **Esta región, que representa el 5,5% del PIB nacional y emplea a más de 1,2 millones de personas, afronta un grave impacto económico, especialmente en sectores como el turismo, la restauración y los servicios.** Además, 72 municipios han sido afectados, y el consumo local cayó un 1,4% durante la primera semana tras la catástrofe.

En este contexto, el Gobierno ha adoptado un paquete de medidas urgentes valorado en 14.374 millones de euros (aproximadamente el 1% del PIB), aprobado mediante decretos-leyes, permitiendo movilizar los recursos necesarios de forma rápida y efectiva, sin necesidad de recurrir a la aprobación de nuevos Presupuestos y, por lo tanto, sin modificar el marco presupuestario actual.

El paquete de medidas se financiará mediante una combinación de recursos públicos y privados, evitando el excesivo incremento del gasto público. En primer lugar, **los créditos ICO-DANA**, que representan **5.060 millones de euros**, proporcionarán financiación avalada por el Estado a empresas, autónomos y agricultores afectados, permitiendo cubrir necesidades inmediatas sin requerir un aumento directo del gasto público. De este monto, 60 millones de euros están destinados, específicamente, al sector agrícola. Por otro lado, el **Fondo de Compensación de Seguros, con 3.500 millones de euros**, garantizará indemnizaciones para la reconstrucción de propiedades y bienes dañados, utilizando recursos del sistema asegurador, lo que, nuevamente, evita un impacto directo en las arcas públicas.

El resto de las medidas incluye una combinación de subvenciones y reformas fiscales y laborales. Entre ellas, se encuentran moratorias y rebajas fiscales tanto para empresarios como para familias (incluida la moratoria de hipotecas para los afectados), subvenciones para reparar daños en viviendas y al sector agrícola, así como un conjunto de medidas laborales, como los ERTE-DANA, que permiten la suspensión temporal de contratos de trabajo con exoneración de cotizaciones hasta febrero de 2025.

No obstante, el impacto de esta catástrofe sobre el déficit público sería limitado y acotado en el tiempo. Según BBVA Research, el aumento del déficit, en 2024, asociado a las medidas DANA sería del 0,1%, y del 0,2% para el ejercicio 2025. Sin embargo, la retrocesión de las mismas en 2026 supondría que, en el conjunto del periodo (2024-2026), este impacto fuese nulo.

Por último, hay que destacar que España ha solicitado ayuda a la Unión Europea para abordar las consecuencias de la DANA, instando a las instituciones comunitarias a acelerar la aprobación de un reglamento que permita movilizar recursos de manera rápida y efectiva. En este marco, **la propuesta del reglamento «Restore», presentada recientemente por la Comisión Europea, plantea la posibilidad de reasignar hasta el 10% de los Fondos de Cohesión, el Fondo Europeo de Desarrollo Regional y el Fondo Social Europeo Plus** para acciones como la reconstrucción, la asistencia material inmediata a los afectados, el acceso a servicios sanitarios y medidas para el mantenimiento del empleo, como los ERTE. **Este reglamento también otorgaría mayor flexibilidad, permitiendo anticipos del 30% de los fondos reasignados y la financiación al 100% con recursos europeos, eliminando la necesidad de cofinanciación nacional.**



Referencias bibliográficas

AUTORIDAD INDEPENDIENTE DE RESPONSABILIDAD FISCAL, AIREF (2024): «Informe sobre el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028», *Informe* 51/24.

– (2024): «Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones públicas 2025», *Informe* 52/24.

– (2024): «Documento técnico sobre la variabilidad de los ingresos tributarios desde 2019», *Documento técnico* 1/24.

ALLOZA, M., BRUNET, J., FORTE-CAMPOS, V., MORAL-BENITO, E. y PÉREZ, J. (2022): «El gasto público en España desde una perspectiva europea», *Documentos Ocasionales* n.º 2217, Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA (2024): «Informe anual 2023».

 <https://doi.org/10.53479/36512>

BBVA RESEARCH (2024): «Situación España», diciembre 2024.

FERNÁNDEZ, J. L., MORAL-BENITO, E. y URTASUN, A. (2024): «Rasgos básicos de la evolución de la economía española desde la pandemia, en comparativa europea, tras las revisiones de la Contabilidad Nacional», *Boletín Económico* 2024/T4, Artículo 5, Banco de España.

 <https://doi.org/10.53479/38437>

GARCÍA-MIRALLES, E. y MARTÍNEZ, J. (2023): «Los ingresos públicos tras la pandemia. Residuos fiscales e inflación», *Boletín Económico* 2023/T1, Artículo 16, Banco de España.

 <https://doi.org/10.53479/29732>

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (2024): «Competitividad fiscal 2024. Un diagnóstico necesario de la tributación en España», *Colección Informes*, noviembre.

 <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/IEE.-INFORMES-Noviembre-2024.-Competitividad-fiscal-2024.pdf>

MOSHAMMER, E. (2024): «Longer-term challenges for fiscal policy in the euro area», *Economic Bulletin*, Issue 4/2024, Banco Central Europeo.

 https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2024/html/ecb.ebart202404_02~d8159a215d.en.html#toc2



Publicaciones del Instituto de Estudios Económicos

2024

- COYUNTURA ECONÓMICA.** Diciembre. N.º 81. Los riesgos geopolíticos como nuevo elemento de incertidumbre.
- COLECCIÓN INFORMES.** Noviembre. Competitividad fiscal 2024. Un diagnóstico necesario de la tributación en España.
- OPINIÓN DEL IEE.** Octubre. Regulación y competencia en el transporte público de viajeros por carretera: reflexiones y análisis para un modelo sostenible.
- OPINIÓN DEL IEE.** Octubre. La competitividad fiscal en Cantabria. Una propuesta de mejora.
- OPINIÓN DEL IEE.** Septiembre. Los tipos reducidos en el Impuesto sobre el Valor Añadido. Un ejemplo de su aplicación en los productos de tecnología sanitaria.
- REVISTA DEL IEE.** Septiembre. N.º 2/2024. Los riesgos de una inadecuada regulación de las acciones colectivas para la protección de los consumidores. Análisis del Proyecto de Ley de transposición de la Directiva (UE) 2020/1828.
- COLECCIÓN INFORMES.** Julio. La productividad como el gran reto pendiente de la economía española.
- COYUNTURA ECONÓMICA.** Junio. N.º 80. La competitividad como oportunidad para la mejora de nuestro bienestar.
- COLECCIÓN INFORMES.** Mayo. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2024.
- OPINIÓN DEL IEE.** Mayo. La prórroga para 2024 de los Presupuestos Generales del Estado.
- COLECCIÓN INFORMES.** Abril. Competitividad fiscal 2023. El endurecimiento de la fiscalidad empresarial en España ralentiza el crecimiento económico.
- REVISTA DEL IEE.** Febrero. N.º 1/2024. La colaboración público-privada y el reto de la vivienda. Índice Internacional de Derechos de Propiedad 2023.

2023

- COYUNTURA ECONÓMICA.** Diciembre. N.º 79. Hay que crear un clima favorable a la empresa y a la inversión para garantizar el progreso de la economía española.
- REVISTA DEL IEE.** Noviembre. N.º 3/2023. La colaboración público-privada y su contribución a la eficiencia del gasto público en la provisión de servicios públicos.
- REVISTA DEL IEE.** Octubre. N.º 2/2023. La inversión en infraestructuras. El modelo concesional como palanca del crecimiento económico y social.
- OPINION OF THE IEE.** July. Good regulatory practices. A proposal for the Spanish electricity sector.
- COYUNTURA ECONÓMICA.** Julio. N.º 78. La incertidumbre política aumenta el riesgo de desaceleración de la economía española.
- COLECCIÓN INFORMES.** Julio. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2023.
- OPINIÓN DEL IEE.** Junio. Buenas prácticas regulatorias. Una propuesta para el sector eléctrico español.
- OPINIÓN DEL IEE.** Mayo. La subida de las cotizaciones sociales. Análisis y consecuencias en la economía española.
- OPINIÓN DEL IEE.** Abril. La competitividad fiscal de las entidades locales y de las comunidades autónomas. Factor determinante para su desempeño económico.
- PUNTO DE VISTA.** Marzo. Compromiso empresarial con la inversión: el rol de la empresa en la situación iberoamericana actual.
- REVISTA DEL IEE.** Enero. N.º 1/2023. El Impuesto sobre las Grandes Fortunas. Un análisis académico y doctrinal de su inconstitucionalidad.
- COLECCIÓN INFORMES.** Enero. La mejora de la calidad institucional del comercio en España: cuantificación de su impacto económico y social.
- COLECCIÓN INFORMES.** Enero. Competitividad fiscal 2022. España sigue perdiendo competitividad en el ámbito fiscal.

2022

- COYUNTURA ECONÓMICA.** Diciembre. N.º 77. La ralentización, principal riesgo de 2023.
- REVISTA DEL IEE.** Noviembre. N.º 4/2022. La unidad de mercado como reto pendiente para la libertad de empresa. Índice de Libertad Económica 2022.
- OPINIÓN DEL IEE.** Octubre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2023.
- OPINIÓN DEL IEE.** Octubre. Por una mejora de los incentivos fiscales a los planes de pensiones. Análisis comparado de la tributación actual del segundo y tercer pilar en Europa.
- PUNTO DE VISTA.** Octubre. Consolidar la recuperación. Aprovechar las oportunidades del crecimiento verde en América Latina.
- COLECCIÓN INFORMES.** Septiembre. Estudio preliminar sobre la adecuación a la Constitución y al Derecho Comunitario del gravamen temporal a entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito.
- COYUNTURA ECONÓMICA.** Julio. N.º 76. La inflación y la incertidumbre frenan la recuperación de las empresas.
- REVISTA DEL IEE.** Julio. N.º 3/2022. La necesidad de garantizar la propiedad privada en España como condición para la mejora del mercado del alquiler. Índice Internacional de Derechos de Propiedad 2021.



REVISTA DEL IEE. Junio. N.º 2/2022. El impacto económico del sector de datos en España. Una propuesta de cuantificación.
INFORME IEE-CEIM. Abril. El crecimiento empresarial en la Comunidad de Madrid como factor de competitividad regional.
REVISTA DEL IEE. Marzo. N.º 1/2022. Por una mejora de la eficiencia del gasto público en España.
EDICIONES ESPECIALES. Febrero. Libro Blanco para la reforma fiscal en España. Una reflexión de 60 expertos para el diseño de un sistema fiscal competitivo y eficiente.

2021

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 75. Una coyuntura condicionada transitoriamente por la inflación.
COLECCIÓN INFORMES. Diciembre. Competitividad fiscal 2021. La competitividad fiscal como referencia obligada para la próxima reforma tributaria.
INFORME IEE-CEIM. Noviembre. El tamaño y el crecimiento empresarial en la Comunidad de Madrid como factor de competitividad regional.
OPINIÓN DEL IEE. Noviembre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2022.
COLECCIÓN ESTUDIOS. Octubre. El Programa de Pago a Proveedores como instrumento de inyección de liquidez a la empresa.
COLECCIÓN INFORMES. Septiembre. Empresa, igualdad de oportunidades y progreso social. Indicador IEE de Igualdad de Oportunidades.
COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 74. La recuperación de la economía española necesita de un clima empresarial favorable.
PUNTO DE VISTA. Junio. La situación actual y perspectivas de las inversiones energéticas y el sector eléctrico en América Latina.
REVISTA DEL IEE. Mayo. N.º 2/2021. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2021.
INFORME DE OPINIÓN. Abril. La competitividad fiscal de las comunidades autónomas. Condición necesaria para el desarrollo económico.
COLECCIÓN INFORMES. Marzo. La propiedad privada en España. La necesidad de reconocer los derechos de propiedad en materia de vivienda. Índice de Derecho de Propiedad 2020.
PUNTO DE VISTA. Enero. La situación actual de la economía en América Latina. Su incidencia sobre las empresas españolas.
REVISTA DEL IEE. Enero. N.º 1/2021. Adaptabilidad y flexibilidad para la recuperación económica.

2020

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 73. Más allá de los fondos europeos: la economía española necesita el impulso de las reformas estructurales.
INFORME IEE-FIAB. Diciembre. Impacto de la crisis del COVID-19 en la industria de alimentación y bebidas española.
INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2021.
INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Una propuesta de mejora para los incentivos fiscales a la I+D+i.
INFORME IEE-CEIM. Noviembre. La tributación del ahorro y su incidencia en la reactivación económica desde la perspectiva de la competitividad regional.
COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Competitividad fiscal 2020. ¿Por qué no se pueden subir más los impuestos en España?
INFORME IEE-ASCOM. Octubre. Estudio sobre la función de Compliance en las empresas españolas.
INFORME DE OPINIÓN. Agosto. El marco fiscal de los planes de pensiones. La necesidad de fomentar el ahorro para la jubilación.
COLECCIÓN INFORMES. Julio. Libertad económica y libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica España 2020.
COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 72. Crisis de la COVID-19 en la economía española: la recuperación no es posible sin confianza empresarial.
INFORME DE OPINIÓN. Junio. Impacto económico de las medidas adoptadas en el contexto de la presente crisis. Los casos de la financiación privada avalada y los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo.
INFORME DE OPINIÓN. Febrero. Eficiencia del gasto público. Medición y propuestas de mejora.
PUNTO DE VISTA. Enero. El Capitalismo. Cambio, evolución y progreso.

2019

COLECCIÓN INFORMES. Diciembre. La deuda pública en España. Implicaciones sobre la política económica.
COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 71. Una política económica ortodoxa para revertir la desaceleración y reducir la incertidumbre.
INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Las buenas prácticas regulatorias.
COLECCIÓN INFORMES. Noviembre. La propiedad privada en España. Índice de Derecho de Propiedad 2019.
COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Índice de Competitividad Fiscal 2019.
COYUNTURA ECONÓMICA. Junio. N.º 70. A mayor inestabilidad política, más incertidumbre económica.
INFORME DE OPINIÓN. Febrero. Los Presupuestos Generales del Estado para el 2019.



45 ANIVERSARIO



INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS

Desde 1979 defendiendo la empresa y la economía de mercado

La economía mundial continúa mostrando una notable resiliencia, con ritmos de crecimiento estables, aunque discretos, alrededor del 3,2% anual para 2024, en un contexto en el que se están ajustando determinados desequilibrios y la adopción de medidas de política monetaria más laxas. Ahora bien, el aumento del proteccionismo podría perjudicar el comercio mundial, al tiempo que las economías desarrolladas se enfrentan a cambios estructurales que restarían dinamismo a la actividad.

Por áreas económicas, la economía norteamericana continúa registrando un notable vigor con moderada inflación, aunque las medidas anunciadas por Trump, entre las que destacan el aumento de aranceles, podrían revertir la tendencia de los precios. Este proteccionismo podría, también, dañar el crecimiento de la economía china que presenta una clara tendencia de desaceleración con problemas significativos en su sector inmobiliario. Por último, la eurozona está inmersa en una etapa de fragilidad económica, con sensibles diferencias entre países, destacando el estancamiento de Alemania.

La economía española mantuvo una notable fortaleza en 2024 situándose entre las más dinámicas de la UE. Destaca la mejora de la renta familiar, que ha revitalizado el consumo de las familias; unas condiciones financieras menos restrictivas; la moderación de la inflación; la resiliencia del mercado laboral y la política expansiva del gasto público. Para 2025 se anticipa un crecimiento del PIB más moderado, debido a la pérdida de intensidad de los factores anteriores y al impacto de la situación económica internacional.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Tel.: 917 820 580

iee@ieemadrid.com

www.ieemadrid.es