

Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad

COYUNTURA ECONÓMICA

N.º 83 - Diciembre 2025

Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad



En la Reunión semestral de Coyuntura Económica del Instituto de Estudios Económicos la jornada comenzó con la intervención de Íñigo Fernández de Mesa, presidente del Instituto de Estudios Económicos (segundo por la derecha). La mesa redonda dedicada a la «Economía española. Un diagnóstico coyuntural y una reflexión de las principales prioridades para los próximos años» estuvo compuesta por María Jesús Fernández, economista senior en el Área de Coyuntura económica de Funcas (primera por la izquierda); Sergi Martrat, Deputy Chief Economist del Banco Sabadell (segundo por la izquierda); Íñigo Fernández de Mesa, presidente del Instituto de Estudios Económicos (segundo por la derecha); y Concepción Sanz, directora del Servicio de Estudios del Banco Santander (primera por la derecha).



La segunda mesa redonda de la Reunión de Coyuntura Económica se centró en analizar la «Economía mundial. Escenario de crecimiento, inflación y condiciones financieras», con la participación de Alberto Matellán, Managing Director at Financière Responsible Asset management subsidiary in France de Mapfre (primer por la izquierda); Jorge Sicilia, economista jefe del Grupo BBVA y director de BBVA Research (segundo por la izquierda); Gregorio Izquierdo, director general del Instituto de Estudios Económicos (segundo por la derecha); y José Ramón Díez Guijarro, director de Economía Internacional y Mercados de CaixaBank Research (primer por la 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 24 de noviembre de 2025.

Este informe del Instituto de Estudios Económicos (IEE), segundo de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado bajo la dirección de Gregorio Izquierdo Llanes, a partir de las conclusiones obtenidas en su reunión de Coyuntura semestral, celebrada el día 24 de noviembre de 2025, en la que participaron los principales expertos españoles en coyuntura económica, y con la intervención especial de Íñigo Fernández de Mesa, presidente del Instituto de Estudios Económicos; Sergi Martrat, Deputy Chief Economist del Banco Sabadell; Concepción Sanz, directora del Servicio de Estudios del Banco Santander; María Jesús Fernández, economista senior en el Área de Coyuntura económica de Funcas; 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; Alberto Matellán, Managing Director at Financière Responsible Asset management subsidiary in France de Mapfre; 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 María Laura Díaz Di Cocco, Ángela de la Fuente Trujillo, Alejandro Hortelano Martín y Diego Pulido Nava, con la coordinación de Carlos Ruiz Fonseca.

El presente informe de Coyuntura Económica se cerró con los datos disponibles hasta el día 16 de diciembre de 2025.

© 2025 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 2025

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 mundial. El crecimiento mundial mantiene su dinamismo, aunque se prevé que desacelere en el año 2026.....	6
2. Economía española: suave desaceleración en un contexto incierto.....	8
2.1. La creación de empleo muestra un notable dinamismo en 2025 y la tasa de paro presenta una tendencia a la baja, aunque es la más elevada de la UE.....	10
2.2. Inflación muy condicionada por la evolución de los precios de los productos energéticos y los alimentos no elaborados.....	11
2.3. Los factores que han impulsado el comportamiento diferencial y positivo frente a Europa comienzan a perder intensidad, por lo que se espera un escenario de menor crecimiento en 2026	12
3. Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad	13



CRECIMIENTO EXTENSIVO Y DUALIDAD MACROECONÓMICA EN ESPAÑA: DESEQUILIBRIOS Y BAJA PRODUCTIVIDAD 16

1. Economía mundial. El crecimiento mundial mantiene su dinamismo, aunque se prevé que desacelere en el año 2026.....	16
1.1. Introducción. Acuerdos arancelarios y resiliencia de la economía mundial	16
1.2. La resistencia del comercio mundial y otros factores que sostienen el crecimiento global.....	17
1.3. Previsiones de crecimiento sostenido en 2025 y desaceleración en 2026.....	19
1.4. Moderación en el índice global de precios alimentarios, que contrastan con el <i>rally</i> de los metales preciosos.....	23
2. Economía española: suave desaceleración en un contexto incierto.....	25
2.1. En 2025 la composición del crecimiento cambia: el sector exterior pierde dinamismo; el consumo privado y la inversión se afianzan como motores del crecimiento	25
2.2. La industria presenta un crecimiento limitado por el contexto internacional, mientras los servicios continúan registrando un elevado dinamismo	30
2.3. Resultados empresariales: a pesar del aumento de la cifra de negocio y la disminución de los costes financieros, el resultado apenas varía debido al incremento de los costes laborales	32



2.4. La creación de empleo en 2025 muestra un notable dinamismo, en contraste con el menor impulso de las horas trabajadas. Mientras, la tasa de paro continúa reduciéndose, aunque repuntó en el tercer trimestre y permanece como la más elevada de la UE	33
2.5. La inflación, a lo largo de 2025, se ha visto muy condicionada por la evolución de los precios de los productos energéticos y los alimentos no elaborados.....	38
2.6. Perspectivas y riesgos: se sigue esperando un escenario de aterrizaje suave para la economía española en 2026. Los factores que han impulsado el comportamiento diferencial y positivo frente a Europa comienzan a perder intensidad	40
3. Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad	43
3.1. Introducción	43
3.2. Desajustes en un contexto de crecimiento agregado	47
3.3. Capital humano.....	52
3.4. Capital físico y tecnológico	59
3.5. Políticas y recomendaciones.....	77
Referencias bibliográficas	82



Resumen Ejecutivo

1. Economía mundial. El crecimiento mundial mantiene su dinamismo, aunque se prevé que desacelere en el año 2026

El año 2025 ha estado condicionado en el ámbito económico por los cambios en la política arancelaria de Estados Unidos. A pesar de ello, la economía global ha mostrado una notable **resiliencia**, de tal manera que las previsiones de los principales organismos internacionales, en la parte final del año, han corregido sus estimaciones más pesimistas de primavera y ahora apuntan a que **el crecimiento global en 2025 se situará en el 3,2%. En el año 2026 el PIB mundial desacelerará hasta el 2,9%**, para repuntar, en 2027, al 3,1%, mientras que **la inflación continuará desacelerando** en ambos años.

Este mejor **comportamiento de la actividad**, que el estimado en primavera, se debe a la flexibilidad de los agentes para anticiparse y adaptarse a las nuevas situaciones, y, sobre todo, a que **los efectos derivados de los aumentos de los aranceles han sido más moderados** de lo esperado. Adicionalmente, el buen desempeño de la economía se ha apoyado en la **mejoría de las condiciones financieras**, con descensos de los tipos de interés en varios países, y en los **impulsos fiscales de los gobiernos**, así como por el **despegue de la inteligencia artificial** (IA) y las notables inversiones económicas que ha concentrado.

El aumento de los aranceles no ha impedido que el comercio mundial siga creciendo durante 2025, a tasas del 4,2%, incluso unas décimas más que el 3,9% de 2024, apoyado en el **crecimiento de las importaciones en Estados Unidos en el primer trimestre**, para adelantarse a los incrementos de tipos arancelarios, y por **el empuje de las exportaciones chinas**. El aumento de las exportaciones chinas se produce a pesar del descenso de sus ventas a Estados Unidos, que se ha compensado con el incremento de las exportaciones al sudeste asiático y a la Unión Europea, principalmente, y también hacia América Latina y África. **Aunque los acuerdos comerciales contribuyen a reducir la incertidumbre, para 2026 se prevé que los aranceles y cierta fragmentación comercial deriven en una desaceleración en el ritmo de crecimiento del comercio mundial**, hasta tasas del 2,3%.

La inflación continuará moderándose tanto en 2026 como en 2027, situándose en la segunda mitad del próximo año en línea con los objetivos de los bancos centrales, en la mayoría de los casos, aunque probablemente en Estados Unidos, donde más se espera que se sientan los efectos de los aranceles, la moderación de la inflación no se producirá hasta el año 2027.



En Estados Unidos el crecimiento en la primera parte del año ha sido moderado, influido negativamente por los resultados del primer trimestre, cuando se produjo un adelanto de las importaciones, para anticiparse al aumento de aranceles, que lastró las cifras de crecimiento. Por su parte, **las inversiones relacionadas con la IA han sido uno de los motores de crecimiento**. **Las previsiones de la OCDE estiman un crecimiento del PIB del 2% en 2025. Para 2026 el ritmo de crecimiento seguirá moderándose, hasta el 1,7%**, una vez que los aumentos de los aranceles se trasladan plenamente a los precios. **La principal preocupación de la economía estadounidense es su notable desequilibrio fiscal**, con elevados déficits, superiores al 7,5% del PIB en los últimos años y un rápido crecimiento de su deuda pública que ya supera el 120% del PIB, y que continuará aumentando en los próximos años.

Las señales de debilidad del empleo y una inflación no demasiado elevada, aunque ha aumentado hasta el 3% en agosto, han favorecido que **la Reserva Federal reanudase la relajación de la política monetaria** en su reunión de septiembre, que ha continuado en octubre y en diciembre, **dejando los tipos en un intervalo entre el 3,5% y el 3,75%**. Se prevé que durante 2026 prosegua la relajación gradual de los tipos de interés hasta un nivel en torno al 3%.

La eurozona registró un crecimiento moderado en 2025, con fuertes diferencias entre países: Alemania e Italia se estancan, mientras España y Francia avanzan con mayor dinamismo. **Los PMI apuntan a una mejora en el último trimestre. Para 2025 se prevé un crecimiento cercano al 1,3% anual, apoyado en el consumo, y la inversión pública apoyada por los recursos procedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. La inflación convergería al 2,1% en 2025 y al 1,9% en 2026**. El mercado laboral de la eurozona sigue siendo resistente, aunque **el desempleo subió ligeramente al 6,4%**. El paro juvenil permanece elevado, especialmente en España que concentra una quinta parte de los jóvenes desempleados de la eurozona.



El crecimiento de la economía china está siendo mejor de lo esperado. La OCDE estima que el PIB aumentará un 5% en el año 2025, lo mismo que en 2024, **aprovechando el dinamismo de sus exportaciones y apoyado en políticas fiscales y monetarias favorables**. Para 2026 se espera una desaceleración en el ritmo de crecimiento, hasta el 4,4%, y hasta el 4,3% en 2027. **Se prevé que el consumo se frene, que la inversión inmobiliaria siga contrayéndose y que las exportaciones también crezcan a menor ritmo**. En contraste, **la política fiscal seguirá impulsando la actividad**, con una reactivación de la inversión en infraestructuras.

Las materias primas muestran movimientos opuestos: la energía a la baja y el oro y la plata en fuerte ascenso. El Brent alcanzó picos temporales en verano por tensiones geopolíticas, pero retrocedió hasta unos 64 \$/barril en noviembre. Las sanciones a Rusia y las fricciones entre EE. UU. y China solo compensaron parcialmente el aumento de producción de la OPEP+. **El oro registró un alza cercana al 50% y la plata se duplicó impulsada por su escasa oferta y su uso industrial en la transición energética**, y podría encarecerse aún más tras ser considerada mineral crítico en EE. UU. En contraste, **los metales industriales muestran un comportamiento más irregular por las tensiones comerciales, aunque, en general, mantienen una tendencia al alza**, con cobre, aluminio y hierro en ascenso y níquel y estaño fluctuando. **Los futuros**

del gas en Europa cayeron a 28 €/MWh por la menor demanda esperada y el posible avance de negociaciones de paz que podrían aumentar la oferta energética, **aunque la baja capacidad de almacenamiento exige cautela**. El Índice de Precios de los Alimentos de la FAO inició una corrección tras el verano, con descensos en cereales, lácteos y azúcar, mientras los aceites vegetales subieron y la carne se mantuvo estable.

2. Economía española: suave desaceleración en un contexto incierto

La economía española transita en 2025 por una fase de normalización del ciclo, tras los fuertes impulsos asociados a la recuperación pospandemia, como el incremento poblacional, la reactivación del turismo internacional y los efectos expansivos de los fondos europeos. Aunque el crecimiento sigue siendo notable y superior al de la zona euro, comienzan a apreciarse señales de desaceleración suave y cierta pérdida de intensidad de algunos de los factores que habían sustentado el dinamismo reciente. En conjunto, **España se consolida como una de las economías más dinámicas entre las grandes de la UE, pero, a la vez, se enfrenta a límites estructurales que condicionarán la evolución de 2026 y años posteriores.**

El PIB mantiene un avance robusto en 2025, con crecimientos trimestrales del 0,6%, 0,8% y 0,6%, situando la previsión anual en torno al 2,9%. Sin embargo, este crecimiento presenta una composición distinta a la observada en los años previos: el impulso procede claramente de la demanda interna, mientras que el sector exterior, clave en la recuperación 2020-2024, se torna negativo por el mayor crecimiento de las importaciones frente a unas exportaciones prácticamente estancadas.

El consumo privado continúa siendo el pilar fundamental del avance económico. La mejora del poder adquisitivo, derivada de la moderación de los precios y del avance de los salarios reales, sostiene la expansión del gasto de los hogares. Las ventas minoristas crecen por encima del 4% interanual en los primeros diez meses y las matriculaciones superan el millón de unidades hasta noviembre, un 14,7% más que en 2024. Estos datos reflejan una confianza de los hogares en recuperación y una relajación progresiva de las condiciones financieras.

La inversión, por su parte, muestra una dinámica dual. Por un lado, la inversión pública y los componentes ligados a los fondos europeos mantienen un vigor notable, especialmente en propiedad intelectual, digitalización, automatización y construcción no residencial. Por otro, **la inversión empresarial en bienes de equipo continúa débil, lo que evidencia que la base privada de inversión productiva no se ha normalizado completamente.** Las causas son estructurales: rentabilidades relativamente modestas, incertidumbres geopolíticas, costes de financiación aún elevados y obstáculos regulatorios que dificultan la ejecución de proyectos.

La inversión residencial mantiene un avance sólido en 2025. Sin embargo, **la creación neta de hogares supera ampliamente la oferta de vivienda nueva, lo que está generando fuertes presiones de precios y problemas crecientes de accesibilidad, especialmente en áreas**



metropolitanas. Se trata de un desequilibrio con implicaciones potenciales para la movilidad laboral y la disponibilidad de mano de obra.

Las **condiciones de financiación** han mejorado moderadamente. Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, se observan criterios estables de concesión de crédito y una ligera relajación de los tipos para nuevas operaciones, especialmente a grandes empresas. La demanda de crédito repunta en todos los segmentos, impulsada por el descenso de tipos, las compraventas de viviendas y por necesidades financieras de reestructuración en el caso de las empresas.

La principal debilidad del crecimiento en 2025 es la aportación negativa del sector exterior. Entre enero y septiembre, las exportaciones de bienes apenas avanzan un 0,5%, mientras que las importaciones crecen un 5%, duplicándose el déficit comercial respecto al mismo periodo de 2024. La corrección se concentra en el déficit no energético, que se amplía significativamente. En términos de balanza de pagos, el superávit por cuenta corriente desciende desde el 3,2% al 2,8% del PIB, debido al deterioro del saldo de bienes y servicios no turísticos, mientras que el superávit turístico se mantiene estable.

El turismo sigue registrando cifras récord, pero ya se observa una desaceleración clara, especialmente en los meses de verano. El sector mantiene un papel central en el dinamismo económico, aunque aflora un debate creciente sobre los límites de su expansión, los problemas de congestión, los aumentos de costes locales y la sostenibilidad social y territorial del modelo.

El patrón sectorial en 2025 mantiene la estructura reciente de divergencia: **servicios y construcción** continúan impulsando la economía, mientras que la **industria avanza con mayor debilidad**.

La industria presenta un crecimiento limitado por la atonía del comercio mundial, la competencia de China y el impacto de los aranceles estadounidenses. El PMI manufacturero se mantiene por encima del umbral de 50 en la práctica totalidad de los meses, pero con altibajos. El aumento de pedidos procede del mercado interno, mientras que las exportaciones encadenan tres meses de caídas. En este contexto, las empresas se muestran cautelosas en cuanto a compras y contratación.

El sector del automóvil ha registrado una evolución negativa durante 2025: la producción cae un 5,4% hasta octubre y las exportaciones disminuyen un 8,9%, reflejando la debilidad del mercado europeo y el proceso de adaptación industrial hacia nuevos modelos.

Los servicios mantienen un dinamismo muy elevado, con un crecimiento del VAB del 3,4% en los tres primeros trimestres. Actividades profesionales, científicas y técnicas, así como comercio, transporte y hostelería, lideran el avance. El PMI de servicios se mantiene en zona expansiva a lo largo del año, con empresas que continúan contratando pese a las presiones de costes y a una cierta desaceleración de los pedidos exteriores.



Los resultados empresariales de 2025 reflejan un entorno de crecimiento moderado, pero con márgenes tensionados. El Excedente de Explotación Bruto avanza un 3,8%, claramente por debajo del crecimiento de la remuneración por asalariado (6,9%) y del propio PIB nominal. Los costes laborales siguen siendo uno de los principales vectores que limitan la mejora de los beneficios.

Para la Central de Balances, la cifra de negocios crece un 4,4% y el Resultado Ordinario Neto se mantiene estable tras la caída de 2024. Si se excluyen los sectores de energía y refino, el Resultado Ordinario Neto (RON) avanza un sólido 7,5%, lo que muestra un comportamiento heterogéneo y más favorable en la mayoría de los sectores productivos.

Según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), las empresas perciben un ligero aumento de la facturación en el tercer trimestre de 2025 en términos desestacionalizados, tras la evolución más débil del segundo trimestre, en línea con lo observado en otros indicadores de confianza, como el PMI, en los meses de verano. Además, las perspectivas de los encuestados para el cuarto trimestre del año se mantienen positivas y apuntarían a una recuperación adicional de la facturación empresarial. La inversión empresarial continúa repuntando y suma seis trimestres consecutivos de crecimiento, concentrándose en las ramas industriales. Las empresas anticipan un avance adicional en el cuarto trimestre, aunque persiste la cautela ante factores como la incertidumbre regulatoria, los costes energéticos y la expectativa de mayores presiones de costes en 2026.



2.1. La creación de empleo muestra un notable dinamismo en 2025 y la tasa de paro presenta una tendencia a la baja, aunque es la más elevada de la UE



El mercado laboral está mostrando una evolución favorable en el transcurso de 2025. La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró un repunte del número de ocupados en términos interanuales en la primera mitad del año, aunque presentó una ligera ralentización en el tercer trimestre. 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 590.000 nuevos empleos en el acumulado del segundo y tercer trimestre, casi el 95% del total creado en este periodo.** Con todo, el total de ocupados rozó los 22,4 millones de personas en el tercer trimestre, lo que supone un máximo histórico.

La evolución más reciente del empleo apunta a un renovado impulso del mercado laboral en los últimos meses del año, según la afiliación a la Seguridad Social. Para el Instituto de Estudios Económicos (IEE), 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 0,7% en el cuarto trimestre** de este año, dos décimas más que en el tercero.

En los últimos años, tanto el número de parados como la tasa de paro están mostrando una tendencia decreciente, a excepción de algunos repuntes puntuales, como ha sucedido en el tercer trimestre de 2025. La tasa de paro repuntó levemente, hasta el 10,45%, la cifra más baja

en un tercer trimestre desde 2007. Sin embargo, desde una perspectiva internacional, **nuestra tasa de paro es la más elevada de la UE y de la OCDE**.

Por lo general, en los últimos años, la productividad por ocupado ha registrado caídas, salvo algún periodo de crecimientos discretos. En este sentido, **la productividad por ocupado acumula dos trimestres de descensos interanuales** en 2025. Además, **los niveles de productividad por ocupado siguen estando por debajo de los registrados antes de la pandemia** (un 3,6% inferior a los de finales de 2019). Por su parte, **la productividad por hora trabajada aumenta, aunque de forma moderada**, y desaceleró notablemente su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre.

Al mismo tiempo, **el tejido empresarial está soportando mayores costes laborales unitarios que en los últimos años**, a lo que han contribuido las subidas del SMI y el incremento de las cotizaciones sociales. De hecho, **los costes laborales unitarios crecen más en España que en la eurozona** en comparación con el año 2019. La confluencia de unos elevados costes laborales, junto con unos menores niveles de productividad, perjudica la competitividad de las empresas españolas frente a sus competidores.

Dentro de los costes laborales, hay que destacar la **notable subida de las cotizaciones obligatorias en los últimos años**. 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 9,4% del PIB en 2023, por encima del 7% de promedio en la UE.



2.2. Inflación muy condicionada por la evolución de los precios de los productos energéticos y los alimentos no elaborados

La inflación total muestra una senda descendente a lo largo de 2025, apoyada, principalmente, por la caída de los precios energéticos y la moderación de la inflación subyacente.

El comportamiento más inflacionista se observa en los alimentos no elaborados, que crecen un 6% interanual en promedio. Parte de la volatilidad responde a la reversión de medidas temporales del IVA en alimentación y electricidad, cuyas distorsiones generaron efectos escalón significativos sobre las tasas interanuales.

Dentro de la inflación subyacente, lo más destacado ha sido la notable desaceleración de los alimentos elaborados (muy influenciados por las caídas del orden del 30% registradas en el precio del aceite), puesto que los servicios y los bienes industriales mantienen tasas de avance de sus precios muy similares a las de 2024, con la diferencia de que los precios de los primeros superan el 3%, en media, del primer semestre y los de los bienes industriales se encuentran en un rango comprendido entre el 0,5%-0,6% interanual.

En 2025 se prevé un crecimiento medio anual del 2,7% para la inflación general y del 2,3% para la subyacente.

Las presiones inflacionistas de la economía española podrían venir de varios frentes, aunque con distinta intensidad. Por un lado, cabe mencionar **la política arancelaria que Trump aplicó a Europa y cómo se va a transmitir a los precios de los productos importados e indirectamente sobre los precios de algunas materias primas**. En segundo lugar, y a nivel salarial, hay que destacar que el AENC ha evitado una espiral inflacionista, pero **los problemas de vacantes en algunos sectores, la presión de la demanda y el aumento de los costes laborales** podrían inducir que la inflación se mantenga en unas tasas más elevadas.

2.3. Los factores que han impulsado el comportamiento diferencial y positivo frente a Europa comienzan a perder intensidad, por lo que se espera un escenario de menor crecimiento en 2026

El PIB español aumentará un 2,9% en 2025 y, previsiblemente, mostrará una desaceleración en 2026 hasta el 2,1% debido al menor impulso de aquellos factores que han sido claves para el dinamismo de la actividad y del empleo en los últimos ejercicios:

- **Turismo**: se normaliza tras varios años de crecimientos excepcionales.
- **Inversión en equipo**: difícilmente sostendrá las tasas elevadas de 2024-2025, especialmente con la retirada gradual de fondos europeos.
- **Mercado residencial**: la fuerte presión de precios y la falta de oferta limitan el potencial de crecimiento.
- **Exportaciones de bienes**: no se anticipa una recuperación significativa a corto plazo.

El mercado laboral, aun así, mantendrá un comportamiento positivo, aunque más moderado. Se prevé una creación de empleo del 2% en 2026 y una reducción de la tasa de paro por debajo del 10% a final de año. Destaca el avance del empleo indefinido y a tiempo completo en las empresas privadas, con una temporalidad del 13% frente al 27% del sector público.

La inflación ha seguido una tendencia hacia la desaceleración, con un crecimiento medio anual del 2,7% en 2025, por debajo del 3%, y, previsiblemente, para 2026 se sitúe alrededor del 2,2%.

En materia exterior, el superávit por cuenta corriente se estabilizará en torno al 2,5% del PIB, apoyado en las exportaciones de servicios. No obstante, el deterioro del saldo de bienes seguirá lastrando el potencial de mejora.

Las cuentas públicas registran ingresos extraordinarios en 2025 y una moderación del déficit hasta el 2,6% del PIB, que podría reducirse al 2,3% en 2026. Sin embargo, el saldo estructural permanece muy deteriorado, en torno al -4,5% a -3,5% del PIB, reflejo del escaso ajuste fiscal realizado pese al ciclo favorable. Los retos de sostenibilidad futura, especialmente pensiones y una deuda pública todavía superior al 100% del PIB, continúan siendo una fuente importante de riesgo.

3. Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad

Desde la finalización de la pandemia del covid-19, la **economía española** se ha posicionado como una de las principales economías en términos de contribución al crecimiento de la eurozona. Se han **superado las expectativas** y mostrado una **fortaleza relativa frente a la media del resto de los países europeos**. El **crecimiento acumulado** del producto interior bruto (PIB) real de España, **entre 2019 y 2025, se proyecta en un 15,2%**, una cifra significativamente **superior al 9,2%** registrado por la **eurozona y el 10% de la UE-27**.

La dinámica expansiva observada se sustenta, primordialmente, en la demanda interna, destacando el **consumo privado**, que **explica el 37% del crecimiento acumulado** en el periodo 2019-2025. El **gasto público** constituye el segundo factor más relevante, con una **contribución del 34%**, ligada, especialmente, a la implementación de los fondos europeos de recuperación NextGenEU y al aumento del gasto asociado a la pandemia. La **inversión**, medida por la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), se consolida como el **tercer motor, aportando el 27% del crecimiento económico acumulado**. Este desempeño macroeconómico se ha visto reforzado por revisiones continuas al alza de las previsiones y una acumulación positiva del saldo exterior.

Pese a los signos positivos exhibidos en los agregados macroeconómicos, existe una dualidad estructural que compromete la sostenibilidad del bienestar económico a medio y largo plazo. La incógnita central reside en que **este patrón de crecimiento no se acompaña de una mejora en la eficiencia del capital físico y humano**, limitando el avance de la productividad. El **crecimiento** experimentado, **impulsado por un fuerte incremento poblacional y del gasto público**, no ha permitido desplegar la totalidad de sus efectos positivos en una mejora de la renta per cápita o en la convergencia con las economías avanzadas del entorno.

El menor dinamismo de la **renta per cápita** es el primer indicio de esta disociación. Mientras que el PIB agregado crece, sistemáticamente, por encima de la media de la UE, la **evolución del PIB per cápita en España se mantiene por debajo de los niveles de la eurozona y la UE-27** durante casi todo el periodo, **aproximándose a la convergencia solo a partir de 2024**. El crecimiento, por tanto, se define como **extensivo** (basado en cantidad y aumento poblacional), y no intensivo (basado en la eficiencia o valor añadido por trabajador).

El estancamiento de la productividad en la economía española evidencia la fragilidad de la base de este crecimiento. A pesar de que los niveles de capitalización física y humana son comparables con los de los países avanzados, su eficiencia no progresó al ritmo de las economías del entorno. La atonía de la tasa de inversión en el periodo reciente, a pesar de los fondos Next Generation, no augura un escenario positivo para la recuperación de la productividad a corto plazo.

La estructura del crecimiento español revela desequilibrios estructurales que limitan la competitividad. La **baja productividad se vincula estrechamente con la situación del mercado**



laboral, a pesar de la progresiva reducción de la tasa de desempleo. **España mantiene una tasa de desempleo** (11,4% en 2024) **muy por encima de la media de la eurozona** (6,4%). Además, se enfrenta a un problema crónico de desajuste de cualificación. De hecho, un **elevado porcentaje de las empresas declara que su actividad se ve condicionada por la escasez de mano de obra** con las competencias concretas requeridas, lo que genera tensiones a pesar de la creación de empleo.

La **baja tasa de inversión en activos productivos** y el menor dinamismo de la actividad empresarial son factores determinantes en la falta de avance de la productividad. La **inversión española en bienes de equipo experimentó una caída abrupta tras la crisis de 2008-2009** y, en los últimos años (2022-2024), ha mostrado una **caída más intensa**, manteniéndose, sistemáticamente, **por debajo de la media de la eurozona**. La **inversión privada** (sociedades no financieras) **retrocedió de 2019 a 2022** y su recuperación posterior dista de la que se ha producido en la inversión pública, la cual creció de forma constante debido a los fondos Next Generation. Este desequilibrio no se corresponde con la estabilidad y el progreso macroeconómico esperado.

La actividad empresarial opera en un **entorno de creciente y sostenida presión fiscal**, que limita los márgenes de inversión y dificulta la expansión. La **contribución fiscal de las empresas a la recaudación total en España (48,8% en 2023)** es casi 10 puntos porcentuales superior al **promedio de la UE**, situando al país como el **cuarto con mayor carga fiscal empresarial**. De igual forma, las **cotizaciones empresariales a la Seguridad Social a cargo del empleador** (30,1%) se encuentran en un **nivel muy elevado, superando la media de la OCDE** (16,5%) y la **UE-22** (21,8%). Este encarecimiento estructural de los **costes no laborales** (que **aumentaron cerca de 25 puntos entre 2019 y 2025**) puede actuar como un freno para la inversión en capital fijo y generar efectos indirectos sobre la productividad.

El marco institucional y regulatorio exhibe debilidades: España se encuentra entre los nueve países de la UE con peor puntuación en el Índice de Calidad Regulatoria (74,5/100 en 2023), lo que indica que **normativas complejas e inestables** generan costes de cumplimiento adicionales y limitan la competencia y la innovación, lastrando la competitividad.

Para revertir los desequilibrios estructurales, que limitan el crecimiento potencial y comprometen la convergencia de la renta per cápita, es **imprescindible la implementación de un plan de reformas estructurales que se centre en la creación de un clima favorable a la inversión privada y la mejora de la eficiencia de los mercados**. La **productividad** emerge como el **factor más determinante para el crecimiento a largo plazo y la competitividad**. Estas reformas deben ser ambiciosas, estar consensuadas y orientadas a amplificar el impulso de la inversión empresarial a través de la mejora del capital humano y tecnológico.

En síntesis, la **divergencia entre un crecimiento macroeconómico aparentemente robusto y la atonía de la productividad y la inversión empresarial se debe a desequilibrios estructurales** profundos en la asignación de capital, la formación de capital humano y el elevado coste regulatorio y fiscal que soporta el tejido productivo. La **mejora de nuestra competitividad** y el



bienestar social a largo plazo **requiere reformas estructurales profundas** que permitan acrecentar nuestro PIB tendencial y que estén centradas en la eficiencia, la inversión privada y la seguridad jurídica.

Palabras clave: incertidumbre, riesgos geopolíticos, crecimiento, inflación, política monetaria, proteccionismo, aranceles, productividad, empleo, costes laborales, materias primas, exportaciones de servicios, inversión, previsiones, competitividad, reformas estructurales, demanda interna, consumo privado, gasto público, Fondos Next Generation EU, saldo exterior, eficiencia del capital físico y humano, mercado laboral, inversión privada y pública, presión fiscal empresarial, cotizaciones a la Seguridad Social, costes no laborales, Índice de Calidad Regulatoria, capital humano y tecnológico.



Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad

1. Economía mundial. El crecimiento mundial mantiene su dinamismo, aunque se prevé que desacelere en el año 2026

1.1. Introducción. Acuerdos arancelarios y resiliencia de la economía mundial

El año 2025 ha estado condicionado en el ámbito económico por los cambios en la política arancelaria de Estados Unidos. En la primera parte del año se anunciaron notables incrementos en los aranceles a una gran mayoría de países, lo que generó una elevada incertidumbre, tensiones en los mercados bursátiles, volatilidad en los mercados financieros e incrementos en la rentabilidad de la deuda pública, particularmente en Estados Unidos. Además, se revisaron a la baja las previsiones de crecimiento mundial al tiempo que aumentaron las expectativas de inflación, de manera más acusada en Estados Unidos, lo que retrasó el recorte de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

La economía global ha mostrado una notable resiliencia, de tal manera que las previsiones de los principales organismos internacionales, en la parte final del año, han corregido sus estimaciones más pesimistas de primavera y ahora apuntan a que el crecimiento mundial en 2025 se situará en el 3,2%, según las previsiones de diciembre de la OCDE. Este ritmo de crecimiento es apenas una décima menor que el 3,3% del año 2024, aunque persisten notables disparidades entre regiones: en la eurozona el PIB aumentará el 1,3%, en Estados Unidos se prevé un incremento del 2% y en China un crecimiento del 5%. En el año 2026 el PIB mundial desacelerará hasta el 2,9%, para repuntar en 2027 al 3,1%, mientras que la inflación continuará desacelerando, en ambos años, para el promedio de los países de la OCDE.

Este mejor comportamiento de la actividad, que el estimado en primavera, se debe a la flexibilidad de los agentes para anticiparse y adaptarse a las nuevas situaciones, y sobre todo a que los efectos derivados de los aumentos de los aranceles han sido más moderados de lo esperado. A esta situación han contribuido los numerosos acuerdos comerciales que se han ido alcanzando, así como las exenciones arancelarias sobre determinados productos, que han reducido la incertidumbre y han permitido evitar los escenarios más adversos de fragmentación del comercio mundial. Adicionalmente, el buen desempeño de la economía se ha apoyado en la mejoría de las condiciones financieras, con descensos de los tipos de interés en varios países, y en los impulsos fiscales de los gobiernos.

El año 2025 también se ha caracterizado por una reordenación del proceso de globalización, con mayor división entre bloques económicos, junto con un retroceso del multilateralismo en favor del bilateralismo, que puede dañar, en cierta medida, el comercio y el crecimiento mundial. Por otro lado, el presente año también está marcado por el despegue de la inteligencia artificial (IA), por las notables inversiones económicas que ha concentrado y por las perspectivas que genera de cara al futuro, como catalizador para la innovación y las mejoras de productividad.

1.2. La resistencia del comercio mundial y otros factores que sostienen el crecimiento global

El comportamiento de la economía, más positivo que lo anticipado hace unos meses, se debe a que los factores adversos han tenido un impacto menor de lo esperado, mientras que los factores favorables han resultado más propicios de lo previsto. Así, las perspectivas negativas que se vislumbraban tras las tensiones derivadas por los anuncios arancelarios del mes de abril se han ido relajando. Aunque el arancel medio que impone Estados Unidos a sus importaciones se ha elevado sensiblemente en 2025, situándose en las mayores tasas de casi un siglo, se han evitado escenarios de guerras comerciales que habrían dañado, en mayor medida, el crecimiento global. Además, estos aranceles medios que en abril se situaron cerca del 18%, según señala el último informe de la OCDE, se han moderado hasta estar ligeramente por debajo del 15% en el mes de noviembre.

A ello hay que añadir que los aranceles que se aplican en la práctica están siendo sensiblemente inferiores a estos aranceles teóricos, al menos de momento, situándose, en promedio, próximos al 10%. Estas diferencias se explican por el uso de inventarios por parte de las empresas, por la absorción de parte del impacto de los aranceles vía márgenes, por los retrasos entre el anuncio y la imposición de tasas, así como por las exenciones de mayores aranceles para las mercancías que ya están en tránsito, entre otras razones. Estas situaciones están permitiendo que los impactos de las tasas arancelarias aún no se hayan sentido completamente en la economía estadounidense, aunque cabe esperar que, progresivamente, vaya reduciéndose esta diferencia entre aranceles teóricos y efectivos.

En los últimos meses Estados Unidos ha alcanzado acuerdos con la Unión Europea, Japón y Corea del Sur, entre los más destacados, imponiendo aranceles con tipos máximos del 15% para la mayoría de los productos, incluidos automóviles y sus componentes, la madera, así como limitar a ese tipo las futuras tasas que puedan imponerse a productos farmacéuticos y semiconductores. Se negocian listas de productos libres de aranceles, aunque se mantienen tipos globales para el acero, el aluminio, el cobre, los camiones y autobuses. En la mayoría de los acuerdos alcanzados por Estados Unidos, tanto con estos países como con otros, se ha obtenido el compromiso de compras de bienes procedentes de Estados Unidos y el que las empresas de estos países realicen inversiones en territorio estadounidense. Otro acuerdo de gran relevancia ha sido con China, donde se han recortado en 10 puntos porcentuales los aranceles aplicados al país asiático, pasando el arancel medio del 57% al 47%, mientras que China también reduce aranceles a los productos de Estados Unidos, suspende controles a



las exportaciones de tierras raras, aumenta las compras agrícolas a Estados Unidos, y ambos países paralizan temporalmente las tasas portuarias impuestas.

El aumento de los aranceles no ha impedido que el comercio mundial siga creciendo durante 2025, a tasas del 4,2%, incluso unas décimas más que el 3,9% de 2024, apoyado en el crecimiento de las importaciones en Estados Unidos en el primer trimestre, para adelantarse a los incrementos de tipos arancelarios, y por el empuje de las exportaciones chinas. En el año 2025 las exportaciones del país asiático han aumentado algo más del 5% en el acumulado hasta octubre, aunque el ritmo de crecimiento de estas se está ralentizando. **El aumento de las exportaciones chinas se produce a pesar del descenso de sus ventas a Estados Unidos, que se ha compensado con el incremento de las exportaciones al sudeste asiático y a la Unión Europea, principalmente, y también hacia América Latina y África. Aunque los acuerdos comerciales contribuyen a reducir la incertidumbre, para 2026 se prevé que los aranceles y cierta fragmentación comercial deriven en una desaceleración en el ritmo de crecimiento del comercio mundial**, hasta tasas del 2,3%.

Otros factores adversos como la pérdida de dinamismo de los mercados laborales, sobre todo en Estados Unidos, **aún no impiden que las tasas de paro continúen en niveles muy reducidos. Esta situación, junto con un repunte de los precios menor al esperado, no están frenando el consumo privado ni drenando el crecimiento** en la mayor parte de las economías.

Entre los factores positivos cabe destacar el buen comportamiento del comercio mundial, que se ha señalado anteriormente, **apoyado principalmente en la pujanza de las exportaciones chinas. La demanda también se ha visto favorecida por políticas fiscales favorables**, entre ellas los planes para estimular la economía en China y paliar los problemas derivados de su sector inmobiliario, así como el plan fiscal de Alemania para invertir en infraestructuras, que se une a los planes de la Unión Europea para incrementar su gasto en defensa durante los próximos años. **La relajación de la política monetaria, con reducciones de tipos de interés en numerosos países, también han contribuido a sostener el crecimiento de la economía mundial.** Junto a todos estos **factores destaca el impulso al crecimiento proveniente de la Inteligencia Artificial (IA)**, principalmente en Estados Unidos. Las inversiones en IA están mostrando una gran pujanza, que se refleja en notables crecimientos de las valoraciones bursátiles de las empresas asociadas a este fenómeno. Sus efectos se extienden también a otros sectores, dada la notable demanda de energía que requiere los proyectos de IA, y otros vinculados a la misma, entre ellos el almacenamiento de datos, incidiendo también sobre sectores industriales y sobre la construcción. **El propio desarrollo de la IA y los efectos positivos sobre la productividad y la competitividad de las economías debe ser un factor positivo de crecimiento para los próximos años**, donde Estados Unidos y China están manteniendo, y mantendrán, una disputa por la supremacía tecnológica.



1.3. Previsiones de crecimiento sostenido en 2025 y desaceleración en 2026

En este contexto, donde la actividad se ha comportado mejor de lo esperado, apoyada en la anticipación de la producción y del comercio en la primera parte del año, en las inversiones en inteligencia artificial, así como en políticas monetarias y fiscales favorables, y donde, adicionalmente, los acuerdos comerciales y la menor tensión en Gaza están contribuyendo a moderar, en parte, la incertidumbre existente, **los principales organismos internacionales están revisando al alza sus previsiones de crecimiento para el año 2025. La OCDE, en su informe de diciembre, sitúa dicho crecimiento en el 3,2%**, apenas una décima menos que en 2024. No obstante, **para el año 2026 se anticipa una desaceleración en la actividad, estimando que el PIB mundial crecerá a tasas del 2,9%**, debido a un menor dinamismo del comercio global, una vez consolidados los aranceles, que, a su vez, pudieran presionar a los precios, principalmente en Estados Unidos, reduciendo, así, la pujanza del consumo y de la inversión. **Para 2027 se prevé un cierto repunte de la actividad que elevaría el crecimiento del PIB mundial hasta el 3,1%** (Cuadro 1).

CUADRO 1

Previsiones de la OCDE

Diciembre 2025 (variación interanual)

	PIB			Inflación		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Mundo	3,2	2,9	3,1			
OCDE	1,7	1,7	1,8	4,2	3,5	2,8
Estados Unidos	2,0	1,7	1,9	2,7	3,0	2,3
Eurozona	1,3	1,2	1,4	2,1	1,9	2,0
Alemania	0,3	1,0	1,5	2,2	2,1	2,4
Francia	0,8	1,0	1,0	1,0	1,3	1,6
España	2,9	2,2	1,8	2,6	2,3	1,8
Italia	0,5	0,6	0,7	1,8	1,7	1,8
Japón	1,3	0,9	0,9	3,2	2,2	2,1
Reino Unido	1,4	1,2	1,3	3,5	2,5	2,1
China	5,0	4,4	4,3	-0,2	0,3	0,8
India	6,7	6,2	6,4	1,9	3,4	4,0
Brasil	2,4	1,7	2,2	5,1	4,2	3,8
México	0,7	1,2	1,7	3,8	3,3	2,9
Comercio mundial	4,2	2,3	2,8			

Fuente: OCDE.



La inflación continuará moderándose tanto en 2026 como en 2027, situándose en la segunda mitad del próximo año en línea con los objetivos de los bancos centrales, en la mayoría de los casos, aunque, probablemente, en Estados Unidos, donde más se espera que se sientan los efectos de los aranceles, la moderación de la inflación no se producirá hasta el año 2027.

Las proyecciones están sujetas a notables riesgos. Aranceles más elevados o sobre una mayor cantidad de bienes, así como controles adicionales a las exportaciones de productos críticos, podrían afectar a las cadenas de suministro, aumentar las tensiones geopolíticas y debilitar el crecimiento. **Menores inversiones en tecnologías**, particularmente en los campos de la inteligencia artificial, o rendimientos menores de lo esperado también se dejarían sentir en el crecimiento, además de poder derivar en tensiones en los mercados financieros. Asimismo, **los elevados niveles de deuda y la falta de avances en la resolución de las vulnerabilidades fiscales** podrían incrementar la rentabilidad de los bonos soberanos a largo plazo, endureciendo las condiciones financieras, aumentando los pagos en intereses para atender el servicio de la deuda e influyendo negativamente sobre las perspectivas de crecimiento. **Por el contrario, si en las negociaciones de los acuerdos comerciales se revisasen a la baja las barreras, el comercio global podría ganar mayor impulso**, moderarse más rápidamente las presiones inflacionistas y dinamizar la actividad. **Además, los beneficios sobre la productividad de las nuevas tecnologías podrían mostrarse con mayor rapidez y en mayor medida que lo previsto**, lo que impulsaría las perspectivas de crecimiento global.

En Estados Unidos el crecimiento en la primera parte del año ha sido moderado, influido negativamente por los resultados del primer trimestre, cuando se produjo un adelanto de las importaciones, para anticiparse al aumento de los aranceles, que lastró las cifras de crecimiento. En cuanto a la demanda interna, **las inversiones relacionadas con la IA han sido uno de los motores de crecimiento**. Sin embargo, **en los últimos meses, a pesar del cierre del Gobierno durante 43 días, el más largo de su historia, los indicadores, como ventas minoristas, o los índices PMI apuntan a un crecimiento más robusto** y algo menos dependiente de las inversiones en inteligencia artificial. **Las previsiones de la OCDE estiman un crecimiento del PIB del 2% en 2025, una sensible desaceleración tras el 2,8% de 2024. Para 2026 el ritmo de crecimiento seguirá moderándose, hasta el 1,7%, una vez que los aumentos de los aranceles se trasladan plenamente a los precios, por los recortes del gasto no relacionado con defensa y por el debilitamiento del mercado laboral y de la inmigración**. Para 2027 se apunta a una moderada recuperación, hasta el 1,9%, cuando los efectos arancelarios se disipen y el proceso de desinflación se reanude.

En el mercado laboral se ha producido un sensible enfriamiento en la creación de empleo, principalmente a partir del mes de julio. A pesar de esta situación, no se ha producido un aumento apreciable de la tasa de paro, que se ha situado en el 4,3% en agosto, niveles que aún son históricamente bajos, debido a la reducción de la inmigración neta que ha provocado un crecimiento sensiblemente más lento de la fuerza laboral.

Por su parte, **la inflación continua claramente por encima del objetivo** del 2%. En los primeros meses del año presentaba una senda descendente, hasta el 2,3% de abril, pero **a partir de**

mayo la tendencia ha cambiado, acusando el aumento de los precios derivados de la entrada en vigor de los aumentos arancelarios, situándose, en septiembre, en el 3%.

Las señales de debilidad del empleo y una inflación no demasiado elevada han favorecido que la Reserva Federal reanudase la relajación de la política monetaria en su reunión de septiembre, que ha continuado en octubre y en diciembre, con recortes de 25 puntos básicos en cada una de ellas, dejando los tipos en un intervalo entre el 3,5% y el 3,75%. **Se prevé que durante 2026 prosiga la relajación gradual de los tipos de interés hasta un nivel en torno al 3%**, siempre que el mercado laboral no se debilite notablemente o que las presiones inflacionarias no empeoren.

La principal preocupación de la economía estadounidense es su notable desequilibrio fiscal, con elevados déficits, superiores al 7,5% del PIB en los últimos años **y un rápido crecimiento de su deuda pública**, que ya supera el 120% del PIB, y que continuará aumentando en los próximos años. Se espera que el déficit se mantenga en tasas similares en 2026 y en 2027, ya que los nuevos ingresos por aranceles y los recortes en el gasto discrecional no defensivo se compensarán con las medidas de expansión del déficit neto asociadas a la Ley One Big Beautiful Bill (OBBBA) y la reducción de ingresos derivados del menor crecimiento económico.

La economía de la eurozona ha registrado un comportamiento modesto en el segundo y tercer trimestre, con un crecimiento trimestral del 0,1% y 0,2% respectivamente. En términos interanuales, el crecimiento del tercer trimestre ha sido del 1,3%, dos décimas menos que el trimestre anterior. Sin embargo, las diferencias entre países son notables: mientras que **Alemania e Italia muestran un estancamiento en sus tasas trimestrales, España avanza un 0,6% y Francia un 0,5%**. Además, Alemania e Italia son las economías más expuestas a los aranceles de EE. UU., con el sector farmacéutico y el automovilístico entre los más vulnerables. El índice **PMI compuesto de la eurozona, tras varios meses de debilidad, alcanzó en noviembre su máximo en dos años y medio (52,8)**, por lo que se espera que el último trimestre del año tenga una evolución más favorable.

Se prevé que el PIB real de la eurozona crezca un 1,3% en 2025, un 1,2% en 2026 y un 1,4% en 2027. Se anticipa que el consumo privado se vea impulsado gracias al crecimiento sostenido de los ingresos reales disponibles, que seguirían reforzando la capacidad de gasto de los hogares. En cuanto a la inversión privada, aunque persistirá una elevada incertidumbre que limitará su expansión, se espera que se beneficie de la mejora en las condiciones de financiación. Por su parte, la inversión pública continuará apoyada por los recursos procedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia.

Por su parte, las previsiones de inflación apuntan a que el 2025 finalice en un 2,1% para descender al 1,9% en 2026 y estabilizándose en el objetivo del 2% en el 2027. **En este escenario, el Banco Central Europeo ha dejado los tipos sin cambios en la segunda mitad de 2025, manteniendo la facilidad de depósito en el 2%.** No obstante, las perspectivas siguen incorporando un alto grado de incertidumbre, en gran medida por los actuales conflictos comerciales internacionales y las tensiones geopolíticas. La política monetaria del BCE seguirá un enfoque reunión a reunión, basando su valoración en las perspectivas de inflación y los riesgos a los que



están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente que muestra una resistencia mayor de la prevista y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. La transmisión de los efectos de la relajación de la política monetaria al crédito privado ha perdido impulso. El coste medio de financiación a las empresas se mantuvo en torno al 3,5%, prácticamente sin cambios desde julio. Esto se tradujo en aumentos menores de los esperados de las nuevas operaciones de crédito, ligeramente por debajo del 3% en septiembre y octubre. Además, según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación del crédito a empresas se endurecieron moderadamente en el tercer trimestre, debido a una mayor preocupación de las entidades por los riesgos que afrontan sus clientes. La demanda de crédito por parte de las empresas se incrementó ligeramente.

El mercado de trabajo en la zona euro ha seguido mostrando una notable resiliencia, con valores cercanos al mínimo histórico de noviembre de 2024 (6,2%). No obstante, **en octubre aumentó hasta el 6,4%**, una décima más que en septiembre. Entre las mayores economías del bloque, **España (10,5%), Francia (7,7%) e Italia (6%) presentaron las tasas de desempleo más elevadas, mientras que Alemania (3,8%) y los Países Bajos (4%) destacaron por registrar los niveles más bajos.** El desempleo juvenil continúa siendo un reto estructural para la región con una tasa de paro del 14,8% en octubre. España presenta la cifra más elevada con un 25,3%, consolidándose como el país con el mayor nivel de desempleo juvenil en la región y que, además, concentra, aproximadamente, el 20,4% del total de jóvenes desempleados en la eurozona.

El crecimiento de la economía china está siendo mejor de lo esperado. La OCDE estima que el PIB aumentará un 5% en el año 2025, lo mismo que en 2024, aprovechando el dinamismo de sus exportaciones y apoyado en políticas fiscales y monetarias favorables. **Para 2026 se espera una desaceleración en el ritmo de crecimiento**, hasta el 4,4%, y hasta el 4,3% en 2027. Se prevé que el consumo se frene, que la inversión inmobiliaria siga contrayéndose y que las exportaciones también crezcan a menor ritmo, acusando, en mayor medida, el nuevo escenario arancelario. **En 2025 las exportaciones hacia Estados Unidos ya se han reducido, aunque esta situación se ha más que compensado con el aumento de las ventas en el sudeste asiático, en la Unión Europea y en América Latina**, principalmente. Para 2026 cabe esperar que, a pesar de la diversificación de sus mercados, el aumento de las exportaciones será más moderado.

La política fiscal seguirá impulsando la actividad. En 2025 ya ha sido expansiva, con la introducción de varias medidas para apoyar los ingresos y aumentar el consumo, además del programa de recompra para coches y electrodomésticos. **Para 2026 se prevé que pueda darse una reactivación de la inversión en infraestructuras como consecuencia de la puesta en marcha del nuevo Plan Quinquenal**, entre 2026 y 2030, destacando la construcción de una megapresa en el río Yarlung Tsangpo, que concentrará alrededor del 1% del PIB de cada uno de los próximos cinco años. Además, las campañas para abordar la alta competencia y el exceso de capacidad en algunos sectores deberían favorecer el aumento de la inflación, que volverá a tasas positivas, aunque muy discretas, en el año 2026. **Por su parte, la política monetaria también seguirá siendo favorable**, aunque no se prevé que se produzcan nuevos recortes en los tipos de interés, o en todo caso serían muy limitados.



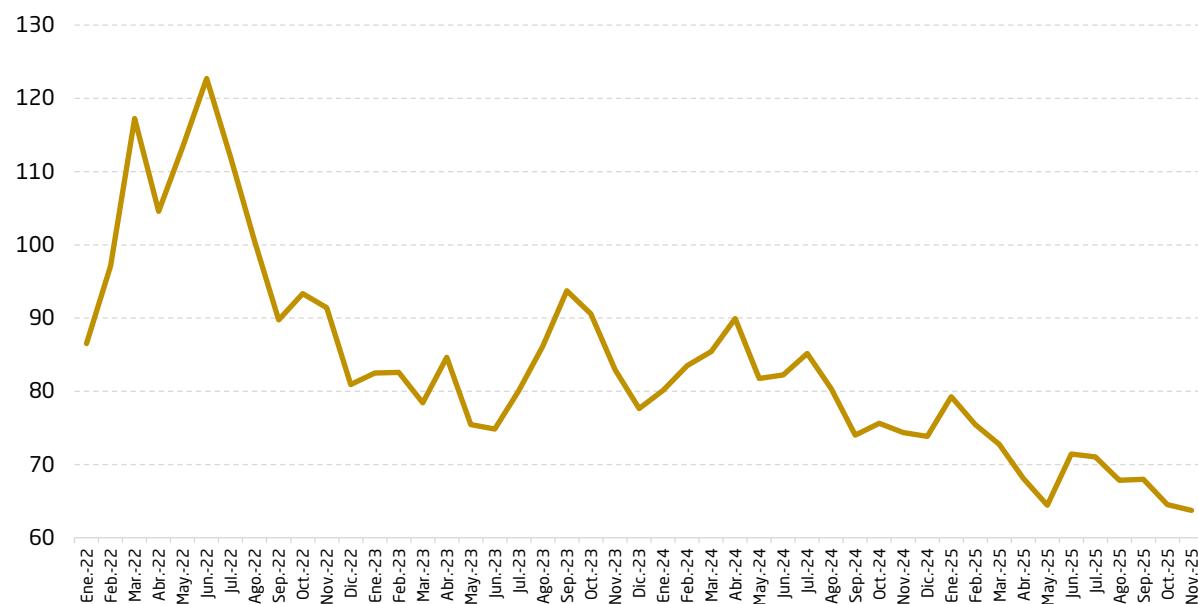
El crecimiento potencial de China se está ralentizando debido al envejecimiento de la población. No obstante, hay amplio margen para reformas estructurales que mantengan el crecimiento en un nivel razonablemente fuerte a medio plazo.

1.4. Moderación en el índice global de precios alimentarios, que contrastan con el *rally* de los metales preciosos

El incremento de la oferta y las continuas dudas sobre la demanda mundial han mantenido los precios del petróleo en niveles moderados. El Brent alcanzó el máximo del segundo semestre del año cercano a los 72 \$/barril en junio, y en el punto más crítico de los enfrentamientos entre Israel e Irán superó levemente los 80 \$/barril. Sin embargo, posteriormente retrocedió hasta situarse cerca de los 64 \$/por barril en noviembre. **Las sanciones de Estados Unidos contra los dos principales productores petroleros de Rusia (Rosneft y Lukoil), junto con los ataques ucranianos a la infraestructura energética rusa, solo lograron contrarrestar, parcialmente, el aumento de producción de los países de la OPEP+, que buscaban recuperar participación en el mercado.** Al mismo tiempo, las fricciones comerciales entre EE. UU. y China provocaron inquietud ante una posible caída en la demanda de crudo. Los futuros del Brent apuntan a un precio promedio de 63 \$/barril en el cuarto trimestre de 2025. **Para comienzos de 2026 se prevé una nueva bajada de los precios, ya que la oferta continúa excediendo a la demanda.** Posteriormente, los precios irían recuperándose de forma gradual hasta el cuarto trimestre de 2027 (Gráfico 1).

GRÁFICO 1

Precio del petróleo (\$/barril) medias mensuales



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

Los precios de los metales preciosos han seguido la tendencia alcista que se venía observando desde el año pasado. El índice S&P GSCI Precious Metals subió en torno al 60% entre enero y noviembre. Este comportamiento se ha visto impulsado por el valor refugio de los metales preciosos y las expectativas de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal. **En noviembre la cotización del oro alcanzó los 4.254,9 dólares por onza, acumulando un incremento cercano al 50% este año. Las previsiones apuntan que para el 2026 superará los 5.000 dólares por onza**, ya que se anticipa que los bancos centrales sigan buscando reserva de valor y diversificación de activos. Por su parte, **la plata ha experimentado una expansión explosiva**. Así, los precios se han duplicado en lo que va de año y el metal cotizaba alrededor de 58 dólares la onza a principios de diciembre. Esta evolución se vio impulsada por una oferta limitada y el hecho de que su relevancia no radica únicamente en su valor refugio como ocurre con el oro, sino que tiene un importante uso industrial ligado a la transición energética. **Además, se espera que la incorporación de este metal a la lista de minerales críticos en EE. UU. presione los precios aún más al alza en los próximos meses** (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
Índice S&P GSCI Metales Preciosos



Fuente: Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index, Precious Metals.

Los metales industriales presentan un panorama más mixto, con una volatilidad considerable vinculada a las tensiones comerciales. En conjunto, los precios de los metales industriales han mostrado una tendencia al alza, pero los precios de los futuros varían según el metal: **cobre, aluminio y hierro tienden al alza, mientras que el níquel y el estaño van alternando signo**.

A comienzos de diciembre, los futuros del gas natural en Europa descendieron hasta situarse en torno a los 28 €/MWh, el nivel más bajo desde abril de 2024, ya que el impulso hacia conversaciones de paz entre Ucrania, EE. UU. y Rusia coincidió con expectativas de una demanda más débil. El presidente Zelenski señaló su disposición a trabajar en un plan de paz diseñado

por EE. UU. y Rusia, lo que aumenta la posibilidad de que se levanten sanciones y se permita que más energía rusa llegue a los mercados globales. **Las expectativas de clima relativamente templado y una percepción de riesgo geopolítico algo menor sugieren que la demanda de calefacción se mantendrá baja.** No obstante, **las previsiones meteorológicas a corto plazo están variando con frecuencia y las instalaciones de almacenamiento de gas se encuentran al 75% de capacidad, frente al 90% del año anterior, por lo que hay que mantener una postura cautelosa.**

Después del verano, **el Índice de Precios de los Alimentos de la FAO mostró un cambio claro de tendencia iniciando una corrección a la baja.** No obstante, la media con datos, hasta octubre, se sitúa en el 127,6 frente a los 120,9 puntos del mismo intervalo de tiempo de 2024. **El retroceso observado en los últimos meses se explica, principalmente, por los descensos simultáneos en cereales, lácteos y azúcar.** En contraste, **los aceites vegetales fueron la excepción: subieron de forma sostenida desde junio hasta octubre, alcanzando su nivel más alto del año y actuando como el principal factor de presión alcista.** La carne, aunque repuntó a mediados de año, se mantuvo relativamente estable.

2. Economía española: suave desaceleración en un contexto incierto

2.1. En 2025 la composición del crecimiento cambia: el sector exterior pierde dinamismo; el consumo privado y la inversión se afianzan como motores del crecimiento

El año 2025 se presenta para la economía española como un momento de consolidación tras el intenso ciclo de recuperación posterior a la pandemia y a los sucesivos *shocks* internacionales derivados de tensiones geopolíticas, crisis energéticas y perturbaciones en las cadenas de suministro globales. Las previsiones realizadas por la Comisión Europea, la OCDE, el Banco de España y diversos institutos nacionales coinciden en que **España mantiene, en 2025, un ritmo de avance por encima de la media europea, sustentado, principalmente, en la fortaleza de la demanda interna**, la recuperación del mercado laboral y el empuje de la inversión, especialmente en intangibles y sectores ligados a la modernización productiva.

España ha tenido una capacidad de recuperación superior a la de otros países avanzados en los años posteriores a la pandemia, impulsada por un fuerte crecimiento poblacional, la normalización del turismo internacional y la activación de la inversión pública y privada asociada a los fondos europeos.

El año 2025 no es solo de crecimiento robusto. También es un año en el que comienzan a evi-
denciarse los límites de dicho ciclo expansivo y en el que se hace más necesaria que nunca la consolidación de un patrón de crecimiento menos dependiente del consumo y del turismo y más apoyado en la productividad, la innovación, la industrialización avanzada y la sostenibilidad fiscal. Además, las previsiones para 2026 apuntan a una moderación del ritmo de crecimiento y a una creciente relevancia de los riesgos externos: desaceleración del comercio mundial, persistencia de la inflación subyacente en algunos mercados, tensiones geopolíticas o volatilidad energética.

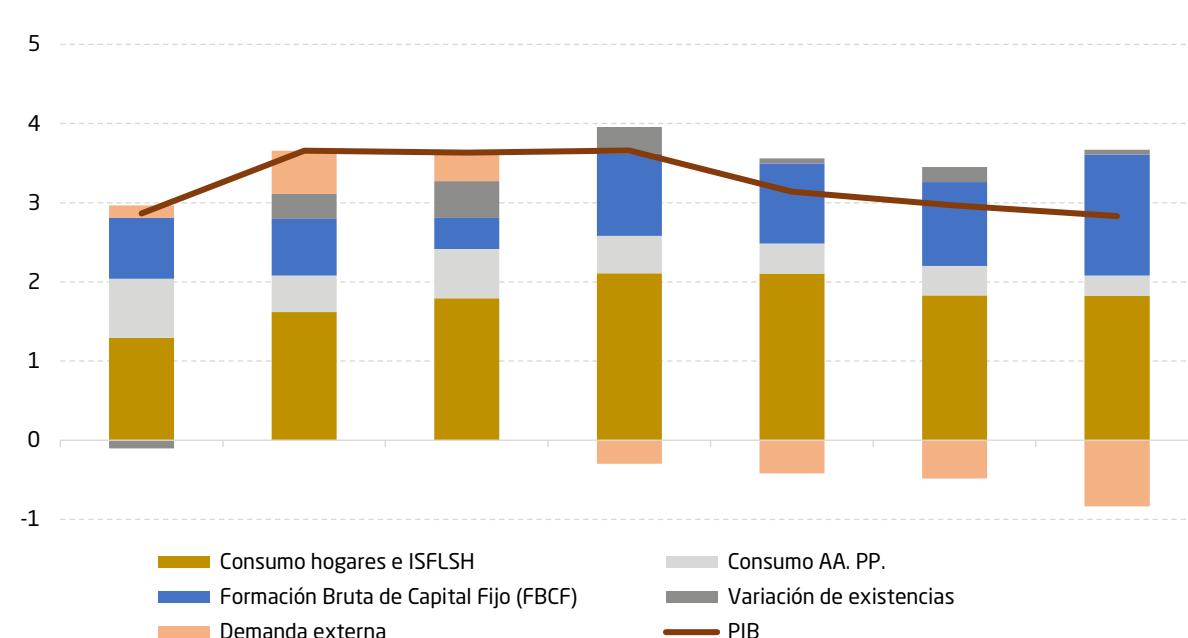


La senda actual refleja una normalización del ciclo, tras un trienio extraordinario en el que la demanda interna, el consumo público y el sector exterior contribuyeron, notablemente, al ciclo expansivo. **En 2025 la composición del crecimiento cambia: el sector exterior pierde dinamismo, y el consumo privado y la inversión se afianzan como motores del crecimiento.**

La economía española continúa mostrando una evolución favorable durante 2025, con un crecimiento trimestral de su PIB notable, del 0,6%, 0,8% y 0,6% en cada uno de los trimestres, respectivamente. Con la información disponible hasta ahora, se puede afirmar que el crecimiento en el cuarto trimestre será similar o ligeramente inferior al tercero. **Las estimaciones de los analistas nacionales y las principales instituciones internacionales sitúan el crecimiento del PIB español en torno al 2,9% en 2025, lo que convierte a España en la economía de mayor dinamismo entre las grandes de la zona euro** (Gráfico 3).

El consumo privado continúa siendo el principal pilar de la expansión económica en 2025. La mejora del poder adquisitivo es un factor decisivo: la inflación se modera, los salarios reales avanzan y el empleo sigue creciendo. Esta combinación mejora la confianza entre los hogares, que incrementan su gasto en bienes y servicios sin las restricciones observadas en años de inflación elevada. Las ventas al por menor presentan una aceleración sostenida, con crecimientos superiores al 4% interanual en promedio de los diez primeros meses del año con datos ya deflactados y corregidos de efectos de calendario. Las matriculaciones también muestran un comportamiento positivo, con más de un millón de unidades vendidas en los once primeros meses de 2025, lo que representa un 14,7% más que en el mismo periodo del año anterior.

GRÁFICO 3
Aportación de los componentes al PIB
Puntos porcentuales, tasa interanual



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

La inversión en 2025 presenta una lectura dual: por un lado, la inversión pública y determinados componentes vinculados a fondos europeos muestran un vigor notable; por otro, la inversión de las empresas no financieras en bienes de equipo, indicador clave para la mejora de la capacidad productiva y de la productividad, continúa muy debilitada, aún después de las revisiones llevadas a cabo por el INE, lo que sugiere que la base privada de inversión productiva no se ha normalizado completamente.

Los datos disponibles apuntan a una intensa expansión en inversión en propiedad intelectual (software, investigación, automatización, digitalización y activos intangibles estratégicos...), construcción no residencial (vinculada a infraestructuras, rehabilitación energética y actividades logísticas) e inversión industrial, asociada a los procesos de modernización impulsados por los programas europeos (NGEU) y por la necesidad de adaptación a los nuevos estándares tecnológicos y medioambientales.

Las causas estructurales de la debilidad de la inversión empresarial son multifactoriales: rentabilidades empresariales moderadas en términos relativos, incertidumbre internacional que frena proyectos de alto coste, y obstáculos del entorno regulatorio y administrativo que elevan el coste y el tiempo de ejecución de muchas inversiones. En este contexto, que la inversión pública acelere es una oportunidad para que se vea acomparada por capital privado –si las políticas y marcos regulatorios facilitan la entrada de capital privado complementario– pero no puede sustituir de forma indefinida la inversión empresarial sostenible.

La inversión residencial también está registrando avances importantes durante 2025. Los permisos para obra nueva están en niveles elevados: hasta septiembre de 2025 se superaron los 100.000 visados de dirección de obra nueva, un 5,6% más que un año antes; hasta agosto de 2025 se habían visado ya 90.250 viviendas nuevas, un 7,6% más que en el mismo periodo de 2024, lo que confirma una reactivación clara de la construcción residencial. Por su parte, la demanda también parece mantenerse fuerte, impulsada por la mejora de las condiciones de financiación y las perspectivas de aumento de precios: se prevé que en 2025 se alcancen las 650.000 operaciones de compraventa de vivienda. No obstante, **las tensiones estructurales persisten, ya que la oferta es muy insuficiente para la demanda potencial: entre junio de 2024 y junio de 2025 se crearon unos 190.000 nuevos hogares netos, mientras que la producción de vivienda nueva se situó en torno a 100.000 viviendas terminadas en ese periodo.**

La fuerte presión de la demanda ha llevado a un aumento notable de precios y a problemas de asequibilidad, especialmente en grandes áreas metropolitanas. Los análisis del Banco de España y de otras instituciones muestran que, aunque la configuración del crédito hipotecario y la menor exposición a hipotecas variables atenúan algunos riesgos financieros, **la acumulación de déficit de vivienda nueva y la brecha entre formación de hogares y viviendas terminadas están generando tensiones sociales y económicas que pueden, eventualmente, limitar la movilidad laboral y la disponibilidad de mano de obra.**

Dentro de los factores de impulso para la demanda interna, se observa una mejora de las condiciones de financiación que pueden continuar apoyando el avance del consumo y de la



inversión en los próximos trimestres. Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, publicada por el Banco de España, durante el tercer trimestre de 2025 los criterios de concesión de préstamos se mantuvieron sin variaciones en los tres segmentos analizados: financiación a las empresas, crédito a los hogares para adquisición de vivienda y crédito a hogares para consumo y otros fines. Por su parte, las condiciones generales aplicadas a los nuevos créditos se habrían relajado de forma moderada en todos los segmentos, con una mayor relajación en el caso de las grandes empresas que en las pymes, esta se habría materializado en un descenso de los tipos de interés aplicados y un estrechamiento de los márgenes, favorecido por una mejora de los costes de financiación de las entidades y de su situación de liquidez. La demanda de préstamos aumentó en todos los segmentos en el primer trimestre de 2025, pero especialmente en el de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, y dentro de las empresas el incremento se concentró, fundamentalmente, en las pymes. 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 operaciones de reorganización y reestructuración. Para el cuarto trimestre de 2025, las entidades financieras encuestadas prevén que los criterios de concesión de préstamos se endurezcan ligeramente en el segmento de empresas y se mantengan estables para los hogares, mientras que, en lo que se refiere a la demanda, no variará en el caso de las empresas y seguirá aumentando en el segmento de los hogares.

El crecimiento del PIB en 2025 presenta un punto débil claro: la aportación del sector exterior, que jugó un papel muy relevante en la recuperación de la economía en el periodo 2020-2024, se ha tornado negativa. Las importaciones crecen más deprisa que las exportaciones debido al dinamismo de la demanda interna y a la moderación del comercio global, lo que reduce la contribución neta del comercio exterior al crecimiento nacional.

Según los datos de aduanas, en los nueve primeros meses de 2025 los flujos exteriores de bienes han mostrado una evolución prácticamente estancada en el caso de las exportaciones (0,5%) y notablemente más dinámica en el caso de las importaciones (5%). Con ello, el déficit del saldo exterior prácticamente ha duplicado el registrado en el mismo periodo de 2024 (-41.106 millones de euros frente a -27.091 millones de euros). Este aumento se ha debido, en su mayor parte, al incremento del déficit no energético (-17.700 millones de euros frente a un déficit de -4.852 millones de euros en el mismo periodo de 2024).

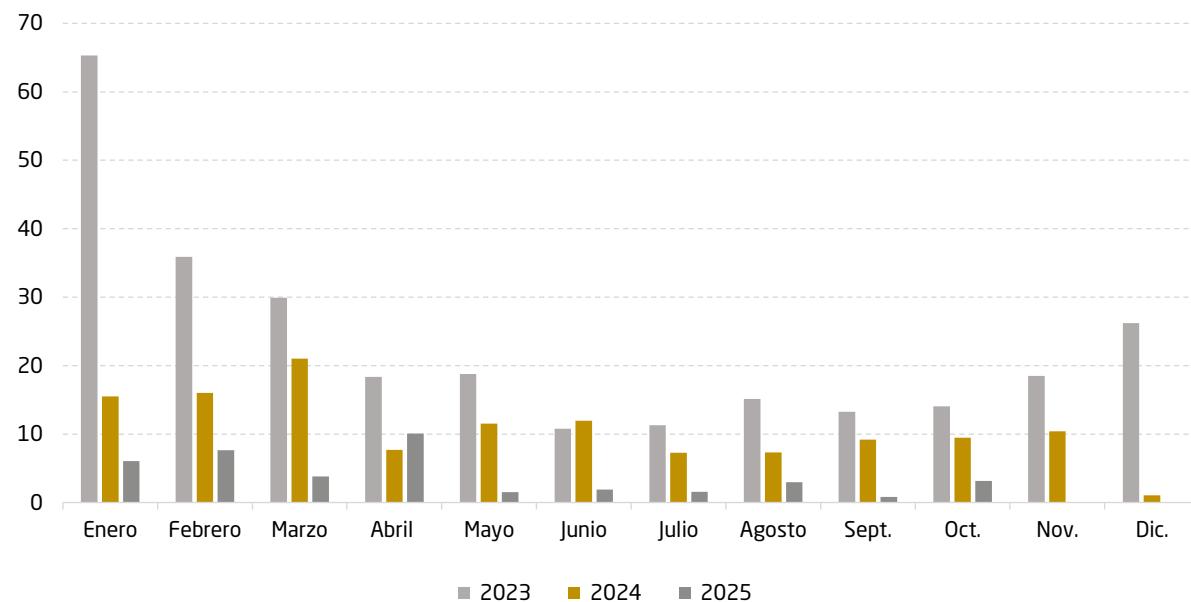
En la misma línea, según los datos de Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en el acumulado de doce meses hasta septiembre, el superávit de la balanza por cuenta corriente se situó en el 2,8% del PIB, frente al 3,2% del PIB del mismo periodo de 2024. Este menor superávit se debió a un mayor déficit en el saldo de bienes y servicios no turísticos (0,5% del PIB), frente a -0,1% del PIB del acumulado de 12 meses hasta septiembre de 2024, mientras que el superávit en la balanza de servicios turísticos fue similar (4,2% del PIB frente al 4,3% del mismo periodo del año anterior), lo que se corresponde con una evolución todavía muy favorable de la entrada de turistas este año.



Los últimos datos disponibles del sector turístico muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa aumentando, si bien se observa ya una clara desaceleración, sobre todo, en los meses estivales. En los meses de enero-octubre, España recibió cerca de 85,7 millones de turistas, cifra que representó el acumulado más alto de la serie y fue un 3,5% superior a la registrada en el mismo periodo de 2024. Además, el gasto total de los turistas internacionales aumentó un 7% y alcanzó los 118.612 millones de euros. En los últimos años se vienen observando mayores incrementos interanuales en los meses fuera del periodo estival, lo que obedece a una mayor diversificación de los turistas, tanto en lo que respecta a la estacionalidad como a las zonas geográficas (aumentando más las llegadas de turistas a zonas no costeras o históricamente más turísticas). No obstante, los indicadores ya apuntan una moderación en las tasas de crecimiento interanual y que el número de turistas puede tocar techo próximamente, especialmente si la saturación de algunos destinos y el aumento de los precios comienza a retraer la demanda (Gráfico 4).

GRÁFICO 4
Entrada de visitantes (turistas)

Tasas de variación interanual



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

El turismo sigue aportando de manera significativa al sector servicios y a la balanza de servicios. Pero los expertos insisten en que **los beneficios del turismo –concentrados en determinadas regiones y subsectores– plantean problemas de sostenibilidad y tensiones en costes locales** (vivienda, servicios públicos, congestión), **y que el potencial de crecimiento por esta vía tiene límites si no se acompaña de mejoras en productividad y en la diversificación de la oferta**. Estos elementos marcarán el impacto neto del turismo en la economía general en los próximos años.

El consumo público, que venía registrando crecimientos significativamente superiores al PIB en los años anteriores, ha mostrado una desaceleración significativa en 2025 (1,7% con respecto al promedio de los tres primeros trimestres de 2024), evolución que se espera que continúe en lo que resta de 2025 y 2026.

En materia fiscal, **2025 es un año de moderación del déficit público. La Comisión Europea estima que España cerrará el ejercicio con un déficit del 2,5% del PIB, bajando al 2,1% en 2026.** Esto sugiere que la combinación de crecimiento nominal elevado y aumento de la recaudación está permitiendo corregir, parcialmente, los desequilibrios generados por la pandemia. **Sin embargo, esta evolución positiva oculta retos estructurales de gran calado. España presenta uno de los mayores compromisos de gasto futuro en pensiones de toda la OCDE**, lo que exigirá un replanteamiento de los mecanismos de sostenibilidad a medio y largo plazo. **Además, la deuda pública continúa en niveles elevados, por encima del 100% del PIB**, lo que obliga a mantener una disciplina fiscal para evitar un ciclo de vulnerabilidad ante aumentos de tipos de interés o cambios en la percepción de los mercados.

2.2. La industria presenta un crecimiento limitado por el contexto internacional, mientras los servicios continúan registrando un elevado dinamismo

En lo transcurrido de 2025, **la industria española ha mostrado una evolución moderadamente positiva, aunque condicionada por un entorno muy complejo e incierto.** La producción industrial registró un crecimiento desigual entre sectores, con buen desempeño en sectores de alto valor añadido, como las tecnologías de información y la comunicación, los servicios profesionales y la industria farmacéutica, mientras que otros, con alta exposición a la competencia internacional y presión de costes, como la automoción, la industria textil o la papelera, entre otras, registran crecimientos más modestos o incluso caídas. Esta evolución heterogénea permitió una leve recuperación del valor añadido industrial (con un avance promedio del 2,3% en términos interanuales en los tres primeros trimestres).

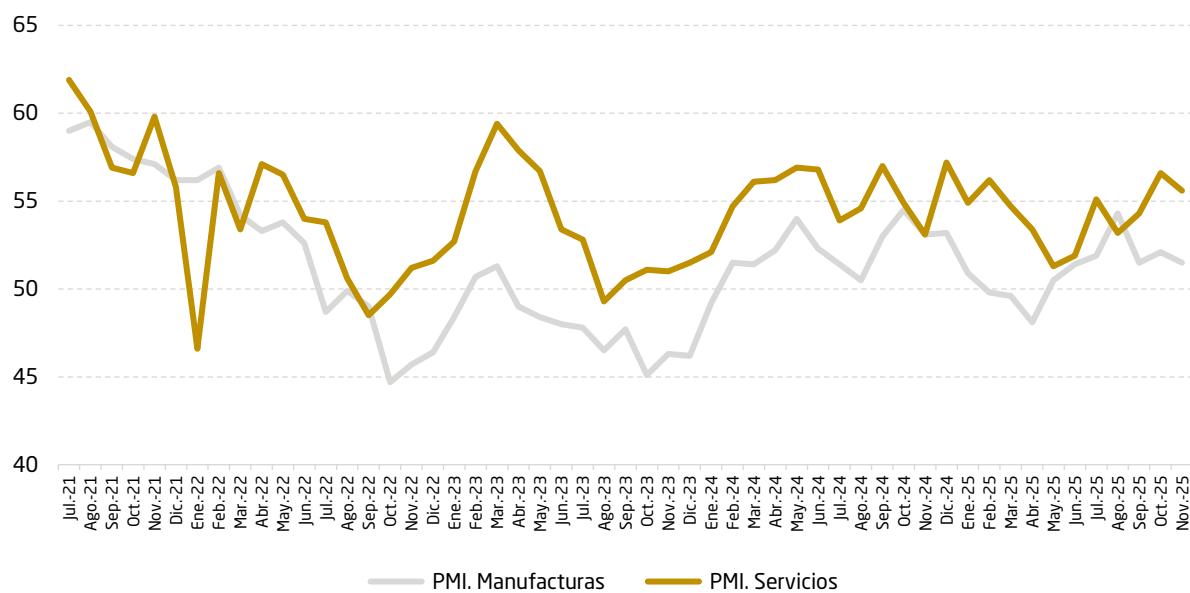
El PMI de manufacturas, tras registrar una notable recuperación durante 2024, inició 2025 con una senda descendente hasta el mes de abril, cuando alcanzó su nivel mínimo anual de 48,1, coincidiendo con los primeros anuncios de los aranceles por parte de EE. UU., para posteriormente repuntar rápidamente a medida que se iban despejando algunas incertidumbres, hasta alcanzar un máximo, en agosto, del 54,3. Sin embargo, en los últimos meses su nivel ha descendido ligeramente, si bien manteniéndose por encima del nivel 50 que marca el tono expansivo. La industria manufacturera española continúa registrando aumentos, pero moderados, gracias a un aumento de los nuevos pedidos que se han visto favorecidos por la disminución aplicada a los precios de venta debido a las presiones competitivas, lo que lleva menores márgenes para las empresas. El incremento de los pedidos estuvo impulsado, fundamentalmente, por el mercado interno, ya que las exportaciones continúan descendiendo por tercer mes consecutivo, aunque de forma moderada. La confianza de las empresas se mantiene positiva para los próximos meses, pero, en general, se muestran reacias a aumentar



más sus compras o su contratación, con un saldo negativo del empleo los últimos meses. Esta cautela en cuanto a la contratación refleja el difícil entorno macroeconómico: débil crecimiento en Europa, competencia de China, barreras comerciales y tensiones geopolíticas.

La industria del automóvil ha registrado, durante 2025, una contracción adicional con respecto al año anterior, donde la falta de demanda, sobre todo exterior, continúa siendo el factor más limitativo para la producción y para las exportaciones. La producción de vehículos cae un 5,4% hasta el mes de octubre, con 1.913.122 vehículos producidos en 2025. Esto supone la pérdida de cerca de 110.000 unidades de enero a octubre de este año respecto a 2024. Esta reducción continúa siendo el resultado de la adaptación de las cadenas de producción para albergar nuevos modelos, así como la falta de impulso de la demanda europea. En cuanto a las exportaciones, hasta el mes de octubre se han exportado 1.639.680 unidades, un 8,9% menos que durante el mismo periodo de 2024. Al sector le preocupa la caída de las exportaciones en los mercados europeos, donde ya se observa una reducción de la cuota sobre el total hasta el 91,8%, mientras que aumentan las de otros destinos como América o Asia ligeramente. Desde el punto de vista de la demanda interna, en el acumulado hasta el mes de noviembre las matriculaciones se sitúan en 1.045.638, casi un 15% más sobre el año anterior. Este año son las compras de particulares y empresas las que más están tirando de la demanda, frente a los años anteriores, que fueron las empresas de alquiler.

GRÁFICO 5
PMI manufacturas y servicios



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

Frente a esta evolución relativamente moderada de la actividad industrial, el sector servicios ha continuado mostrando un crecimiento muy notable durante 2025 (3,4% en promedio de los tres primeros trimestres), tan solo superado por el avance del VAB de construcción, si bien

con una elevada heterogeneidad por subsectores. En concreto, han presentado una evolución muy favorable las ramas de Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte y las ramas de Comercio, transporte y hostelería, mientras que el resto de las actividades ha mostrado avances más moderados (Gráfico 5).

El PMI de servicios registró una desaceleración durante el primer semestre de 2025, desde el entorno de los 55 puntos hasta situarse en el nivel 51,3 en el mes de mayo, **para recuperar de nuevo una senda ascendente en la segunda parte del año, hasta situarse, de nuevo, en niveles superiores a 55 en octubre-noviembre.** La evolución de los pedidos en el sector servicios se mantiene en aumento, aunque a menor ritmo, debido, en parte, a la desaceleración de los pedidos para exportación, que cayeron, por primera vez, en cinco meses en el mes de noviembre. Las expectativas empresariales positivas y estables crean un entorno en el que las empresas se sienten suficientemente seguras como para contratar nuevos empleados. Las empresas encuestadas se muestran preocupadas por las presiones inflacionistas en los costes de la energía y los salarios. Por el contrario, los precios de venta aumentaron al ritmo más lento de este año, ya que, aunque las empresas repercutieron parte del aumento de los costes a sus clientes, a la vez ofrecieron descuentos de precios para estimular la demanda.

2.3. Resultados empresariales: a pesar del aumento de la cifra de negocio y la disminución de los costes financieros, el resultado apenas varía debido al incremento de los costes laborales

Por el lado de las rentas, hay que destacar que, en 2025, el Excedente de Explotación Bruto (EEB) mostró una desaceleración significativa con respecto al año anterior, registrando un avance, en términos interanuales y nominales, del 3,8% en promedio de los tres primeros trimestres, frente al 6,2% del mismo periodo de 2024. Además, esta variación es significativamente inferior que el crecimiento de la remuneración por asalariado (6,9%), el de los impuestos (6,2%) y el del propio PIB (5,5%).

Según los datos de la Central de Balances correspondiente a los tres primeros trimestres de 2025, la cifra neta de negocios de las empresas que forman parte de su muestra aumentó un 4,4% en tasa interanual, frente al 2,1% del mismo periodo de 2024. **El Resultado Ordinario Neto (RON) se mantuvo estable, en contraste con la caída del -3% registrada en los tres primeros trimestres de 2024.** Ambas tasas vienen influidas por la evolución negativa de los sectores de energía y refino de petróleo, que tienen un peso significativo en la muestra CBT. El total de la muestra sin estos sectores ofrece un crecimiento del RON del 7,5% en 2025 (1,1% en 2024). El comportamiento estable del RON en el conjunto de la muestra se explica porque el crecimiento del Valor Añadido Bruto (VAB) se compensó por completo con el aumento de los gastos de personal (+5,2%) y las amortizaciones (+2%), junto con la reducción de los ingresos financieros (-1,3 %), a pesar de la disminución de los gastos financieros (-11,7%).

Según la **Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)**, las empresas perciben un ligero aumento de la facturación en el tercer trimestre de 2025 en términos

desestacionalizados, tras la evolución más débil del segundo trimestre, en línea con lo observado en otros indicadores de confianza, como el PMI, en los meses de verano. **Además, las perspectivas de los encuestados para el cuarto trimestre del año se mantienen positivas y apuntarían a una recuperación adicional de la facturación empresarial**. Por ramas de actividad, la evolución de la facturación mantiene una marcada heterogeneidad. Entre los sectores que perciben mayores aumentos de las ventas en este trimestre destacan el sector del transporte, hostelería y actividades profesionales. Por el contrario, la agricultura y el comercio exhiben un comportamiento desfavorable, similar al observado en el mismo período del año pasado.

Los resultados muestran, en conjunto, una evolución positiva de la actividad inversora en el tercer trimestre, aunque algo menos dinámica que en el trimestre precedente, encadenando seis trimestres consecutivos de avances. El dinamismo de la inversión en este trimestre se concentraría en las ramas industriales. De cara al cuarto trimestre del año, las empresas también anticipan un aumento de la inversión, igualmente impulsada, principalmente, por el sector industrial.

Las empresas encuestadas manifiestan una estabilización de las presiones inflacionistas en el tercer trimestre, en términos tanto del coste de los productos intermedios como de los costes laborales, si bien prevén un aumento de los precios en el cuarto trimestre. De cara al próximo año, se esperan mayores presiones inflacionistas en el sector servicios que en las ramas industriales.

En cuanto a los condicionantes de la actividad en este trimestre, **la incertidumbre sobre la política económica se mantiene como el principal factor condicionante de la actividad, aunque muestra cierta moderación**. Respecto a otros factores de oferta, **la incidencia de los costes energéticos retrocede por segundo trimestre consecutivo**, incidiendo negativamente este factor especialmente en los sectores de transporte y hostelería. Esta heterogeneidad sectorial es relevante a la hora de entender las diferencias en las expectativas de precios, ya que las ramas donde se aprecia una mayor incidencia de los costes energéticos tienden a coincidir con las que esperan mayores aumentos de sus precios de venta a un año vista. Otros factores, como la escasez de demanda, los problemas de suministro o los costes financieros, también han perdido incidencia en las respuestas.

2.4. La creación de empleo en 2025 muestra un notable dinamismo, en contraste con el menor impulso de las horas trabajadas. Mientras, la tasa de paro continúa reduciéndose, aunque repuntó en el tercer trimestre y permanece como la más elevada de la UE

El mercado laboral está mostrando una evolución favorable en el transcurso de 2025. La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró un repunte del número de ocupados en términos interanuales en la primera mitad del año, aunque presentó una ligera ralentización en el tercer trimestre. Sin embargo, los primeros datos de afiliación a la Seguridad Social para el cuarto trimestre apuntan a una mejora en el ritmo de crecimiento. Además, hay que destacar que el sector privado continúa siendo el principal baluarte de la creación de empleo, a pesar del entorno



de incertidumbre y del aumento de costes. No obstante, también existen aspectos negativos en la evolución del mercado laboral, como el hecho de que las horas trabajadas aumenten a menor velocidad que las personas ocupadas, la caída de la productividad o la aceleración de los costes laborales. Por su parte, la tasa de paro continúa mostrando una tendencia descendente, aunque repuntó en el tercer trimestre y sigue siendo la más elevada de la UE.

Los resultados de la EPA en la parte central del año fueron heterogéneos. Mientras en el segundo trimestre el empleo creció notablemente por encima de lo que suele ser habitual, en el tercero sucedió lo contrario, el aumento de la ocupación fue más moderado que en años anteriores. **En el acumulado del segundo y tercer trimestre se generaron 621.700 puestos de trabajo, siendo el sector privado el principal motor, con 588.100 nuevos trabajadores, el 94,6% del total creado. Con todo, el total de ocupados ascendió a 22.387.100 en el tercer trimestre, lo que supone un máximo histórico.**

En términos interanuales, el empleo aceleró su ritmo de crecimiento en el primer semestre, hasta una tasa del 2,7% en el segundo trimestre, **aunque en el tercer trimestre mostró una liger desaceleración,** hasta el 2,6%, si bien ambas cifras son superiores a las registradas un año antes. Hay que destacar que **el sector privado está impulsando el crecimiento del empleo, con tasas interanuales superiores al 3%** a lo largo de 2025, mientras que el sector público presenta tasas negativas. El crecimiento más elevado del empleo que el año anterior contrasta con la gradual desaceleración de la actividad económica en términos interanuales en este ejercicio.

En los últimos años, tanto el número de parados como la tasa de paro están mostrando una tendencia decreciente, a excepción de algunos repuntes puntuales, en su mayoría debidos a factores estacionales. Así, en el tercer trimestre el número de personas desempleadas aumentó hasta las 2.613.200 personas, aunque esta cifra supone una caída del -5,1% con respecto al mismo periodo del año anterior. Además, **la tasa de paro repuntó ligeramente, hasta el 10,45%, y aun así se trata de la cifra más baja en un tercer trimestre desde 2007.** Sin embargo, desde una perspectiva internacional, nuestra tasa de paro sigue siendo la más elevada de la UE y también de la OCDE.

Una nota negativa en los resultados de la EPA es la débil evolución del número de empleadores en los últimos trimestres, que se encuentra por debajo del millón de personas desde el comienzo de 2024. En concreto, en el tercer trimestre, según la EPA, había 962.900 empleadores, un 6,8% menos que hace dos años. En este mismo sentido, hay que destacar que el número de empresas inscritas en la Seguridad Social de menor tamaño continúa disminuyendo, mientras que el total de empresas crece, pero de forma moderada. **La débil evolución de las empresas de menor tamaño hace que estas tengan un menor protagonismo en la creación de empleo, frente a las grandes empresas.**

Un aspecto positivo que destacar de la EPA es que, en los últimos años, se ha producido un descenso de la tasa de temporalidad, desde niveles de alrededor del 25%, en 2021, hasta el 15,4% de promedio en los tres primeros trimestres de 2025. **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

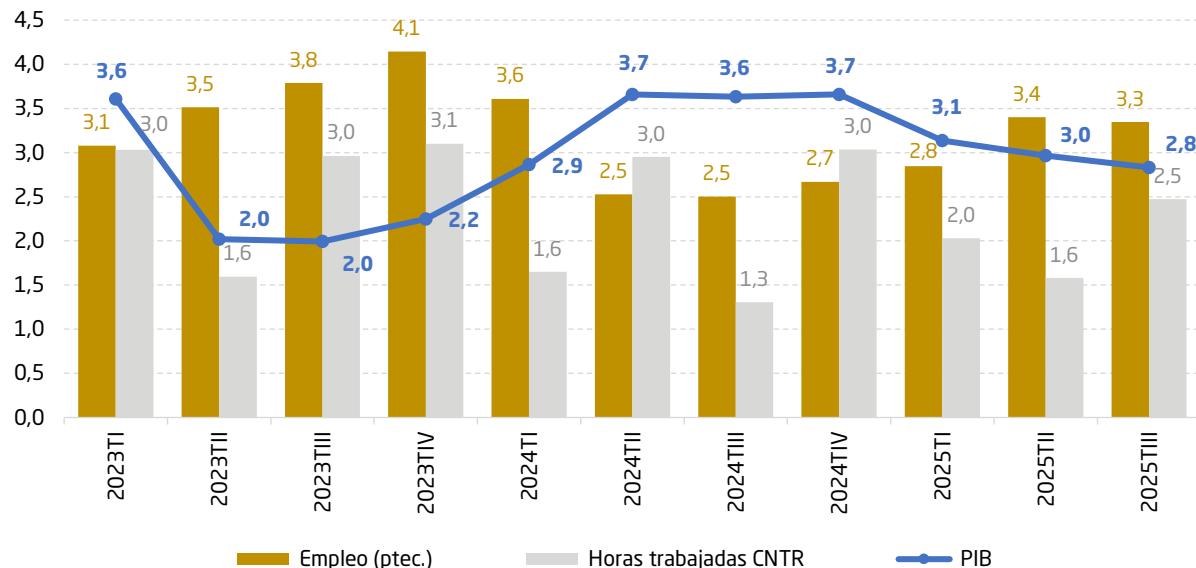


hasta el 12,5% en lo que va de este 2025, prácticamente la mitad que hace tres años. En cambio, en el sector público la caída de la temporalidad está siendo muy lenta, de forma que, en los tres primeros trimestres de 2025, el promedio es del 27,6%, frente al 31,2% registrado en 2021.

En línea con la EPA, **los resultados de la Contabilidad Nacional evidencian la ligera pérdida de dinamismo del empleo en el tercer trimestre, si bien el ritmo de crecimiento sigue siendo elevado**. Así, los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo moderaron su tasa interanual en una décima, hasta el 3,3%, mientras que las horas trabajadas repuntaron, hasta el 2,5% interanual. Sin embargo, **cabe destacar que el ritmo de crecimiento interanual de las horas trabajadas en los tres primeros trimestres de 2025, un 2%, es inferior al 3,2% registrado por los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo** (Gráfico 6).

GRÁFICO 6

PIB y empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo y horas trabajadas según CNTR) Tasa interanual en %



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

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 presenta un perfil de crecimientos mensuales heterogéneo, alternando meses de crecimientos más intensos con otros más moderados**. De cualquier forma, **el incremento mensual promedio de la afiliación desestacionalizada en el periodo julio-noviembre es algo mejor que el registrado en el primer semestre de 2025**.

Según estimaciones del Instituto de Estudios Económicos (IEE), 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 0,7% en el cuarto trimestre** de este año, dos décimas más que en el tercero.

Del análisis de los datos brutos en términos interanuales, se desprende que **la afiliación crece a buen ritmo este año, aunque ha mostrado dos etapas diferenciadas**. En el primer semestre, la afiliación presentó una gradual desaceleración, hasta situar su tasa interanual en el 2,2% en la parte central del año. En cambio, en el segundo semestre, la afiliación está ganando dinamismo, aunque de forma paulatina también, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento interanual del 2,5% en noviembre. Una tendencia similar ha seguido la afiliación en el sector privado, con una primera parte del año en la que perdió impulso y una segunda parte en la que está mejorando su tasa interanual. Por su parte, el sector público también ha mostrado el mismo patrón, pero, en su caso, la desaceleración inicial y la recuperación posterior han sido más intensas. Con todo, hay que destacar que el total de afiliados a la Seguridad Social ha alcanzado máximos históricos este año, con cerca de 21,9 millones de cotizantes en julio.

En 2025 se observa un comportamiento desigual del empleo por sectores productivos. La notable aceleración de los afiliados en la construcción este año le ha convertido en el sector con mayor dinamismo del empleo, con un ritmo de crecimiento del 4,1% en noviembre. Por su parte, tanto la industria como los servicios han comenzado en la segunda parte de este año un gradual proceso de aceleración, con una tasa interanual del 1,8% y del 2,7% en noviembre, respectivamente. En cambio, la agricultura continúa perdiendo trabajadores, intensificando su ritmo de caída en los últimos meses, hasta el -1,5% en noviembre.

Por ramas de actividad, también se observa una evolución heterogénea de la afiliación efectiva (afiliados del Régimen General y Autónomos excluyendo los trabajadores en ERTE) comparando los datos de noviembre de 2025 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 seis años. En concreto, por volumen, destacan ramas relacionadas con educación, sanidad y servicios sociales, programación, consultoría y otras actividades informáticas, servicios de comidas y bebidas y construcción especializada. En cambio, entre las 21 ramas que todavía no han logrado recuperar los niveles de afiliación efectiva precrisis, sobresalen las actividades relacionadas con el sector del automóvil, la reparación de ordenadores y efectos personales, la industria del cuero y calzado, la confección de prendas de vestir y las actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico.

2.4.1. Caída de la productividad por ocupado en los últimos trimestres y repunte de los costes laborales en términos de Contabilidad Nacional

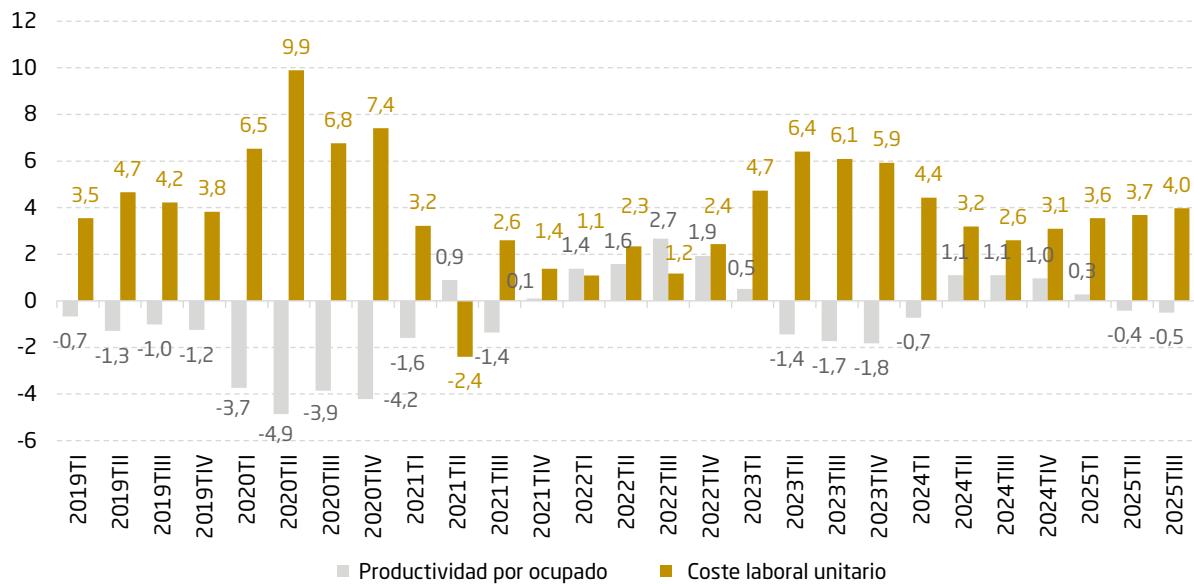
En los últimos años, por lo general, la productividad por ocupado ha registrado caídas, salvo algún periodo de crecimientos discretos. En este sentido, la productividad por ocupado está mostrando, en 2025, una evolución desfavorable, dado que **acumula dos trimestres de descensos interanuales**. De esta forma, los niveles de productividad continúan estando por debajo de los registrados antes de la pandemia. En concreto, la productividad por ocupado, en el tercer trimestre, es un 3,6% inferior a la de finales de 2019. Por su parte, la **productividad por hora trabajada aumenta, aunque de forma moderada**, y desaceleró notablemente su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre (Gráfico 7).



GRÁFICO 7

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.

Al tiempo que la productividad se reduce o crece de forma moderada, el tejido empresarial está soportando mayores costes laborales unitarios que en los últimos años, a lo que han contribuido las subidas del SMI y el incremento de las cotizaciones sociales. Así, en el tercer trimestre, la remuneración por asalariado repuntó y creció un 3,5% en términos interanuales, al tiempo que el coste laboral unitario también aceleró su ritmo de crecimiento, hasta el 4%, y, además, se sitúa un 24,8% por encima de los niveles de finales de 2019.

Los costes laborales unitarios crecen más en España que en la eurozona. Según datos de Eurostat, el coste laboral unitario en el conjunto de los tres primeros trimestres fue, en España, un 27% superior al del mismo periodo de 2019, mientras que, en el promedio de la eurozona, el incremento ha sido del 23,4%. La confluencia de unos elevados costes laborales, junto con unos menores niveles de productividad, perjudica la competitividad de las empresas españolas frente a nuestros competidores.

Los resultados de la **Encuesta Trimestral de Coste Laboral** también muestran el crecimiento elevado de los costes laborales que afrontan las empresas en 2025, aunque de forma algo más ralentizada que en 2024. En concreto, el coste laboral por trabajador y mes creció un 3,3% en tasa interanual en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2025. En este sentido, el coste salarial aumentó un 3,1%, mientras que más intenso fue el incremento de los otros costes, un 3,7%. Con todo, hay que destacar que el coste salarial está creciendo por encima de la inflación en lo que va de año (2,6%), por lo que se están produciendo ganancias de poder adquisitivo, al tiempo que los salarios suben más que lo pactado por el AENC para 2025 (3%).

Dentro de los otros costes laborales, hay que destacar el **notable incremento de las cotizaciones obligatorias en los últimos años**, un 25,1% en los tres primeros trimestres de 2025 frente

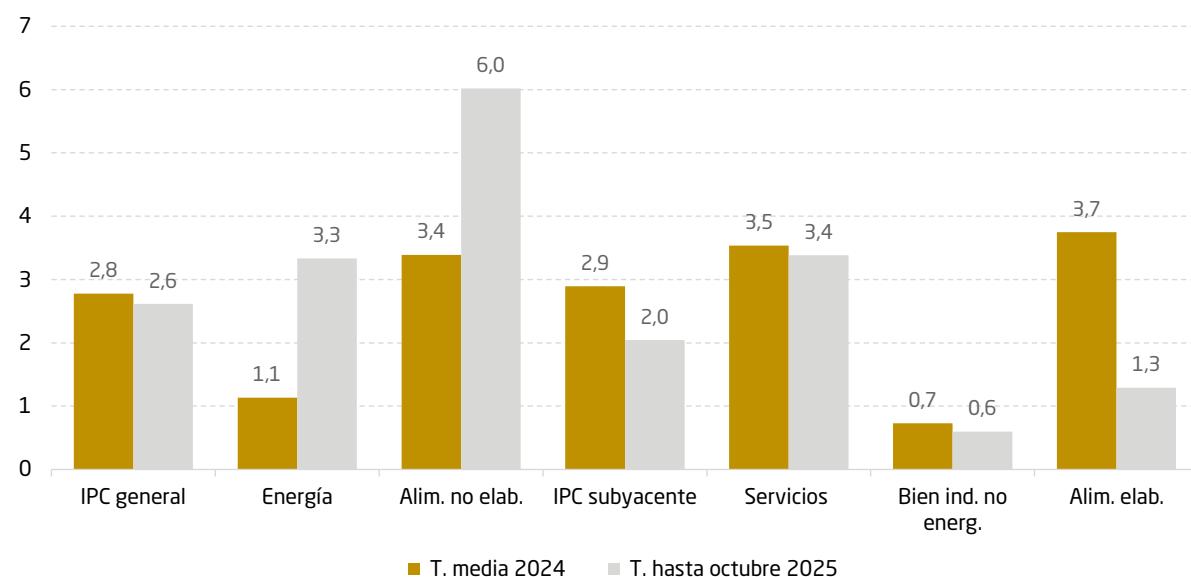


al mismo periodo de 2019. En este sentido, **España sigue siendo uno de los países europeos con mayores cotizaciones sociales pagadas por las empresas**. En este sentido, **España sigue siendo uno de los países europeos con mayores cotizaciones sociales pagadas por las empresas en porcentaje del PIB**. En concreto, se sitúa en el 9,4% del PIB en 2023, por encima del 7% de promedio en la UE. Además, hay que destacar que, **mientras la tendencia de este indicador en la UE en los últimos años es decreciente, en España es, precisamente, la contraria: tiende hacia un aumento del peso en el PIB de las cotizaciones sociales pagadas por las empresas**.

2.5. La inflación, a lo largo de 2025, se ha visto muy condicionada por la evolución de los precios de los productos energéticos y los alimentos no elaborados

La inflación registró una senda descendente durante los primeros meses de 2025 debido a la moderación de la inflación subyacente y, sobre todo, de los precios de los elementos energéticos, que registraron tasas interanuales negativas desde abril hasta junio. El componente que ha mostrado una tendencia más inflacionista ha sido el de alimentos no elaborados, que presenta un avance promedio del 6% de crecimiento interanual en los once primeros meses (Gráfico 8).

GRÁFICO 8
Inflación: tasa media anual del IPC por componentes



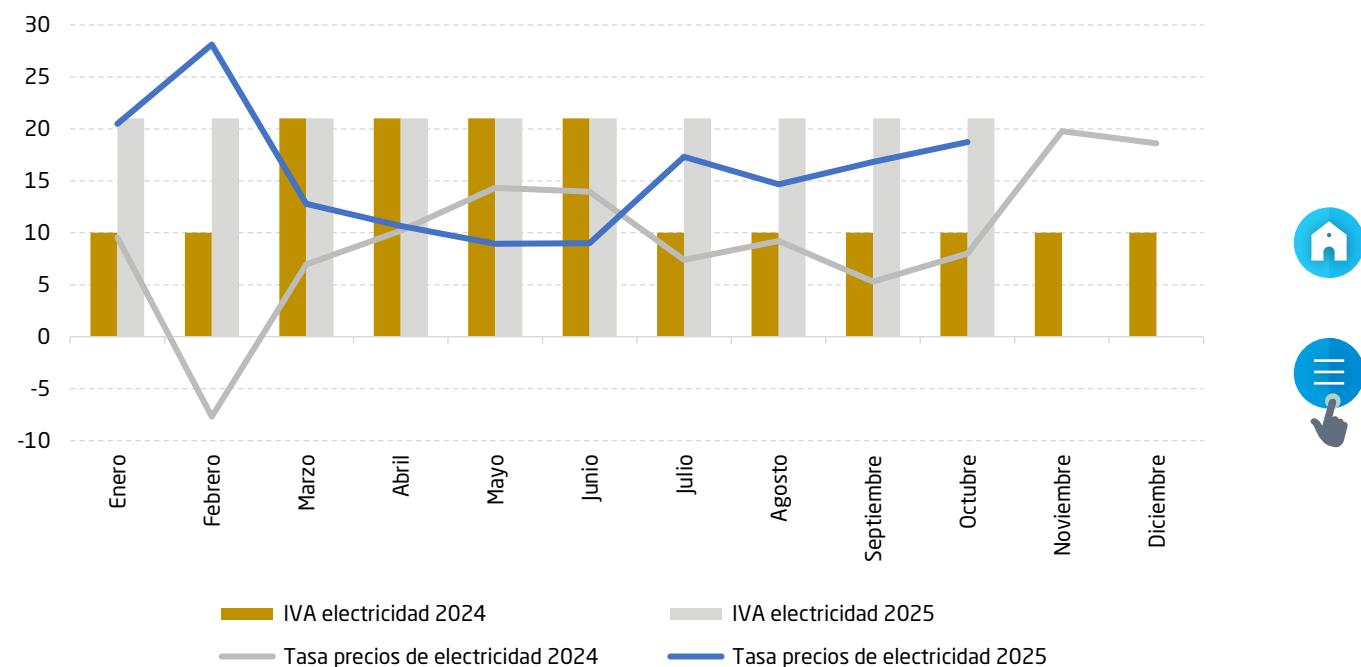
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de los datos del INE.

Parte de la volatilidad en las tasas de crecimiento interanual de la inflación general se ha debido, entre otros factores, a la reversión de algunas medidas impositivas que han afectado tanto al IVA de la alimentación como al IVA de la electricidad. Así, a partir del 1 de enero de 2025, se eliminó la reducción temporal del IVA en alimentos básicos. Esto es, los productos a los que se les había aplicado un IVA reducido del 0% o 5% volvieron a su tipo impositivo habitual:

el 4% para los productos de primera necesidad (pan, leche, huevos) y el 10% para otros alimentos, como carne y pescado. Esto puede explicar, en parte, la aceleración de la tasa de crecimiento interanual del precio de los alimentos frescos en 2025. **Respecto a los precios de la energía, el menor incremento desde marzo obedece, en parte, a que se anula el efecto escalón de la recuperación del IVA habitual en la electricidad, ya que entre el 1 de marzo de 2024 y hasta el 1 de julio de 2024, la electricidad mantuvo un IVA del 21%, frente al 10% de los meses anteriores, al no cumplirse los requisitos de precios para aplicar la reducción del impuesto.** Así, la electricidad presentó tasas de variaciones mucho más moderadas entre los meses de marzo y junio, para, posteriormente, volver a registrar tasas mucho más elevadas desde julio al comparar precios de 2025 (con IVA del 21%) con precios de 2024 (con IVA al 10%). Este efecto escalón desaparecerá en enero de 2026 (Gráfico 9).

GRÁFICO 9

Evolución de los precios de la electricidad (tasas ia) e IVA de la electricidad (%)



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

Dentro de la inflación subyacente, que ha registrado un incremento algo inferior al del año anterior, lo más destacado ha sido la notable desaceleración de los alimentos elaborados, puesto que los servicios y los bienes industriales mantienen tasas de avance de sus precios muy similares a las de 2024, con la diferencia de que los precios de los primeros superan el 3%, en media, del primer semestre y los de los bienes industriales se encuentran en un rango comprendido entre el 0,5%-0,6% interanual.

La moderación de los precios de los alimentos elaborados viene explicada, en gran parte, por la acusada caída del precio del aceite, que acumula descensos interanuales desde noviembre de 2024, del orden del 30%. El resto de los precios de los bienes que conforma este componente se mantiene alrededor del 2,6% en tasa interanual en lo que va de año.

Se espera que la inflación registre un crecimiento del 2,7% en media anual y las previsiones para la inflación subyacente apuntan a una tasa media del 2,3%.

Las presiones inflacionistas de la economía española podrían venir de varios frentes, aunque con distinta intensidad. Por un lado, cabe mencionar la política arancelaria que Trump aplique a Europa y cómo se va a transmitir a los precios de los productos importados e indirectamente sobre los precios de algunas materias primas. En principio, este canal de presión sobre los precios podría ser limitado y mitigarse por la apreciación del tipo de cambio euro/dólar. En segundo lugar, y a nivel salarial, hay que destacar que el AENC ha evitado una espiral inflacionista, pero **los problemas de vacantes en algunos sectores, la presión de la demanda y el aumento de los costes laborales podrían inducir que la inflación se mantenga en unas tasas más elevadas.**

2.6. Perspectivas y riesgos: se sigue esperando un escenario de aterrizaje suave para la economía española en 2026. Los factores que han impulsado el comportamiento diferencial y positivo frente a Europa comienzan a perder intensidad

La evolución de la economía española ha sido positiva en 2025, sorprendiendo al alza a lo largo del año debido a que no se ha materializado la ralentización esperada para el segundo semestre. La incertidumbre asociada a las nuevas políticas arancelarias aplicadas por el Gobierno americano se ha reflejado en una menor exportación de bienes, pero este hecho ha sido compensado por la recuperación de la inversión empresarial y la fortaleza del consumo de las familias españolas. Así, **la demanda interna se ha configurado como el motor de crecimiento, mientras que el sector exterior ha restado avance al PIB en 2025, tendencia que, previsiblemente, seguirá en 2026.**

El PIB español aumentará un 2,9% en 2025 y, previsiblemente, mostrará una desaceleración en 2026, hasta el 2,1%, debido al menor impulso de aquellos factores que han sido claves para el dinamismo de la actividad y el empleo en los últimos ejercicios. El primero de estos factores son las señales de ralentización que muestra el turismo en 2025, con un crecimiento más moderado de la llegada de turistas y del gasto, lo que da cuenta de que entra en un proceso de normalización tras el vigor de los años anteriores, más acorde con el escenario macroeconómico internacional, la oferta disponible y el impacto de la subida de algunos precios.

El segundo factor es que el impulso de la inversión en equipo a tasas tan elevadas no se sostendrá durante mucho tiempo, sobre todo en un contexto de menor llegada de los fondos europeos, ya que el programa finaliza en 2026. Además, persisten algunos condicionantes que limitan el impulso de la inversión, como la incertidumbre geopolítica, los cambios normativos constantes en ámbitos tan diversos como el laboral, fiscal o en materia de sostenibilidad, el menor crecimiento esperado, etc. El único revulsivo podría ser un mayor gasto público en defensa, que podría tener un efecto tractor sobre otros sectores industriales (componentes, maquinaria, industria básica) y de servicios (I+D+i, digitalización, IA, entre otros), además de una mayor inversión pública.



Un tercer factor, no exento de incertidumbre, es el comportamiento del sector residencial. A pesar del aumento de los visados a lo largo de 2025, la escasez de oferta para la elevada demanda existente está provocando una subida de los precios de la vivienda, que hace que el esfuerzo para adquirirla esté siendo mayor. Los precios de la vivienda no dan todavía signos de freno en su escalada y las previsiones de precios de los principales analistas siguen registrando revisiones al alza, con crecimientos de doble dígito en 2025 y de un dígito alto en 2026, lo que va a frenar la demanda. La oferta debería ser mayor, pero las restricciones que introduce la legislación actual en ámbitos como el alquiler y el suelo, junto con la falta de mano de obra, el aumento de los materiales de construcción y el auge de los pisos turísticos, son claras limitaciones para incrementarla en el corto plazo.

Un cuarto factor es que no es esperable una recuperación sustancial de las exportaciones de bienes a corto plazo. El impacto de los mayores precios de las exportaciones derivados de aranceles más elevados y la atonía económica de nuestros principales países compradores (el Reino Unido, Francia, Alemania e Italia) hacen difícil que la exportación de bienes sea un revulsivo a corto plazo para la economía española.

En este entorno de crecimiento elevado de la economía española frente al resto de países europeos, el mercado laboral ha tenido un comportamiento destacado, con una creación de empleo en el entorno de los 550 mil ocupados, según la EPA, y una reducción de la tasa de paro que supera en unas décimas el 10% en 2025. **El sector privado se erige como el principal baluarte, donde cabe destacar que las empresas están haciendo un esfuerzo importante en consolidación del empleo, algo que se pone de manifiesto en dos ámbitos.** En primer lugar, en el avance del empleo indefinido, con una tasa de temporalidad en el entorno del 13%, en contraste con el sector público, que se sitúa en el 27%, más del doble que en el sector privado. En segundo lugar, en el aumento de la contratación a tiempo completo. El año 2026, en línea con un crecimiento menos dinámico del PIB, se seguirá creando empleo a un ritmo más moderado (2,3% en términos de Contabilidad Nacional) y la tasa de paro podría reducirse por debajo del 10% al final del año.

La inflación ha seguido una tendencia hacia la desaceleración, con un crecimiento medio anual del 2,7% en 2025, por debajo del 3%, y, previsiblemente, para 2026 se sitúe alrededor del 2,2%. La inflación subyacente va a alcanzar este año el 2,3% en tasa media anual y se mantendría en este valor en 2026. En este ámbito cabe señalar que un posible riesgo al alza es la evolución de los costes laborales en sus dos vertientes: salarial y no salarial. Los salarios están aumentando más que el IPC y por encima de las recomendaciones del AENC. Además, la caída de la productividad por ocupado está repercutiendo en los costes laborales unitarios, que ya superan en un 25% a los de 2019.

A pesar de la debilidad de las exportaciones de bienes, **la fortaleza de las exportaciones de servicios en sus dos vertientes, turismo y otros servicios, mantiene el superávit exterior**, que, si bien no alcanzará el 3% del PIB registrado en 2024, se estabilizará en el entorno del 2,5% del PIB en 2025 y del 2,2% en 2026.

Las cuentas públicas se están viendo beneficiadas por un incremento de los ingresos excepcional en 2025, que marcará un nuevo máximo histórico. Sin embargo, los gastos también siguen creciendo, aunque a un ritmo más moderado que los ingresos, lo que va a permitir que se reduzca el déficit público por debajo del 3% del PIB en 2025, por primera vez desde 2018, y en 2026 podría alcanzar el -2,3% del PIB. Sin embargo, el saldo estructural deficitario sigue siendo muy elevado, entre el -4,5% del PIB y el -3,5% del PIB desde 2021, lo que da cuenta del escaso esfuerzo fiscal realizado en los últimos ejercicios en un entorno de bonanza económica (Cuadro 2).

CUADRO 2

Previsiones económicas para España

Actualización diciembre 2025. Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB	6,7	6,4	2,5	3,5	2,9	2,1
Gasto en consumo privado	7,2	4,9	1,7	3,0	3,2	2,4
Gasto en consumo público	3,6	0,8	4,5	2,9	1,8	1,4
Formación Bruta de Capital Fijo	2,6	4,2	5,9	3,6	5,5	2,1
Construcción	0,5	4,0	5,5	4,0	4,2	1,3
Bienes de equipo y act. cultivados	2,9	1,6	2,4	2,1	8,3	1,8
Demanda interna (*)	7,0	4,1	1,6	3,4	3,4	2,2
Exportaciones	13,4	14,2	2,2	3,2	3,7	3,5
Importaciones	15,0	7,7	0,0	2,9	5,6	4,1
Deflactor del PIB	2,7	5,0	6,4	3,0	2,2	1,9
IPC (media anual)	3,1	8,4	3,5	2,8	2,7	2,2
IPC subyacente (media anual)	0,8	5,2	6,0	2,9	2,3	2,3
Empleo (CNTR) (**)	7,3	4,4	3,6	2,8	3,2	2,3
Tasa de Paro (EPA) (% población activa)	14,9	13,0	12,2	11,3	10,4	9,7
Productividad	-0,6	2,0	-0,7	0,0	-0,3	-0,2
Remuneración por asalariado	0,7	3,7	4,6	4,0	3,5	2,9
Coste laboral unitario (CLU)	1,2	1,8	5,8	3,3	3,8	3,1
Balanza por Cuenta corriente (% PIB)	0,8	0,4	2,7	3,0	2,5	2,2
Déficit público (% PIB)	-6,7	-4,6	-3,5	-3,2	-2,6	-2,3

(*) Aportación al crecimiento.

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

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



3. Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad

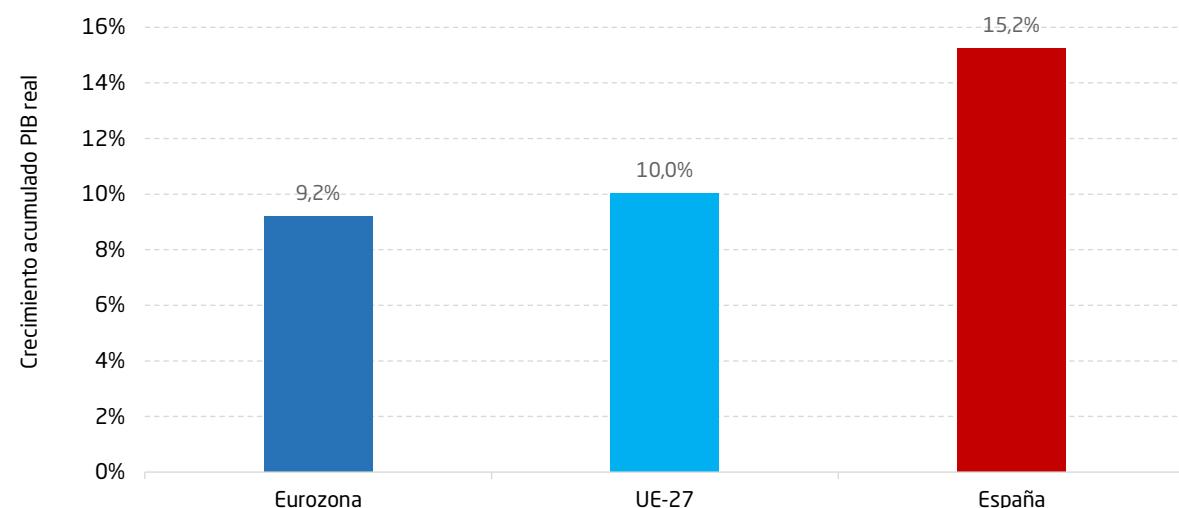
3.1. Introducción

Las economías del sur de Europa están acaparando el foco dentro de la zona euro desde el fin de la pandemia del covid-19. Dentro de este grupo, **España sobresale como la economía que más crece**. Mientras que economías como Francia o Alemania se ven atrapadas en ciclos de bajo crecimiento, España está superando las expectativas.

GRÁFICO 10

Tasas de crecimiento acumulado del PIB real. Eurozona, UE-27 y España

2019-2025



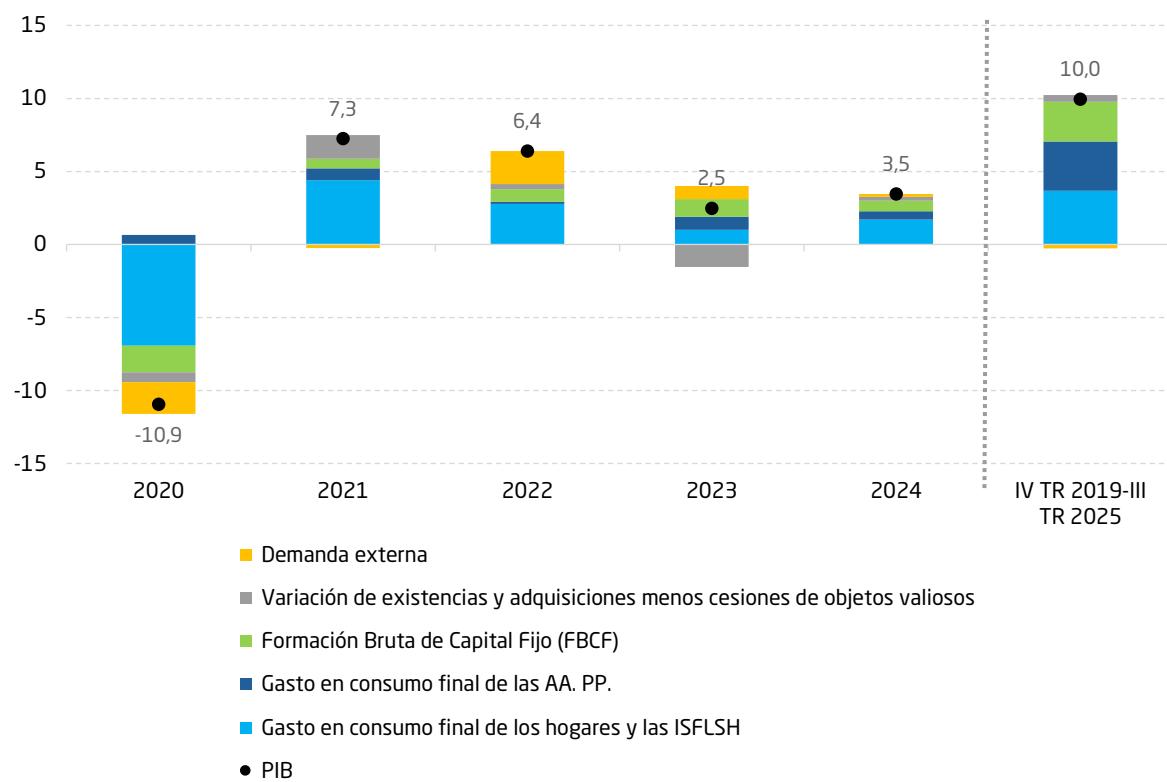
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de Eurostat.

El Gráfico 10 muestra el crecimiento acumulado del PIB real, donde **España destaca con un 15,2%**, muy **por encima del crecimiento de la UE-27 (10%) y la eurozona (9,2%)**. Esto indica **una fortaleza relativa de la economía española** frente a las medias regionales, en un contexto marcado por la crisis de la pandemia y su recuperación. Aunque **España** fue uno de los países más afectados por la caída de la actividad durante la pandemia, **ha logrado consolidar una trayectoria de expansión que evidencia su capacidad de adaptación y su papel como motor dentro de la Unión Europea y la eurozona**.

Persiste la incógnita de por qué la economía española muestra un **dinamismo tan marcado**. Para ello es necesario descomponer los diferentes factores que impulsan el crecimiento en los últimos años. Este análisis destaca el rol de varios factores, incluyendo el **repunte del consumo privado, el aumento de la inversión y el incremento del gasto público**, impulsado de forma notable por los fondos europeos de recuperación **NextGenEU**.

GRÁFICO 11

**Tasas de crecimiento anual del PIB español y contribuciones de sus principales componentes
2020-2024**



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

Al descomponer la evolución del PIB, el Gráfico 11 refleja la contribución de sus principales componentes entre el 2020 y 2024, junto con el crecimiento acumulado en el periodo. En términos agregados, **entre el cuarto trimestre de 2019 y el tercero del 2025, la economía española registró un incremento acumulado del 10%**.

Dentro de esta dinámica expansiva, sobresale el **consumo privado, responsable del 37% del crecimiento acumulado entre 2019 y 2025**, seguido por el **gasto público**, el cual **representa un 34% sobre el total** en el periodo mencionado. Visto de otro modo, **más de un tercio del avance de la economía española se explica por el impulso de la demanda interna**, mientras que **otro tercio se explica por la contribución del consumo público**. Este último factor se vincula, especialmente, con la ejecución de los fondos NextGenEU y el repunte de gasto público asociado a la pandemia.

Desde la perspectiva de la **inversión**, esta **se ha consolidado como el tercer motor de crecimiento de la economía española**, aportando un **27% sobre el crecimiento económico acumulado entre finales de 2019 y el tercer trimestre del 2025**.

Esta evolución de la economía española, en términos de crecimiento de la producción y del empleo, se contrasta con la **revisión continua al alza de las previsiones de las principales instituciones nacionales e internacionales**. Asimismo, la actividad económica, en su conjunto, ha venido acompañada de una **acumulación del saldo exterior positivo**, materializado en nuestra cuenta corriente y una **estabilización de la capacidad de financiación externa y del endeudamiento privado**.

Ahora bien, estos signos positivos, en términos macro, **no aseguran el mantenimiento del bienestar económico a medio o largo plazo**, especialmente si los fundamentos de este crecimiento **no acompañan a una mejora de la eficiencia del capital físico y humano de la economía**. El fomento y la atracción de las **inversiones necesarias** para la mejora de la productividad de la economía se logra con un plan ambicioso de **transformación estructural de la misma**. Dicho plan debe permitir la adaptación de nuestra actividad futura a los cambios disruptivos que se producen en el entorno de forma más acelerada y eficiente que nuestros competidores.

Este patrón de **crecimiento** experimentado por la **economía española, sustentado en un fuerte incremento de la población y del gasto público, no ha permitido desplegar la totalidad de sus efectos positivos en una mejora de nuestra renta per cápita**. Ello en el caso de medirlo en términos de convergencia con el resto de las economías avanzadas de nuestro entorno. La **atonía** de la **tasa de inversión** experimentada en el último periodo en nuestra economía, pese al **mayor gasto público** destinado a reactivar esta macromagnitud a través de los **fondos europeos Next Generation, no prevé un escenario positivo de recuperación de la productividad en el corto plazo**.

En España, si bien sus grados de capitalización física y humana son elevados y comparables con los de los países avanzados, los niveles de eficiencia no progresan como los de las economías de su entorno. De hecho, dichas economías, en su mayoría, sí mejoran en términos de productividad. La mejora de nuestra capacidad de atraer y acumular factores productivos no ha ido acompañada de avances en el aprovechamiento eficiente de los recursos que utilizamos, pues **nuestra productividad no progresa como en el resto de los países**.

Esto es muy relevante en el ámbito del **capital humano**, donde nos encontramos con **una clara desventaja** en los niveles de estudios adquiridos, con **especial énfasis en el desajuste de cualificaciones respecto al empleo**, pues un elevado porcentaje de nuestros titulados universitarios presenta perfiles formativos que agravan sus problemas de inserción laboral. Además del nivel de formación a lo largo de la vida laboral, en particular de las personas de mayor edad.

Complementariamente a lo anterior, la economía española **no presenta** unos niveles de **capital productivo por ocupado** significativamente **inferiores** a los que tienen otras economías avanzadas de nuestro entorno. No obstante, debido a la **composición por tipo de activo y a su sectorización**, nuestra economía registra un uso **menos eficiente** que el resto de estas economías más avanzadas, generando un efecto que merma la mejora de nuestra productividad.



Aquí es importantísimo señalar el **factor empresarial y su dinámica** como causa de la **evolución de la inversión** (asignación de capital a los procesos de producción). La **sobreacumulación de capital** durante un periodo prolongado de tiempo sobre un determinado tipo de activos (inmobiliarios, comerciales) **generó una menor asignación de recursos** hacia otro tipo de activos (maquinaria y equipos – digitalización – I+D+i) pudiéndose generar **excesos de capacidad y una menor eficiencia productiva** con ciertos efectos duraderos. Estos efectos pueden amplificarse dependiendo del sector de actividad y del tamaño empresarial entre otros.

La **capacidad de las economías** para aprovechar bien los factores productivos y **mejorar la eficiencia permite mejoras de la productividad**. Una mayor coordinación pasa, necesariamente, por mejorar los mecanismos que favorecen una mayor acumulación y aprovechamiento del capital humano. Este aspecto, en cierta medida, **permite una mejora de las cualificaciones y de la empleabilidad de la población activa** ante los desafíos demográficos, del avance de las nuevas tecnologías y de la orientación sectorial que precise la satisfacción de la demanda futura de familias y empresas. Aquí es **clave el factor empresarial y su acción económica específica de asignación de recursos a través de la inversión**. En la medida en que se disponga de un **marco institucional y regulatorio que permita realizar estos ajustes a un menor coste**, se proveerá de las soluciones más eficientes desde el ámbito de lo económico.

Junto con lo anterior, este patrón de crecimiento económico no soslaya la necesaria corrección de desequilibrios que muestra nuestra economía, con especial relevancia en el mercado laboral, en el mercado de la vivienda o en el ámbito de nuestras cuentas públicas, entre otros. De esta forma, es posible que, **junto con unos resultados positivos en términos agregados**, se produzca, con cierta frecuencia, un **desajuste** o descoordinación de los procesos de asignación en el **marco microeconómico**.

En este sentido, el informe de Funcas (2025), a través de la encuesta realizada a la población española, evidencia esta brecha entre la macroeconomía y la microeconomía y también pone de manifiesto que **el aparente éxito agregado no se traslada a sus componentes individuales**. Por ejemplo, **el PIB per cápita crece de manera paulatina**, la **productividad** por trabajador se ha visto **estancada** y hay **desajustes** considerables en las **cualificaciones de los trabajadores**. De esta forma, **la presión fiscal** que soportan las rentas medias y las actividades económicas **se ve acrecentada en términos relativos**. **Un elevado porcentaje de nuestra población activa**, si lo medimos en términos comparativos con el promedio de la UE, **no encuentra un puesto de trabajo en España**. Igualmente, **un amplio porcentaje (10%) de la población ocupada** desea prestar más horas en sus servicios laborales, **el doble que la media europea**. Asimismo, se observa que **la rentabilidad sobre los recursos propios**, en términos nominales de las empresas de menor dimensión, **se sitúa en el entorno del 4,4%**. Este dato es significativamente inferior, en términos comparativos, que el umbral del coste de capital asociado a la rentabilidad libre de riesgo y las primas correspondientes por mercado y tamaño empresarial, lo que **no incentivaría una mayor inversión**.



Ante esta paradoja económica, el trabajo de Rezza Baqaee y Farhi (2017) resulta esclarecedor para entender la ruptura entre ambos planos. Los autores demuestran que los **efectos de los shocks microeconómicos en determinados sectores tienen un impacto macroeconómico desproporcionado**. Ello se debe a factores como las elasticidades de sustitución, las no linearidades en la producción y las redes *input-output*. En consecuencia, la **economía puede mostrar una estabilidad a nivel agregado y estar expuesta a riesgos que se originan en su base microeconómica**.

Este apartado se propone explorar los factores detrás de esta dualidad: cómo la coyuntura económica española, en el plano **de los principales agregados macroeconómicos**, exhibe cierta **fortaleza**, pero, cuando se revisan determinados fundamentos que soportan la competitividad de la economía, se evidencian ciertos **desequilibrios** que condicionan la situación económica de los agentes. Más concretamente, se demuestra cómo **el crecimiento de la economía española se define como extensivo y no intensivo**, permitiendo que coexistan, en la misma realidad, un crecimiento económico acelerado y una productividad estancada, una tasa de desempleo cada vez menor y desajustes en la cualificación, mayor crecimiento y menos inversión empresarial. Para ello se desagregan y analizan los componentes de los indicadores, evaluando la realidad económica española desde distintas aristas y niveles con el fin de identificar los componentes que definen esta incongruencia.

Analizar la evolución del crecimiento económico en España y su comparación con el resto de los países de la región constituye un punto de partida esencial para comprender la dicotomía planteada. Para ello se realiza un análisis comparativo y también se estudia la diferencia entre los valores esperados y observados para España.



3.2. Desajustes en un contexto de crecimiento agregado

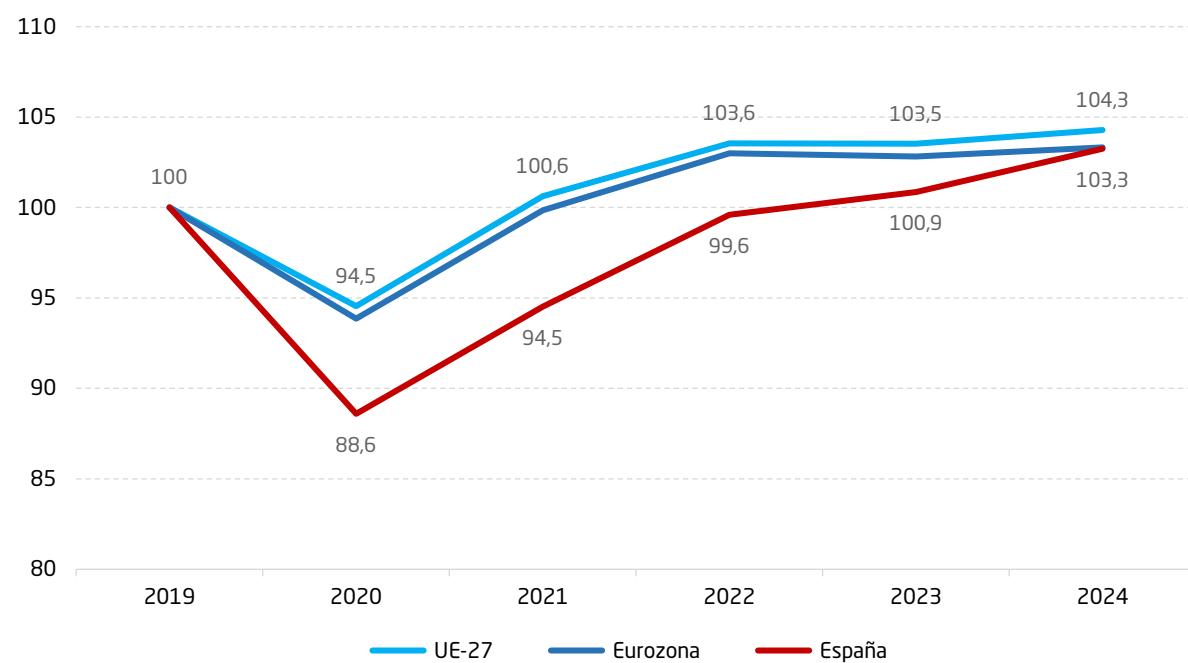
Aunque la economía española ha mostrado un crecimiento agregado positivo en comparación con la UE, esta fortaleza macroeconómica no se ha traducido en mejoras equivalentes en algunos indicadores más vinculados con la competitividad y el bienestar social. Para comprender esta brecha es necesario analizar la evolución de estos indicadores que determinan la calidad del crecimiento: el PIB per cápita, la productividad, el capital humano y físico o la inversión empresarial, entre otros.

Un punto de partida es el PIB per cápita. **A diferencia del PIB total, la evolución del PIB per cápita incorpora tanto el crecimiento de la actividad como los cambios en la población y en el empleo, y permite observar si la expansión económica se está traduciendo en mejoras reales para los individuos.** Como se muestra en el Gráfico 12, la evolución del PIB per cápita ofrece una imagen menos favorable que el PIB agregado, anticipando varios de los desequilibrios que se analizan en las secciones posteriores.

GRÁFICO 12

Evolución del PIB per cápita, UE-27, eurozona y España

Niveles 2019 = 100



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

A pesar de la **evolución positiva que muestra el PIB de España en los últimos años** (con tasas de crecimiento sistemáticamente superiores a la media de la UE), esta evolución **no se traslada al PIB per cápita**. El PIB per cápita, como muestra el Gráfico 12, **se mantiene por debajo del nivel de la UE y la eurozona durante todo el periodo y se aproxima a la convergencia únicamente a partir de 2024**. Esta brecha entre el crecimiento del PIB agregado y el crecimiento del PIB per cápita **indica que el buen desempeño macroeconómico no se traduce, necesariamente, en mejoras equivalentes del bienestar**.

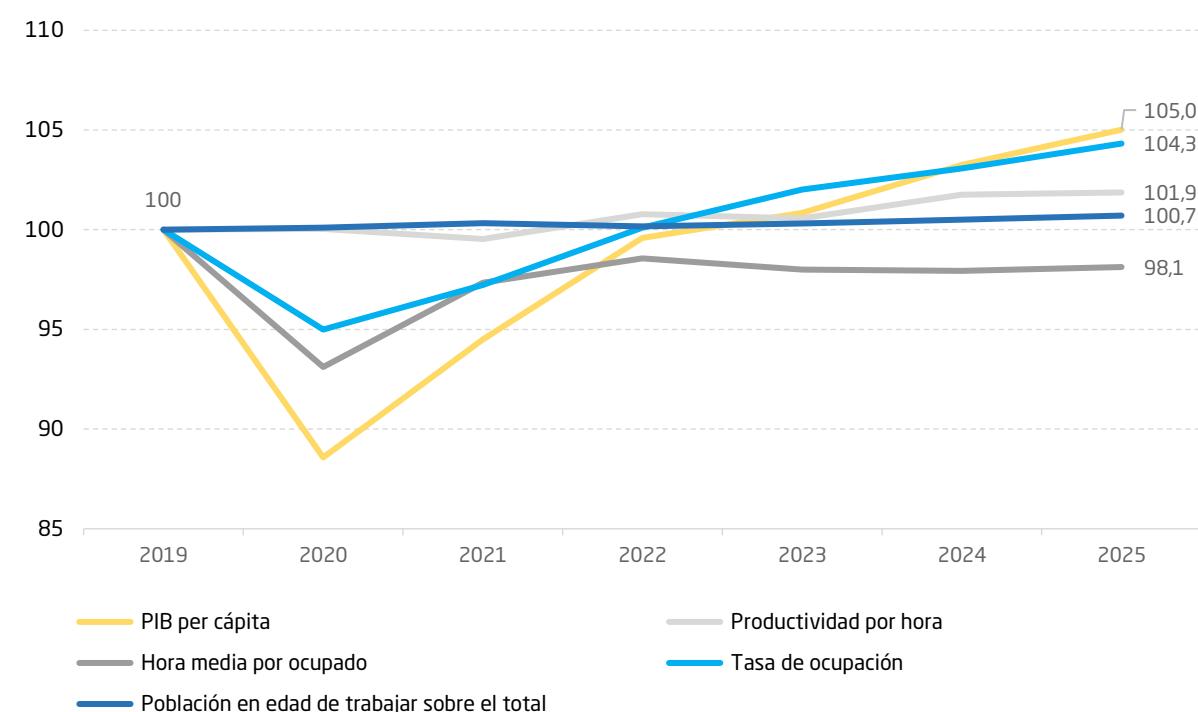
Una parte relevante de esta diferencia se haya en la propia composición del crecimiento en España. **El crecimiento del PIB se apoya**, en parte, **en el aumento poblacional, no en incrementos de la productividad**. En otras palabras, **el crecimiento agregado refleja una economía que crece por cantidad, y no tanto por mejoras en la eficiencia o en el valor añadido generado por trabajador**. Esta dinámica limita la convergencia en PIB per cápita y contribuye a explicar por qué **los buenos resultados macroeconómicos conviven con debilidades persistentes en el plano micro**.



GRÁFICO 13

Evolución de los componentes del PIB per cápita, España

Niveles, 2019 = 100



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

Al efectuar una **descomposición del PIB per cápita**, siguiendo la metodología propuesta por De la Fuente y Doménech (2023), el Gráfico 13 recoge la evolución de cuatro factores: la **productividad**, las **horas medias trabajadas por ocupado**, la **tasa de ocupación** y el **peso relativo de la población en edad de trabajar sobre el total**.

Entre estos componentes, la **tasa de ocupación** es la que registra el **mayor incremento**, alcanzando un valor de **104,3 en 2025**. En contraste, las **horas medias trabajadas por ocupado** presentan el nivel más bajo dentro del PIB per cápita: fue el **factor que más se redujo durante la pandemia y en 2025 se sitúa en 98,1**. Esto implica que, **entre 2019 y 2025**, dicho **componente ha sido el que más ha contribuido a la caída del PIB per cápita**.

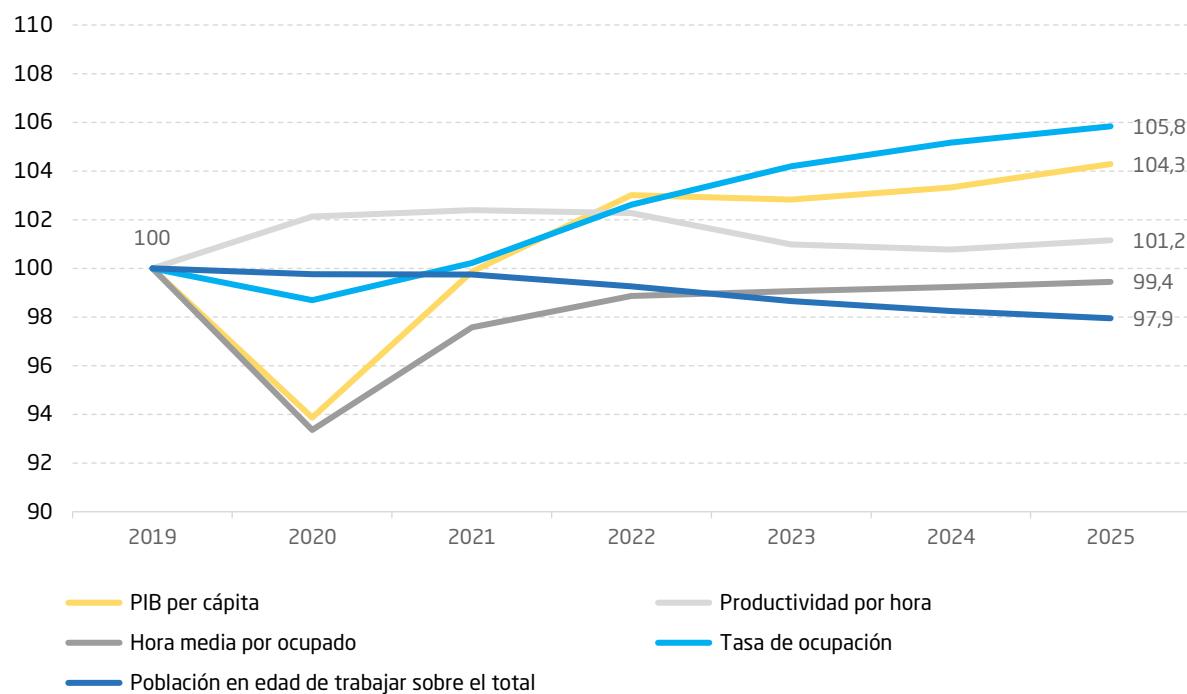
En cuanto a la **productividad** y al **peso relativo de la población en edad de trabajar**, ambos componentes muestran una **evolución estable y creciente** a lo largo del ciclo económico, sin variaciones significativas en el **periodo 2019-2025**. De hecho, los **valores en el año 2025** de la productividad y el peso relativo de la población en edad de trabajar son **101,9 y 100,7** respectivamente.

Con esto podemos ver los **desequilibrios estructurales que existen en la economía española**, con una **productividad estancada** en los últimos años, una **caída de las horas medidas trabajadas por ocupado** y una **tasa de ocupación creciente pero incapaz de compensar los desequilibrios del resto de los componentes**.

GRÁFICO 14

Evolución de los componentes del PIB per cápita, eurozona

Niveles 2019 = 100



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

Siguiendo con la **descomposición del PIB per cápita**, según la metodología propuesta por De la Fuente y Doménech (2023), el Gráfico 14 muestra un **patrón distinto de la eurozona en comparación con España**.

A nivel agregado, la **tasa de ocupación** ha experimentado un **crecimiento continuo y progresivo desde el año 2019**, siendo el **elemento con una mayor contribución** al crecimiento del PIB per cápita, con un **valor** del índice en 2025 igual a **105,8**.

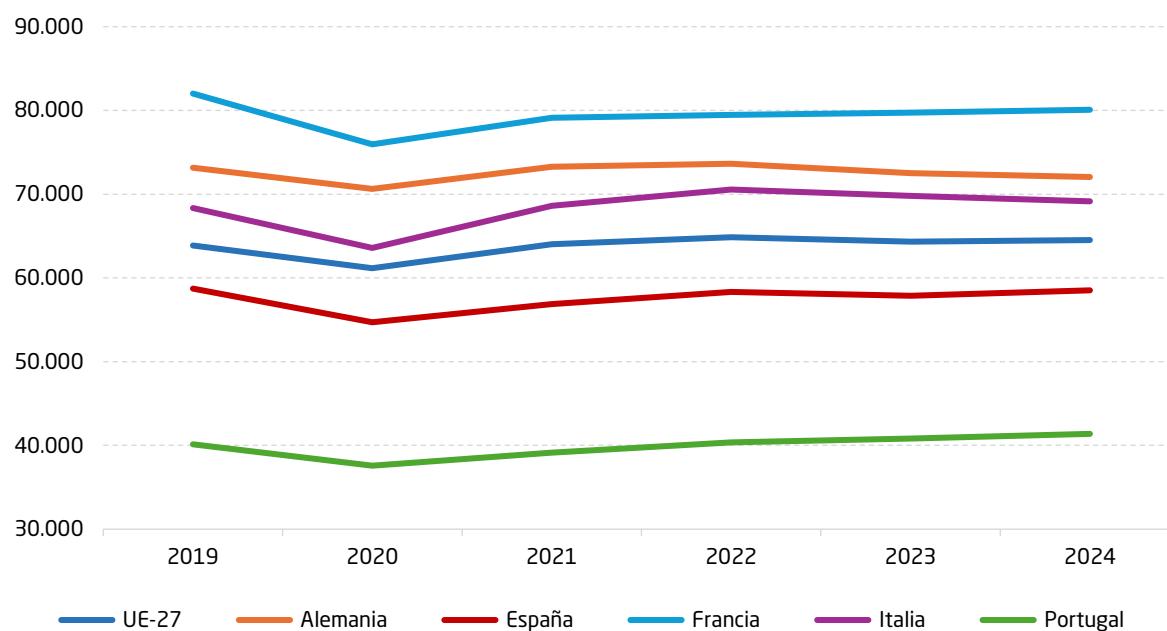
Del mismo modo, la **productividad por hora** experimentó, al igual que la tasa de ocupación, un **crecimiento en el 2025 respecto al 2019**. Además, se puede observar el carácter contracíclico de la productividad, incrementando en el periodo 2019-2022 y decreciendo en el periodo 2022-2025; siendo el valor del índice, en **el último año, igual a 101,2**, y convirtiéndola en el **segundo elemento que más ha contribuido para el incremento del PIB per cápita a nivel europeo**. Por otro lado, las **horas medidas por ocupado** y la **proporción de población en edad de trabajar sobre el total han caído a niveles inferiores a 2019**.

En términos de productividad y desequilibrios estructurales, se observa con estos datos que, a diferencia de España, en el **promedio de la eurozona la productividad ha crecido con el paso de los años**, quedando demostrado el **estancamiento en España**, como se ha comentado en apartados anteriores.

GRÁFICO 15

Evolución de la productividad (PIB real por trabajador), UE-27 y España

Euros de 2020, 2019-2024



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



Como muestra el Gráfico 15, **la productividad de la economía española se sitúa, de forma persistente, entre las más bajas de la UE**. En los últimos años España ha mantenido niveles de alrededor de 58.000 euros por trabajador, una cifra significativamente inferior al estándar europeo. Esta brecha refleja un problema estructural: la economía española genera menos valor añadido por trabajador que la mayoría de las economías comparables.

Los niveles de productividad sirven para entender la evolución del PIB per cápita. Dado que el nivel de renta por habitante se descompone en factores demográficos, tasa de empleo y productividad, un país con productividad reducida parte con una desventaja estructural. Incluso con altos niveles de empleo, **el PIB por habitante no puede converger hacia los niveles de las economías más avanzadas si la productividad por trabajador sigue siendo baja**.

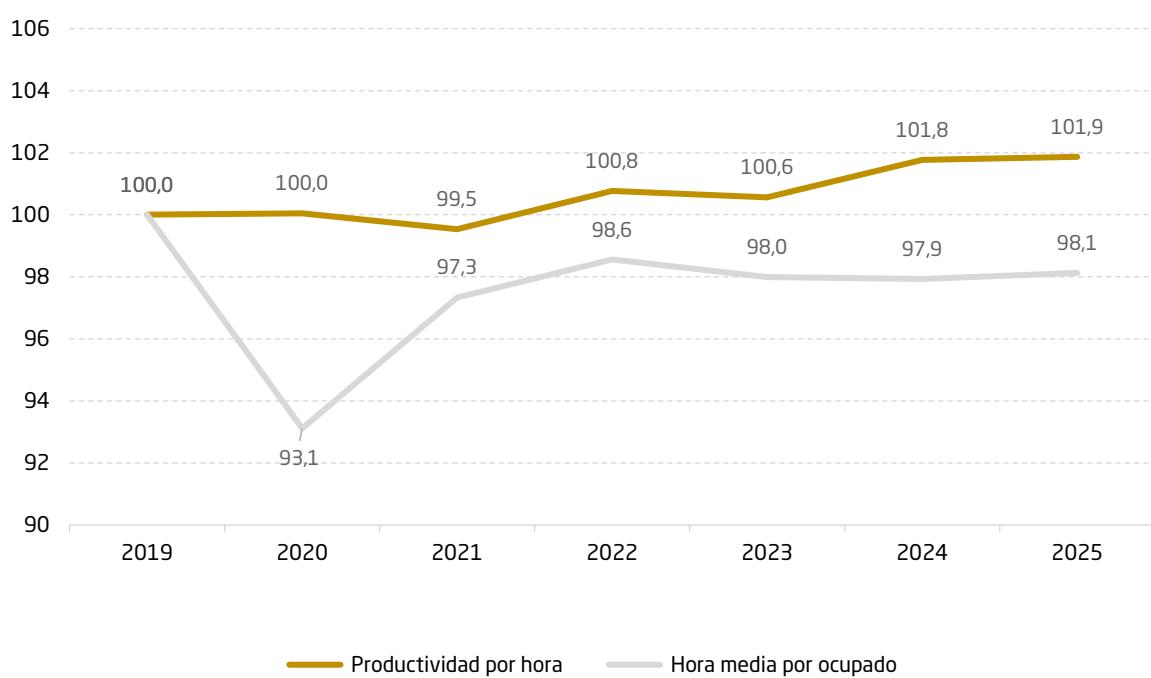
De acuerdo con el Gráfico 16, la evolución de la **productividad en España, entre 2019 y 2025, refleja un estancamiento estructural**. La **productividad por hora trabajada** apenas avanza un **1,9% en siete años**, mientras que las **horas medias trabajadas por ocupado** se mantienen prácticamente constantes tras el ajuste de 2020. Este comportamiento indica que la **economía española no está generando más valor por unidad de trabajo**, lo que limita la competitividad y la mejora de la situación socioeconómica. Mientras que, en paralelo, los indicadores macro ofrecen una imagen de crecimiento económico, **las empresas continúan enfrentando dificultades para elevar su productividad o invertir en innovación**. Por ello, el Gráfico 16 ilustra, con

claridad, la **paradoja de un crecimiento agregado que no se acompaña de mejoras estructurales en el tejido productivo** de la economía española.

GRÁFICO 16

Evolución de los componentes de la productividad del trabajo, España

Niveles 2019 = 100



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

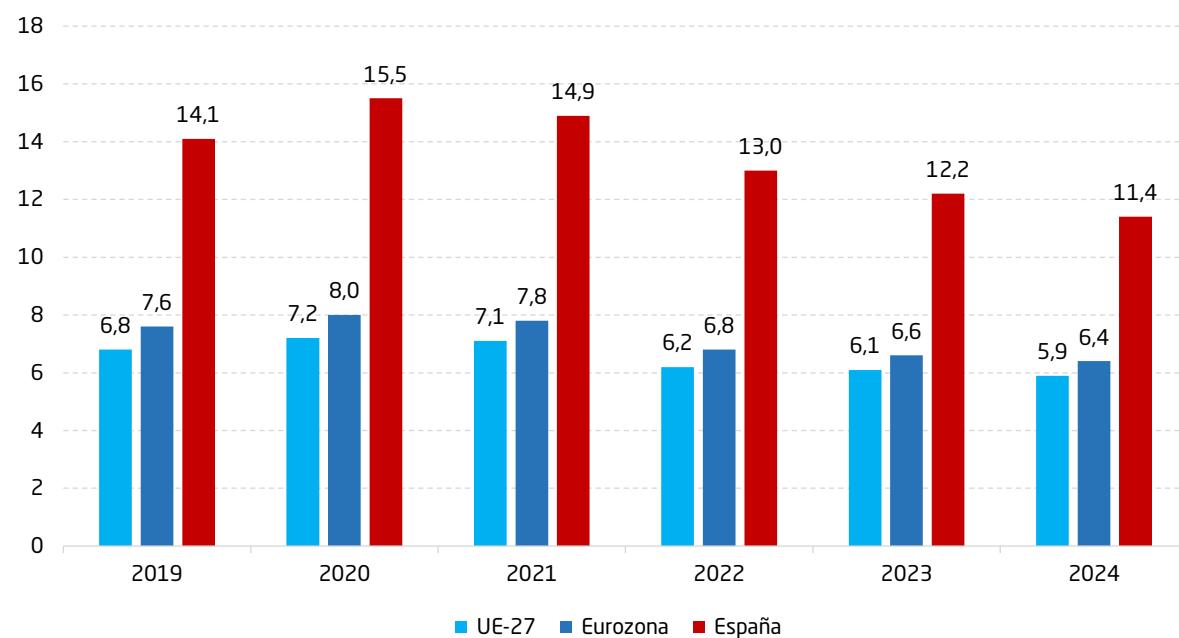
3.3. Capital humano

Desde el prisma laboral, la evolución de algunos de los principales datos del mercado de trabajo, como es la tasa de desempleo, del Gráfico 17 refuerzan los argumentos anteriores. **La economía española, con el paso de los años, ha logrado reducir su tasa de desempleo progresivamente, pero se mantiene por encima del promedio de la Unión Europea y la eurozona.** De hecho, es perceptible cómo respecto al año 2019 **dicha diferencia en las tasas de desempleo va reduciéndose**. Por ejemplo, en el año 2019 la tasa de desempleo en España fue de 14,1%, mientras que en la eurozona fue de 7,6% y en la UE del 6,8%. Pero, si se observa el último dato, año **2024**, **la tasa en España es de 11,4%, mientras que en la eurozona (6,4%) y la Unión Europea (5,9%)** siguen siendo menores.

GRÁFICO 17

Evolución de la tasa de desempleo (%) en la UE-27, eurozona y España

2019-2024



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



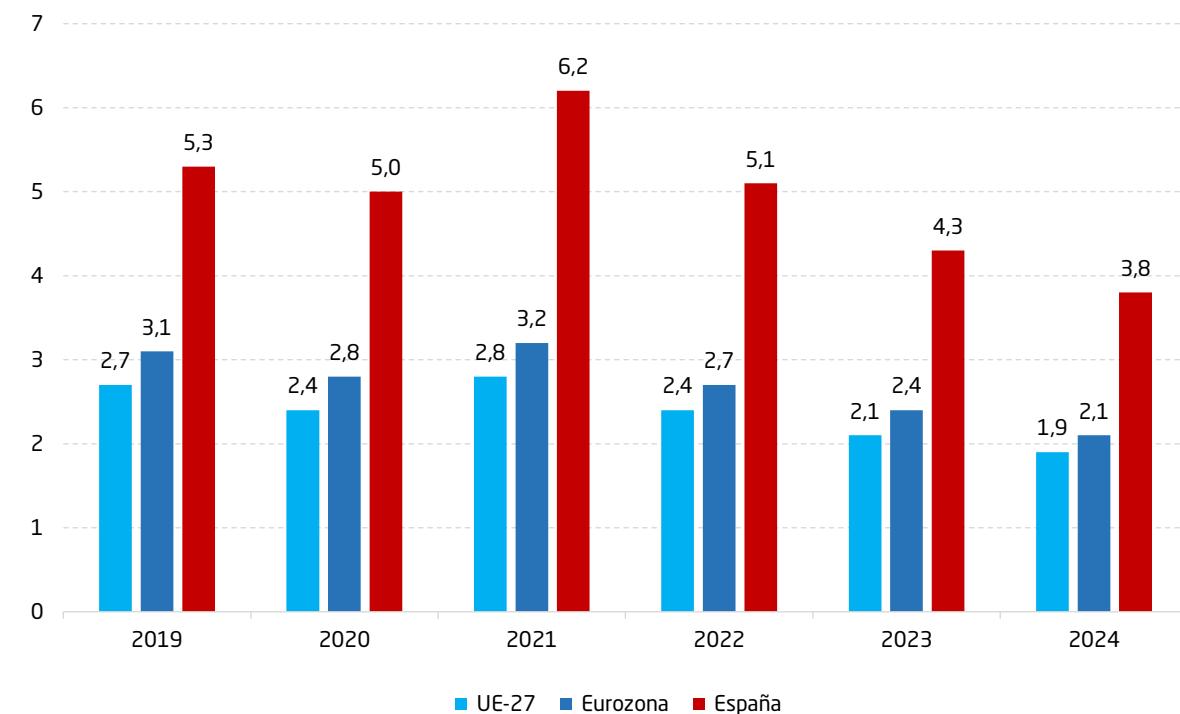
Estos datos refuerzan la idea de que la economía española avanza en términos agregados, pero lo hace sobre una base frágil. **La persistencia de una brecha con Europa refleja que el crecimiento económico tiene un carácter intensivo**, mientras que se mantienen los desequilibrios estructurales. En este sentido, **la caída del desempleo convive con un estancamiento productivo que impide acortar la distancia con los estándares europeos**.

Ampliando la perspectiva al **desempleo de larga duración**, el Gráfico 18 muestra una repetición del mismo patrón observado en la tasa de desempleo estándar. **En todos los años del periodo 2019-2024, la tasa de desempleo de larga duración en España se sitúa por encima del promedio de la Unión Europea y la eurozona**. De hecho, en el último año disponible, **2024, España registra un 3,8%, mientras que la Unión Europea y la eurozona mantienen tasas del 1,9% y 2,1% respectivamente**.

Al igual que se señalaba en el apartado anterior, los datos del desempleo de larga duración son una evidencia clara de los desequilibrios estructurales que persisten en la economía española. Estos factores explican la **discordancia entre el avance macroeconómico y la permanencia de debilidades en el plano microeconómico**.

GRÁFICO 18

**Evolución de la tasa de desempleo de larga duración (%) en la UE-27, eurozona y España
2019-2024**



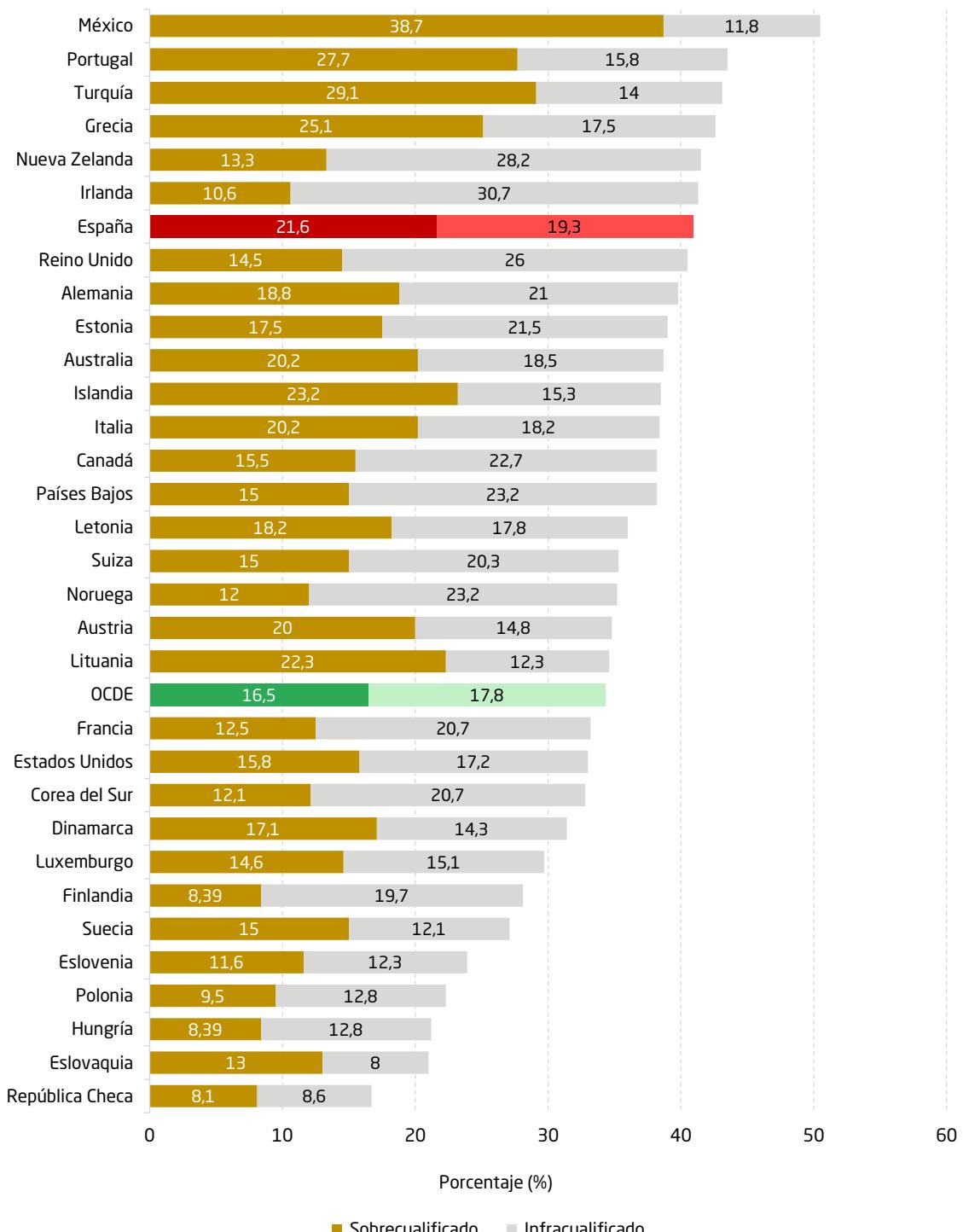
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de Eurostat.

La elevada incidencia del desempleo de larga duración conecta, directamente, con el **estancamiento de la productividad**: una parte significativa de la **fuerza laboral permanece fuera del mercado** durante periodos prolongados, lo que **reduce la acumulación de experiencia**, limita la difusión de innovación y frena la capacidad de las empresas para mejorar su eficiencia.

GRÁFICO 19

Desajustes de cualificación en la OCDE, proporción de trabajadores sobrecualificados e infracualificados en % sobre el total

2019



Nota: los datos se refieren a 2019, con las siguientes excepciones: se refieren a 2017 en el caso de Corea del Sur; a 2016 en el de Australia; y a 2015 en el caso de Turquía.

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la OCDE 2022.

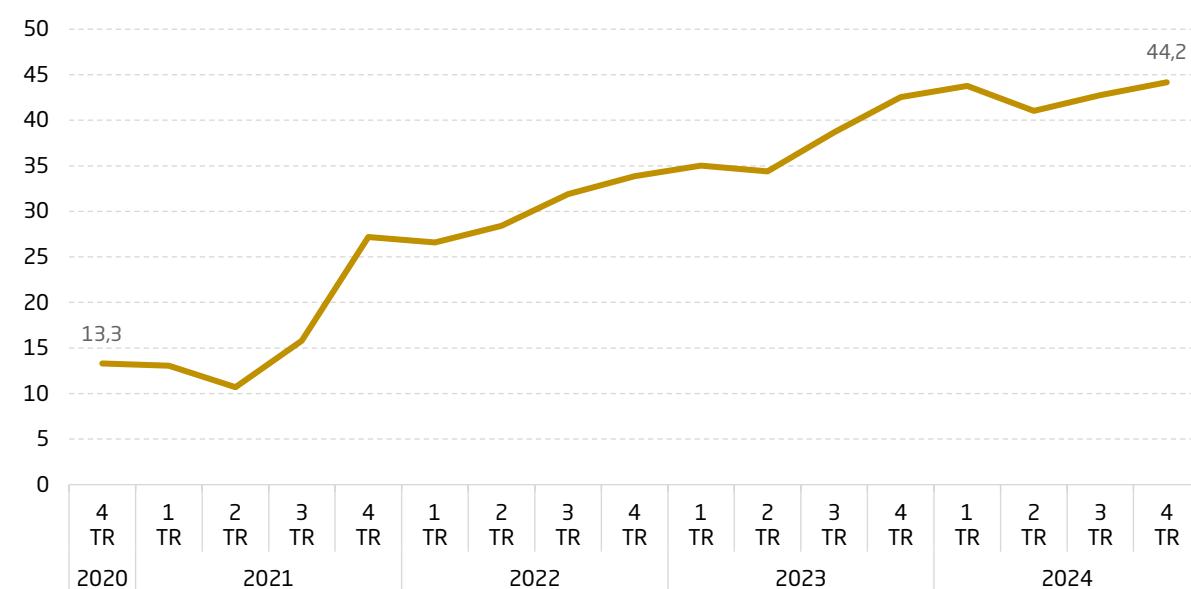


Desde la perspectiva comparada, el **desajuste de cualificación** en los países de la OCDE continúa siendo un fenómeno estructural que **limita la eficiencia del mercado laboral y reduce la productividad potencial**. El Gráfico 19 muestra, para 2022, la proporción de trabajadores **sobrecualificados e infracualificados** en cada país, permitiendo observar **hasta qué punto las capacidades reales de la fuerza laboral se alinean con las exigencias de los puestos de trabajo**.

El Gráfico revela diferencias considerables entre países. **México, Turquía y Nueva Zelanda presentan los mayores niveles agregados de desajuste**, con porcentajes que superan el **40%**, lo que sugiere mercados laborales con **dificultades para absorber perfiles formados y para ofrecer trayectorias profesionales acordes al nivel educativo**. **España** se sitúa, también, en la **parte alta de la distribución**, con un **peso notable tanto de la infracualificación como, sobre todo, de la sobrecualificación**, indicador de un problema crónico de **desajuste entre el capital humano generado** por el sistema educativo **y las necesidades reales** del tejido productivo. En contraste, países como **Finlandia, Eslovenia o Hungría** registran niveles mucho más reducidos (entre el 10% y el 20%), lo que apunta a **mecanismos institucionales y productivos más eficientes en la asignación del trabajo**.

GRÁFICO 20

Empresas que declaran que su actividad se ve condicionada por la falta de mano de obra (%), España 2020-2024



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE). Banco de España.

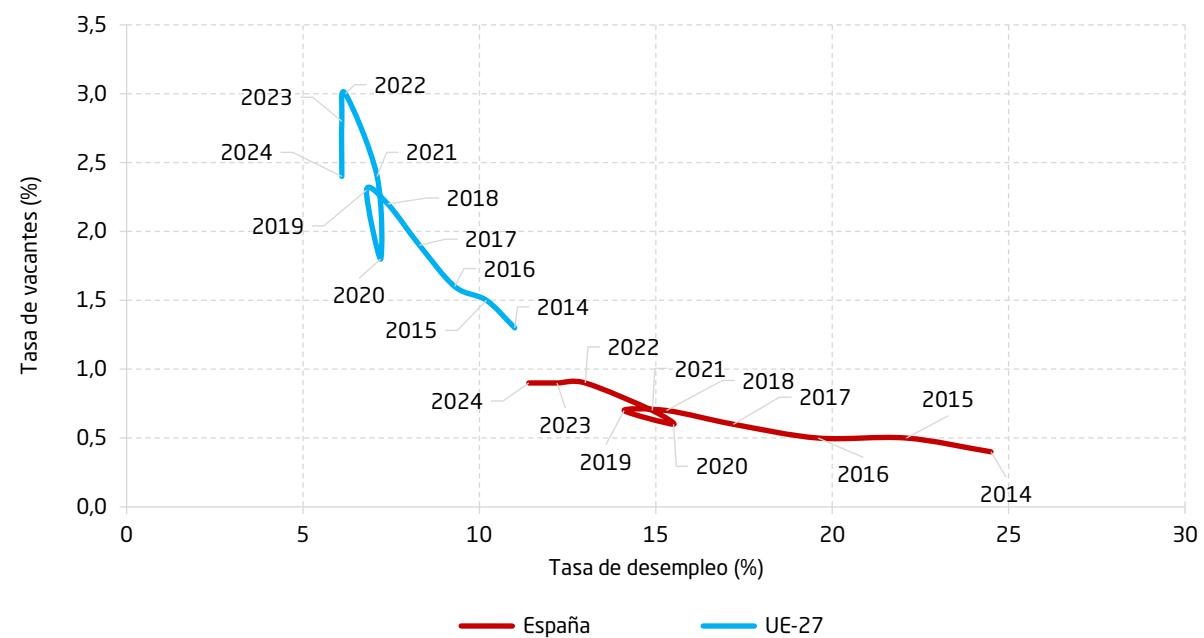
La comparación con la media de la OCDE muestra que **España se ubica, claramente, por encima del promedio**, lo que subraya la persistencia de **una brecha estructural**. Este patrón tiene implicaciones económicas relevantes: **una elevada sobrecualificación tiende a reducir la productividad marginal del trabajador** y puede generar **frustración laboral**, mientras que la **infracualificación aumenta los costes de formación en la empresa y reduce la calidad del**

desempeño. El resultado es un mercado laboral con **menor eficiencia asignativa y menor capacidad para sostener mejoras de productividad.**

La disponibilidad de mano de obra se ha convertido en un factor limitante para cada vez más empresas en los últimos años. Como muestra el Gráfico 20, la proporción de empresas cuya actividad se ve condicionada por la escasez de trabajadores ha aumentado de forma casi ininterrumpida desde 2021, alcanzando máximos en 2023-2024. Esta tendencia sugiere que, **a pesar del contexto de creación de empleo y recuperación económica, persisten tensiones en la oferta laboral.**

En algunos sectores, **la demanda de determinados perfiles supera la oferta disponible**; en otros, se observa una sobrecualificación que dificulta la adecuación entre formación y puesto de trabajo. En general, existe un desajuste entre las necesidades empresariales y la oferta laboral porque **no hay suficientes trabajadores con las competencias concretas que las empresas requieren. La estructura formativa no está alineada con la demanda del tejido productivo**, y eso genera escasez aun cuando hay miles de personas buscando empleo. **Estos desequilibrios contribuyen a explicar por qué persisten las dificultades para cubrir determinados puestos a pesar de un mercado laboral aparentemente dinámico.**

GRÁFICO 21
Relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo (curva de Beveridge), España y UE-27 2014-2024



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

El Gráfico 21 muestra **la evolución de la curva de Beveridge para España y la UE durante la última década.** Esta curva relaciona la tasa de desempleo con la tasa de vacantes. Ambas

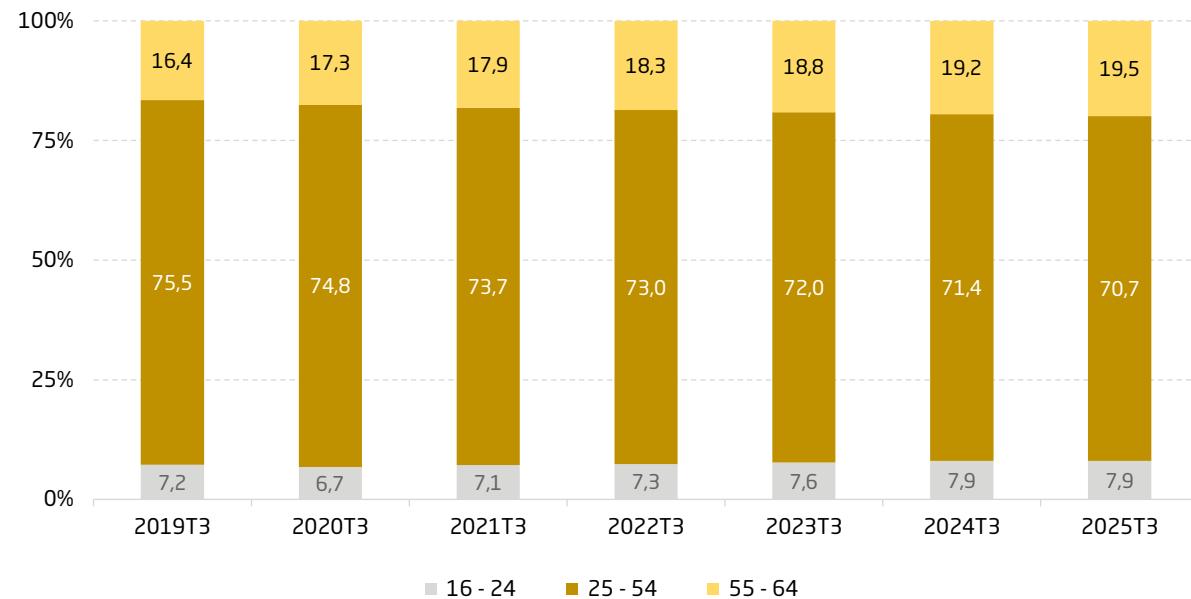
economías cumplen la relación habitual: cuando el paro cae, las vacantes aumentan, y viceversa. Sin embargo, la posición relativa de cada curva es muy distinta. **Con tasas de desempleo sistemáticamente más elevadas, España se sitúa, de forma persistente, por debajo de la UE en niveles de vacantes.**

La pendiente de cada curva aporta información adicional sobre el funcionamiento del mercado laboral. En la UE-27, la curva es claramente más inclinada: cuando baja el paro, las vacantes aumentan con mayor intensidad, y cuando el paro sube, las vacantes disminuyen notablemente. Es decir, **el mercado laboral europeo reacciona con más intensidad a las fases del ciclo**, con empresas que crean y destruyen vacantes más rápidamente y un sistema de emparejamiento más sensible a los cambios de actividad.

En España, por el contrario, la curva es mucho más plana. **Aunque el desempleo varía de forma significativa a lo largo del ciclo, las vacantes apenas se mueven**: cuando el paro baja, las vacantes suben muy poco; cuando el paro aumenta, tampoco caen mucho. Esta falta de sensibilidad cíclica apunta a un **mercado laboral poco eficiente con un elevado componente estructural, menor rotación y una capacidad limitada para generar nuevas oportunidades de empleo incluso en fases de expansión**. A pesar de que el volumen agregado de vacantes es reducido, dentro de las existentes muchas empresas siguen encontrando dificultades para cubrir ciertos perfiles.

GRÁFICO 22

Población activa en España por tramos de edad. % sobre la población de 16 a 64 años 2019-2025



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

La evolución en los próximos años de la **estructura demográfica española** es uno los principales retos que debe afrontar nuestra economía, cuestión que tendrá un importantísimo impacto en el mercado de trabajo, en nuestro sistema de bienestar, así como en la política de migración. En particular, en el mercado de trabajo, el Gráfico 22 muestra la **evolución de la población activa en España entre 2019 y 2025**, segmentado en tres tramos de edad: **16-24, 25-54 y 55-64 años**. Con el paso de los años, se observa una **reducción progresiva del peso relativo del grupo de 25 a 54 años**, al mismo tiempo que se **incrementa la participación del grupo de mayor edad** (55 a 64 años) y **se mantiene con escasas oscilaciones el peso relativo del grupo joven** (16 a 24 años).

Esta evolución demográfica **nace de una estructura poblacional envejecida** con implicaciones directas sobre la desconexión entre el plano macro y micro. Pues la **creciente presencia de trabajadores de mayor edad y escasa renovación generacional limita la capacidad de adaptación del mercado laboral**. Es por ello por lo que, **aunque el empleo agregado crezca**, a nivel micro se percibe una **menor productividad efectiva por la falta de ajuste laboral hacia sectores más recientes, dinámicos e innovadores**. Además, la **baja participación juvenil en la población activa refleja dificultades de acceso al empleo**, siendo una de las causas de que España sea el país europeo con mayor porcentaje de **sobrecualificación laboral**.

3.4. Capital físico y tecnológico

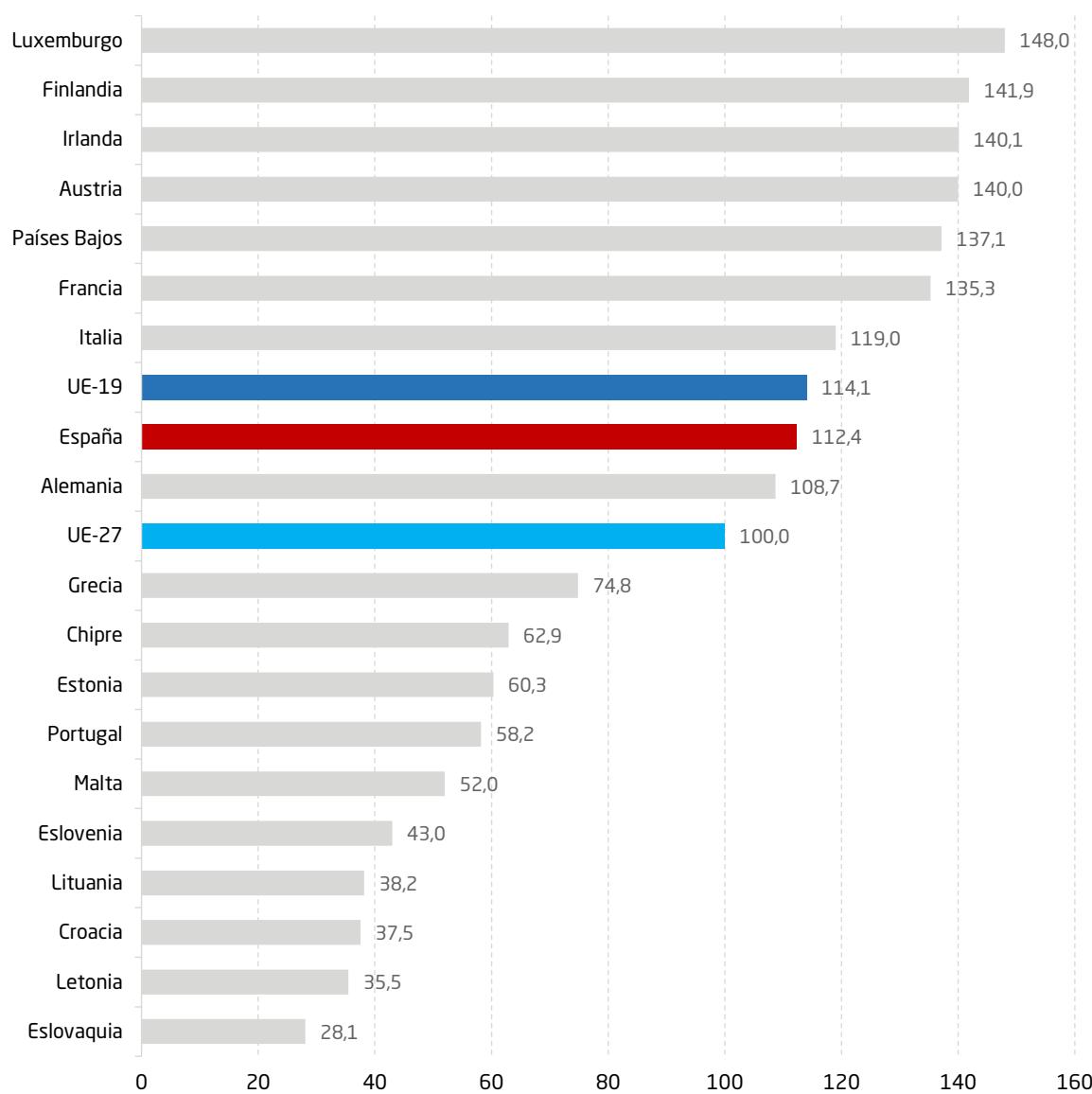
Como muestra el Gráfico 23, **España se sitúa en octava posición en términos de stock neto de capital por ocupado**, por detrás de países como los Países Bajos, Francia o Italia, y ligeramente por encima de Alemania y la media de la UE-27. A primera vista, **este resultado podría interpretarse como una señal positiva, al reflejar un stock de capital por trabajador relativamente elevado** en comparación con otras economías europeas. Sin embargo, esta posición se debe, en parte, a una menor tasa de ocupación y una mayor tasa de paro que las del resto de los países analizados.



GRÁFICO 23

Stock neto de capital por ocupado, comparativa internacional

Euros de 2020, 2023



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la Comisión Europea (AMECO), Fundación BBVA e IVIE.

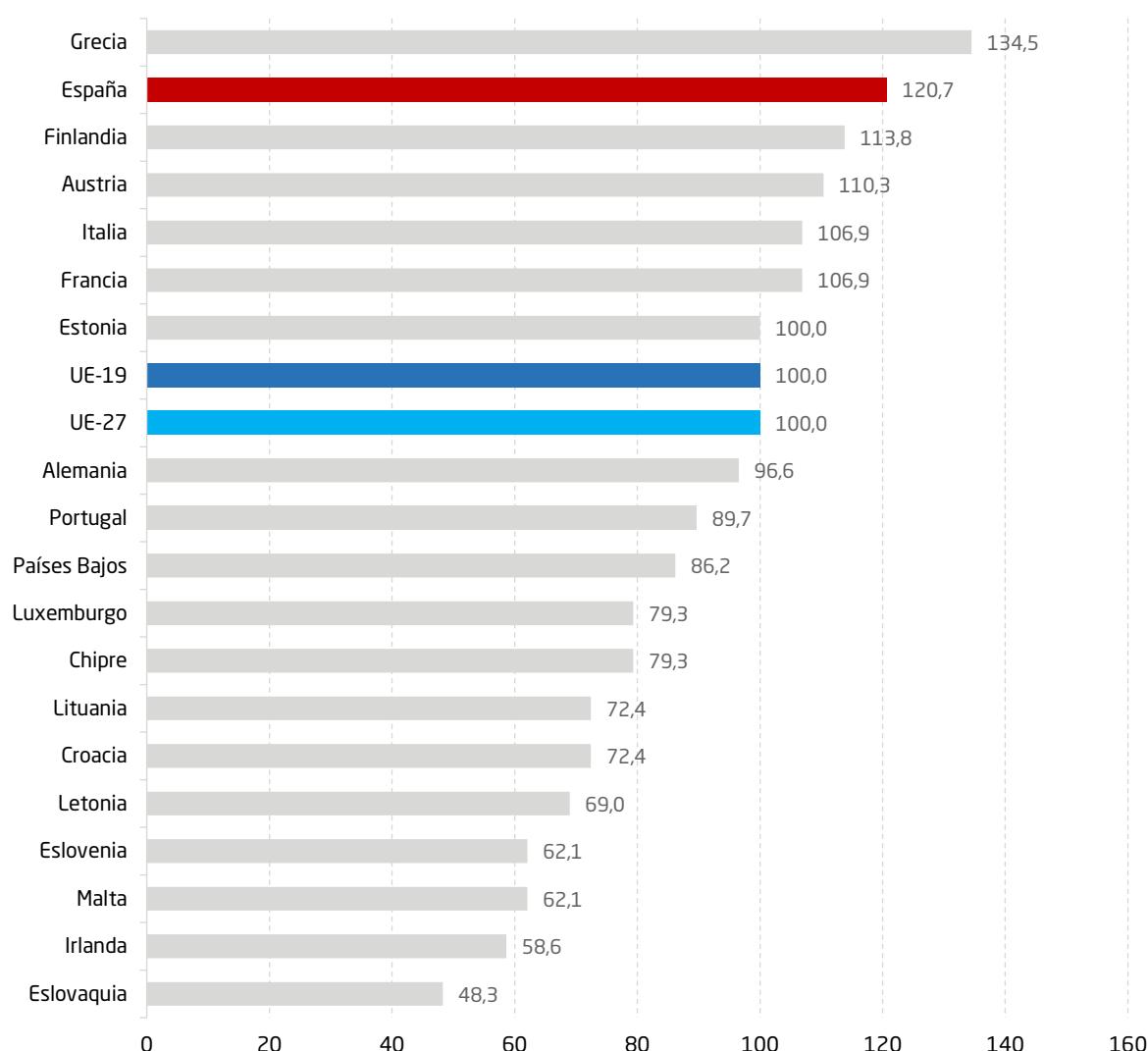
Cuando el empleo es reducido en relación con el stock total de capital, el nivel de capital por ocupado puede aparecer artificialmente inflado. Bajo estas circunstancias, un valor elevado solo es económicamente positivo si está asociado a altos niveles de productividad. En el caso de España, es señal de una insuficiente utilización de los recursos disponibles tanto de capital como de trabajo.



GRÁFICO 24

Stock neto de capital por unidad de producto, comparativa internacional

Euros de 2020, 2023

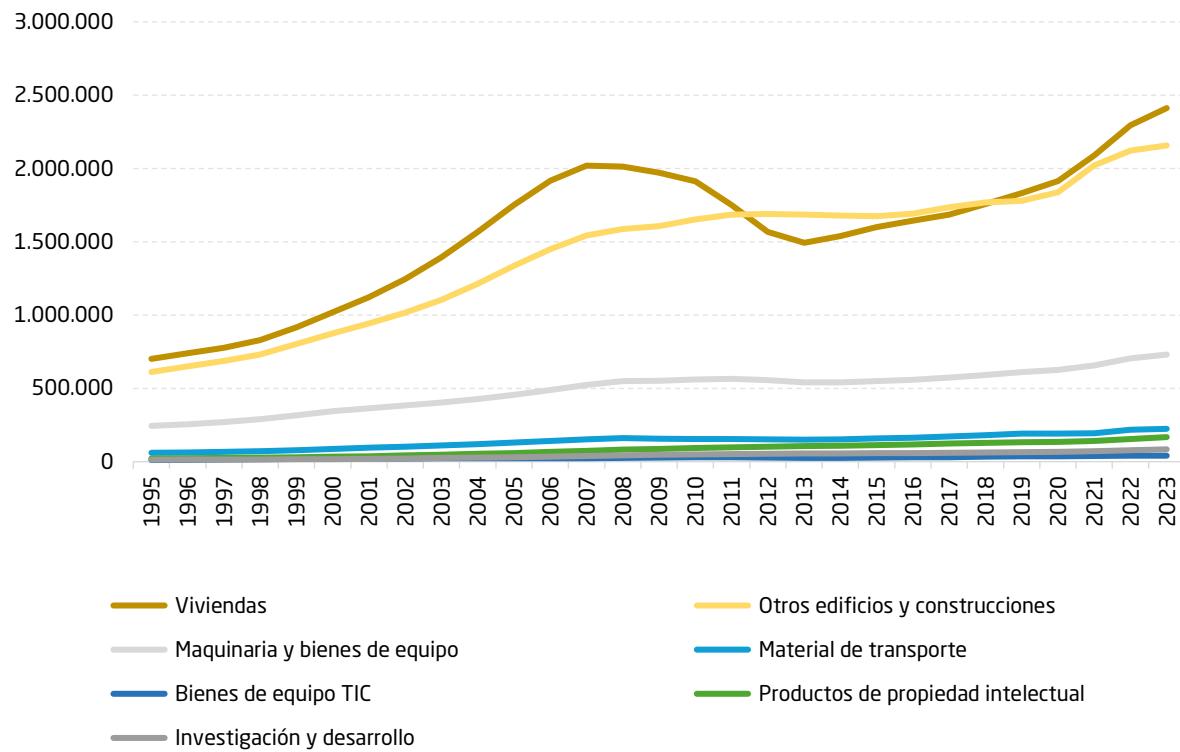


Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la Comisión Europea (AMECO), Fundación BBVA e IVIE.

El Gráfico 24 muestra el **stock neto de capital por unidad de producto**, en el cual **España se sitúa en segunda posición, únicamente por detrás de Grecia**. Este resultado vuelve a reflejar la baja productividad y la ineficiente utilización del capital acumulado en España, ya que un mayor *stock* de capital por unidad de PIB implica que se requiere más capital para generar el mismo nivel de producción. **La posición de España indica una menor eficiencia del capital invertido en comparación con el resto de las economías europeas**, lo cual refuerza el diagnóstico de desequilibrios estructurales en la asignación y el uso de los factores productivos.



GRÁFICO 25
Stock neto de capital fijo por activo, España
1995-2023



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

Como muestra el Gráfico 25, la evolución del **stock neto de capital fijo muestra un crecimiento desigual entre activos**. La estructura productiva en España se apoya, principalmente, en activos tradicionales (viviendas y otros edificios y construcciones), mientras que los activos más vinculados al crecimiento de la productividad han avanzado en todo el periodo a un ritmo muy inferior. Incluso en el último periodo (2019-2023) los activos inmobiliarios tienen un crecimiento bastante significativo.

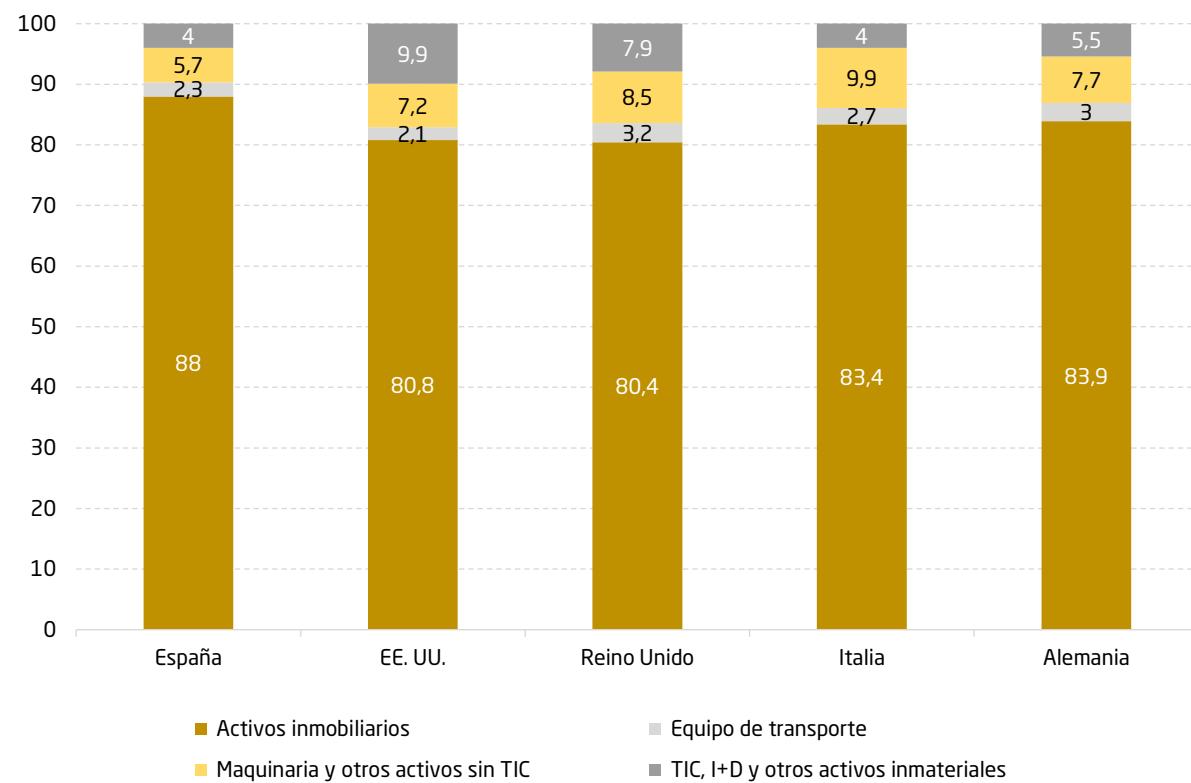
Los dos grandes bloques de construcción concentran la mayor parte del capital y son los que más crecen en la última década, impulsados por la recuperación del ciclo inmobiliario. En cambio, activos directamente relacionados con la mejora de la eficiencia productiva (maquinaria y bienes de equipo, bienes TIC, intangibles e I+D+i) muestran unos niveles mucho más bajos y una trayectoria más moderada.

Este patrón confirma que el proceso de acumulación de capital en España sigue siendo intenso en activos de bajo impacto en productividad, mientras que la inversión en activos tecnológicos e intangibles, los que elevan el capital por trabajador y permiten ganancias de eficiencia duraderas, permanece rezagada.

GRÁFICO 26

Stock neto de capital fijo por activo (% del total), comparativa internacional

2023



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la Fundación BBVA.

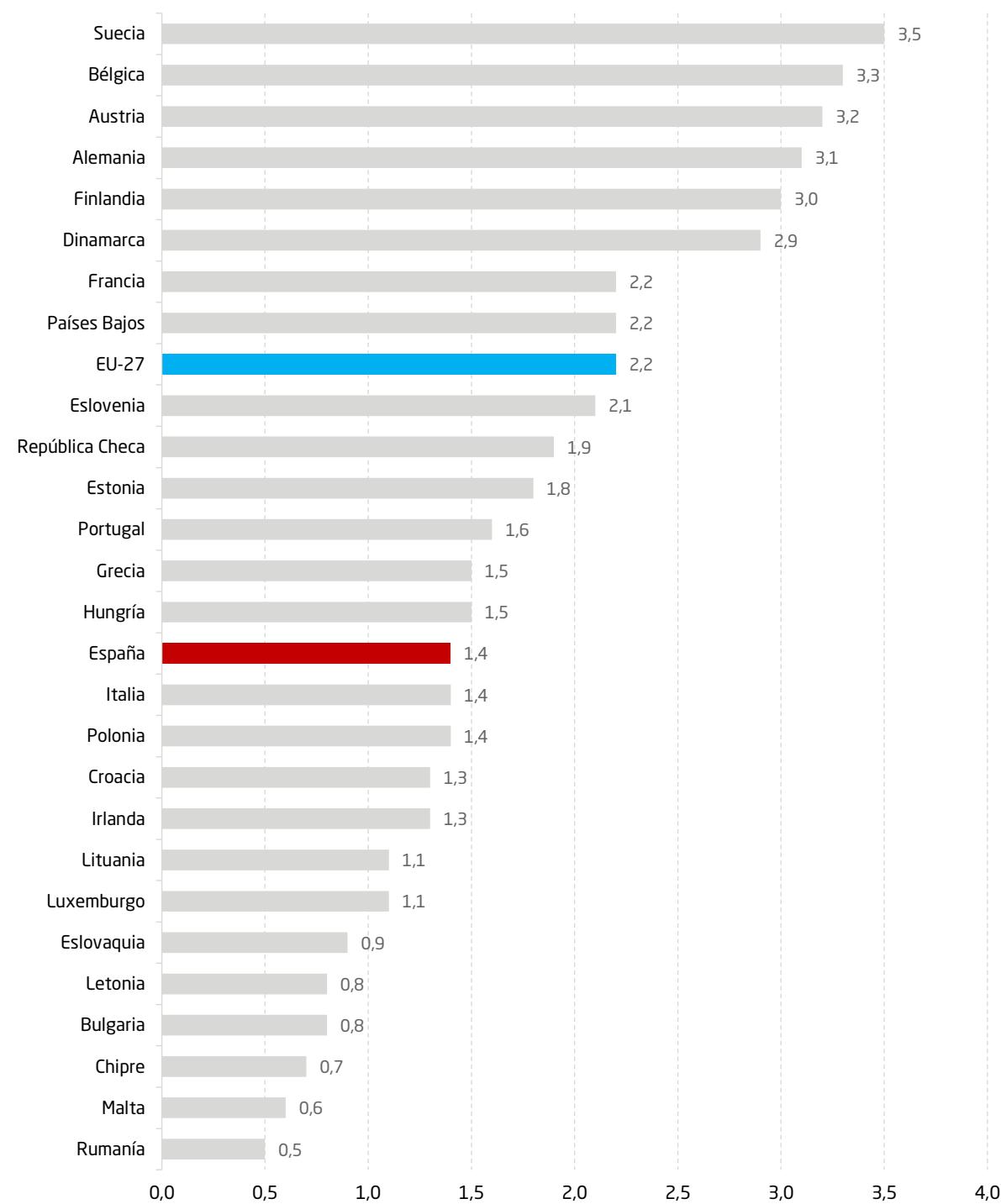
El Gráfico 26 muestra la composición del *stock* neto de capital fijo por tipo de activo en varias economías avanzadas. **España se caracteriza por un peso elevado de los activos inmobiliarios, que representan alrededor del 88% del total del capital fijo**, por encima de Alemania (83,9%), Italia (83,4%), el Reino Unido (80,4%) y Estados Unidos (80,8%), que presentan estructuras más equilibradas.

Por otro lado, **los activos más vinculados al crecimiento de la productividad** (maquinaria y otros activos no TIC, equipos TIC, I+D+i y otros activos inmateriales) **tienen un peso notablemente menor en España**. En particular, **la maquinaria y otros activos sin TIC representan apenas el 5,7%, frente al 7%-10% en las principales economías comparadas**. Los activos TIC, I+D+i e intangibles suponen, únicamente, el 4% en España, el 5,5% en Alemania, el 7,9% en el Reino Unido o el 9,9% en Estados Unidos.

GRÁFICO 27

Gasto en I+D+i como porcentaje del PIB, EU-27 y España

Promedio 2019-2024



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



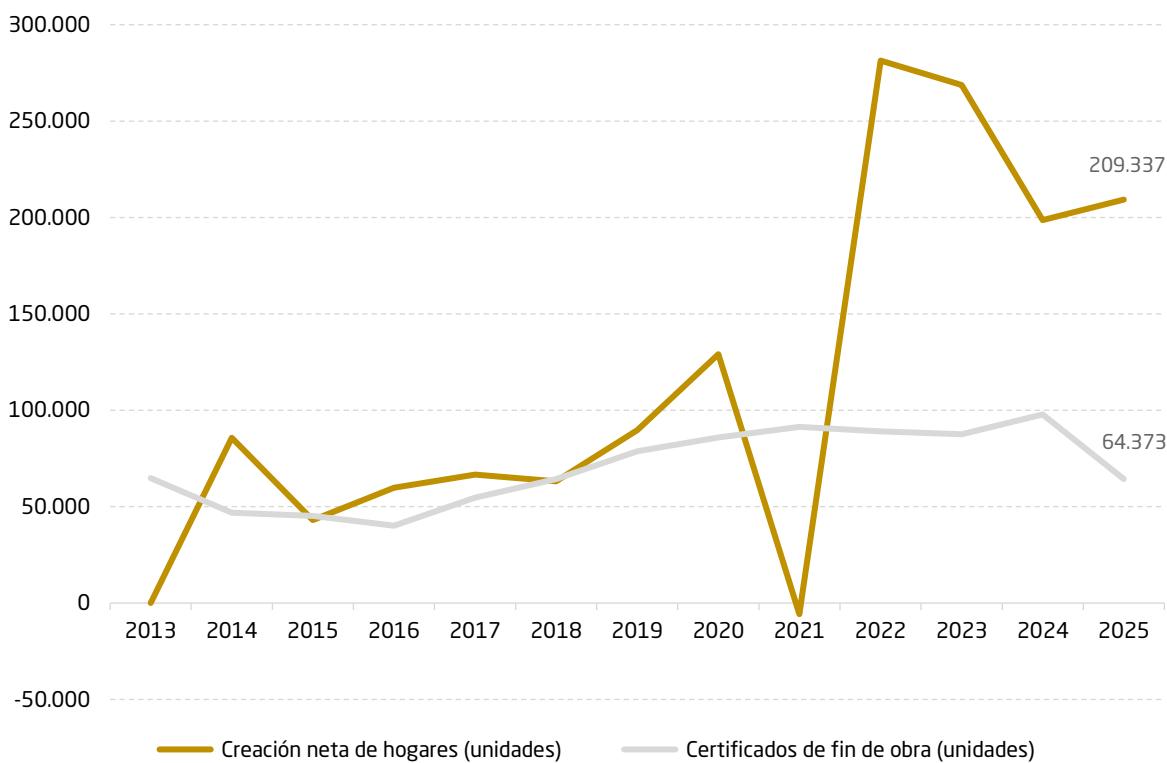
El gasto en I+D+i sitúa a España muy por debajo de otras economías europeas, como se observa en el Gráfico 27. Mientras que los países del norte de Europa superan el 3% del PIB y la media de la UE-27 se sitúa en torno al 2,2%, **España permanece en torno al 1,4%, por detrás, incluso, de países con un nivel de renta similar**.

Esta falta de inversión en conocimiento tiene consecuencias directas sobre el tejido productivo. Entre otras cosas, limita la capacidad de las empresas para incorporar tecnologías avanzadas, innovar en procesos y desarrollar intangibles, y **se traduce en una menor acumulación de capital productivo** (como pueden ser maquinaria, TIC o propiedad intelectual). Naturalmente, **este déficit de inversión en capital productivo contribuye al estancamiento observado de la productividad**.

GRÁFICO 28

Viviendas y creación neta de hogares en España

2013-2025



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del INE y del Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

El análisis de la productividad en la economía española revela una persistente debilidad estructural que condiciona su crecimiento potencial. **A pesar de la recuperación del PIB agregado tras la pandemia, la evolución del PIB per cápita y de la productividad muestra un comportamiento desfavorable en el periodo analizado**. Esta situación se explica, en gran medida, por perturbaciones negativas en la oferta, entre las que destaca el capital residencial. **El déficit acumulado de viviendas, derivado de una inversión residencial que no se traduce en un**

incremento proporcional del *stock*, refleja ineficiencias en la asignación de recursos y limita la capacidad del sector para contribuir al crecimiento. Dicho desajuste entre oferta y demanda de vivienda no solo tensiona los precios y el crédito, sino que también incide en la productividad total de los factores (PTF), reduciendo la eficiencia global del sistema económico.

La insuficiencia en la generación de vivienda, en un contexto de fuerte demanda, constituye un *shock* persistente que afecta tanto al capital físico como a la PTF, con implicaciones directas sobre el crecimiento potencial. Como muestran las estimaciones recientes (Boscá, J. E. *et al.* 2025), los *shocks* al capital residencial han detraído más de un punto porcentual del crecimiento interanual del PIB por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo, compensando las aportaciones positivas de otros factores de demanda. Este fenómeno pone de manifiesto que la inversión residencial, lejos de actuar como motor de expansión, se ha convertido en un factor restrictivo, al no generar aumentos efectivos en el *stock* de vivienda ni mejoras en la productividad sectorial. En consecuencia, la economía española enfrenta un escenario en el que la persistencia de estas perturbaciones compromete la sostenibilidad del ciclo expansivo y amplía la brecha con las economías europeas más avanzadas, donde la eficiencia en la asignación de recursos y la innovación son determinantes clave del crecimiento.

Con el fin de aproximar el **déficit de nuevas viviendas**, el Gráfico 28 muestra cómo ha evolucionado la creación neta de hogares y los certificados de fin de obra, ambos en unidades. La creación neta de hogares aproxima la demanda de nueva vivienda, mientras que los certificados de fin de obra hacen referencia a la nueva vivienda que se ha creado. Como puede observarse, **la diferencia entre ambas magnitudes se incrementa a partir de 2022, dejando una brecha que pone de manifiesto el desajuste significativo entre oferta y demanda en España**. Más concretamente, y teniendo en cuenta que los datos de 2025 incluyen hasta septiembre, esta diferencia es de, aproximadamente, 145.000 viviendas en lo que va de año. Si consideramos la brecha acumulada entre ambas variables entre 2022 y 2024, esta se sitúa alrededor de las 470.000 viviendas.

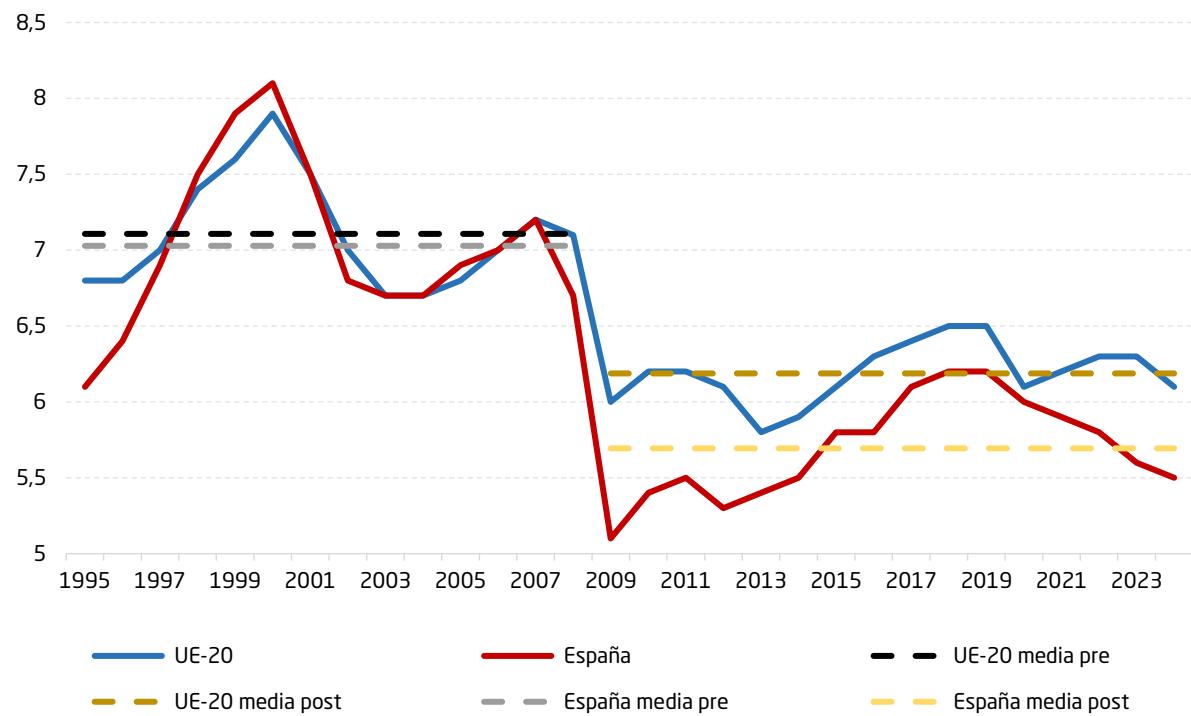
La evolución de la FBCF en bienes de equipo muestra un cambio estructural significativo en la economía española. Durante la década de los 90 y los primeros años 2000, España mantenía niveles de inversión en bienes de equipo superiores a la media de la eurozona, de en torno al 7%-8% del PIB.

A partir de la crisis financiera de 2008-2009, sin embargo, **la inversión española en estos activos experimenta una caída abrupta, mucho más pronunciada que la observada en la eurozona**. Mientras la media europea desciende de forma notable y se estabiliza en torno al 6%, en España el ajuste reduce la inversión hasta niveles próximos al 5%, lo cual introduce una brecha persistente entre ambas series. En el Gráfico 29 se muestra el **deterioro sostenido en la capacidad de España para renovar y ampliar su capital productivo**.



GRÁFICO 29

Tasa de inversión. Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en bienes de equipo, eurozona y España
 % del PIB, 1995-2024



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

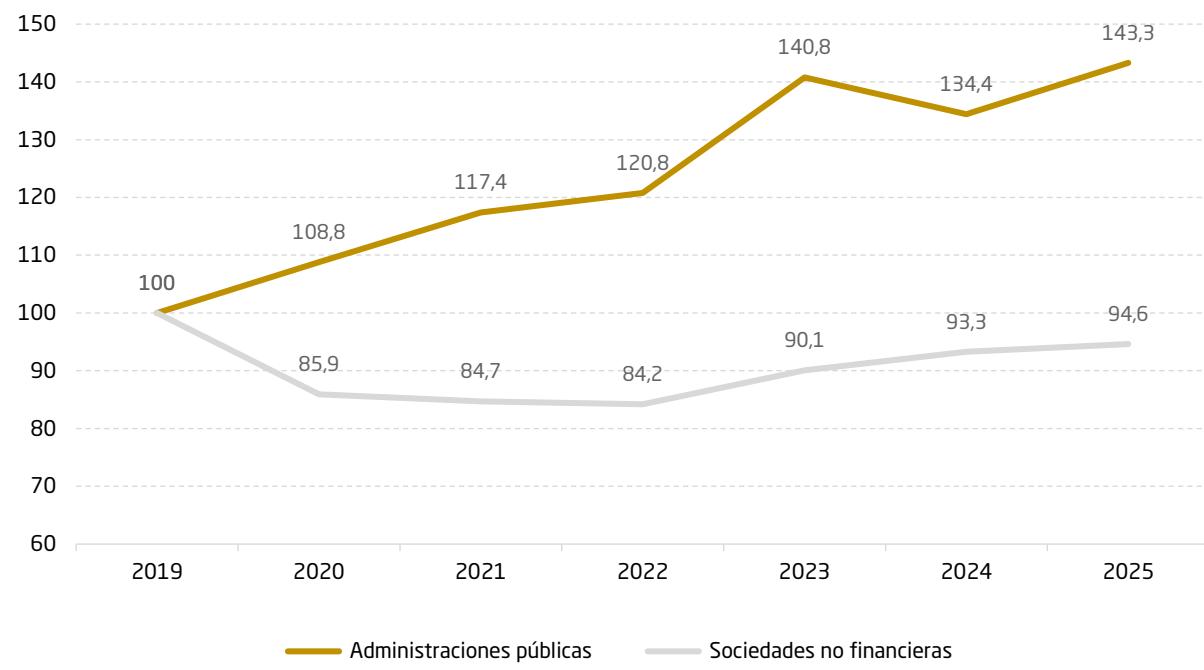
Durante los años posteriores a 2009, **España recupera, en parte, la inversión en bienes de equipo, pero no logra converger con el resto de los países de la eurozona y se mantiene, sistemáticamente, por debajo de la media europea**. Esta diferencia se amplía, de nuevo, en los últimos años (2022-2024), donde la inversión española muestra una caída más intensa.

Al efectuar una descomposición del producto interior bruto, la parte correspondiente a la **inversión**, y más concretamente la **Formación Bruta de Capital Fijo**, **presenta una evolución muy desigual de las Administraciones públicas frente al sector privado**. Tal y como muestra el Gráfico 30, **a partir del año 2019 la inversión de las AA. PP. se mantuvo en constante y progresivo crecimiento** como resultado de la recepción de los **fondos europeos Next Generation** y la **ampliación del gasto público** año tras año.

En contraste, la **inversión privada**, representada por las sociedades no financieras, registró un **retroceso desde el 2019 hasta el 2022**. A partir de ese año se aprecia una **recuperación**, la cual **se prolonga hasta 2025**, aunque **en niveles muy inferiores a los alcanzados por la inversión pública**. De hecho, en el último año hay una **diferencia** entre la inversión privada y pública de **más del 50%**. Esta diferencia, y concretamente la escasa inversión empresarial, no se corresponde con lo esperado en un escenario macroeconómico que denota estabilidad y progreso económico.

GRÁFICO 30

Evolución de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), sociedades no financieras y AA. PP.
Niveles, 2019 = 100



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del INE¹.

Entre las **causas detrás del desequilibrio** entre la inversión privada y la inversión pública, la AIReF (2024) subraya la **orientación de la economía hacia sectores** caracterizados por una mayor intensidad en conocimiento que en capital físico. A ello se suma la **incertidumbre económica** derivada de la pandemia y de los múltiples conflictos geopolíticos recientes.

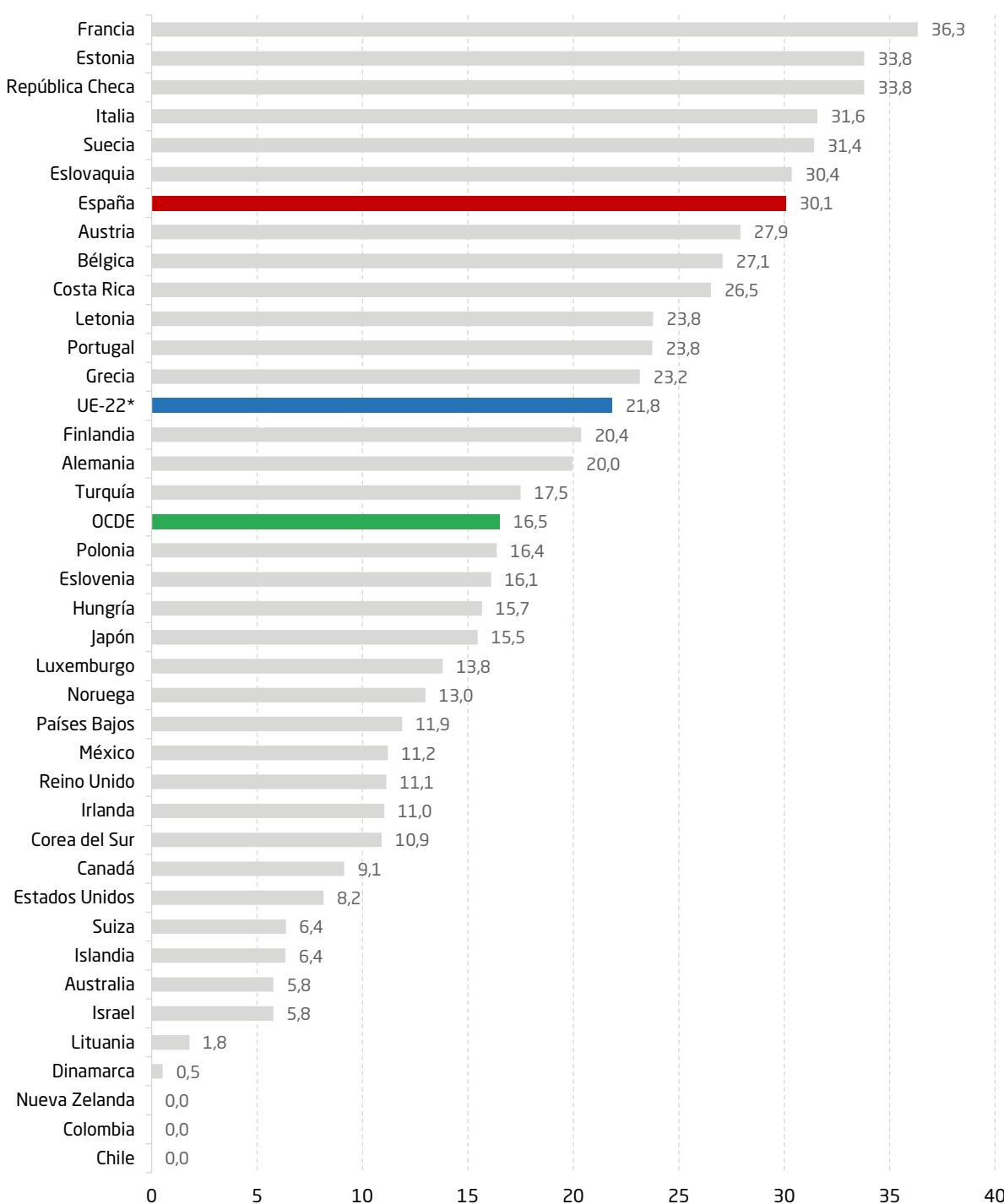
¹ Cifras deflactadas con el deflactor de la FBCF total de la economía.



GRÁFICO 31

Presión fiscal empresarial por cotizaciones empresariales a la Seguridad Social a cargo del empleador. % sobre la recaudación total, OCDE

Promedio 2019-2024



*UE-22 incluye los 22 países de la Unión Europea que pertenecen a la OCDE.

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la OCDE.



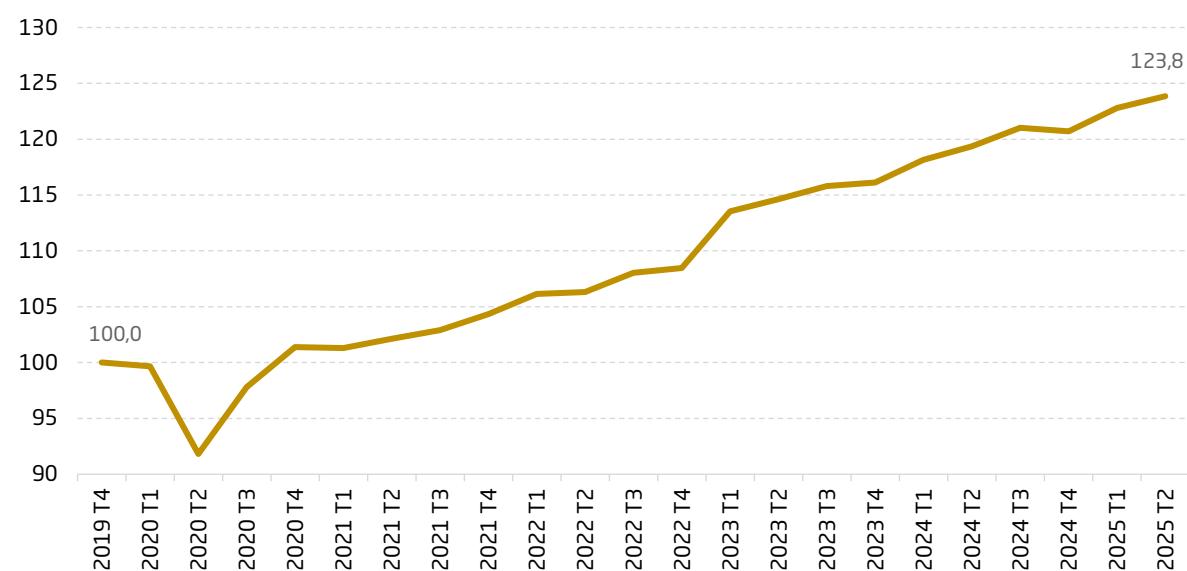
El Gráfico 31 compara la **tasa media de contribuciones a la Seguridad Social de los empleadores como porcentaje del salario bruto**, calculada para el **período 2019-2024**. **España** se sitúa en un nivel muy elevado, con un **30,1%**, por encima del promedio de la UE-22 (21,8%) y del promedio de la OCDE (16,5%). Este dato refleja que las empresas españolas soportan una **carga significativa en costes laborales**, lo que incrementa la presión fiscal sobre la contratación y puede afectar a la competitividad empresarial.

En términos comparativos, **España ocupa una posición destacada entre los países europeos con mayores contribuciones**, solo superada por Francia (36,3%), Estonia y la República Checa (33,8%). Esta situación contrasta con economías como Estados Unidos (8,2%) o el Reino Unido (11,1%), donde los costes son mucho menores. La elevada tasa española implica un **entorno fiscal exigente para las empresas, lo que puede limitar márgenes de inversión y dificultar la creación de empleo en un contexto global cada vez más competitivo**.

GRÁFICO 32

Evolución de costes no laborales (Base 100 = 2019 T4)

2019-2025



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

Desde la perspectiva de su evolución reciente, los costes no laborales soportados por las empresas españolas muestran una trayectoria claramente ascendente a lo largo del periodo 2019 hasta 2025, lo que refleja un **incremento sostenido de las cargas asociadas a la actividad empresarial**. Esta dinámica se observa en el Gráfico 32, que representa la evolución trimestral del coste medio agregado de la industria, la construcción y los servicios, calculado a partir de **los costes por cotizaciones obligatorias** a las empresas.

El Gráfico muestra que los costes experimentan una **caída transitoria en 2020** coincidiendo con el estallido de la pandemia, efecto ligado, previsiblemente, a **medidas extraordinarias de**

apoyo y ajustes coyunturales. No obstante, esta **corrección** resulta **breve** y el perfil posterior se caracteriza por una recuperación rápida y una senda de crecimiento prácticamente ininterrumpida hasta alcanzar **cerca de 25 puntos adicionales en 2025**. Este incremento se traduce en un **aumento de 150 euros comparado con 2019**. El Gráfico evidencia un encarecimiento estructural de los costes no laborales.

Este comportamiento sostenido al alza sugiere que las empresas han debido absorber de manera progresiva **un mayor peso de las cargas asociadas a la Seguridad Social y otros pagos obligatorios**, lo que, potencialmente, puede **reducir su margen operativo y su capacidad de reinversión**. En un contexto en el que la competitividad depende, en gran medida, de mantener unos costes **contenidos y estables**, esta tendencia plantea **riesgos relevantes para el tejido productivo**, especialmente para los sectores con menor capacidad de trasladar encarecimientos a precios. La prolongada escalada de estos costes no laborales podría actuar como **freno para la inversión en capital fijo, limitar la expansión empresarial y generar efectos indirectos sobre la productividad y el crecimiento económico**.

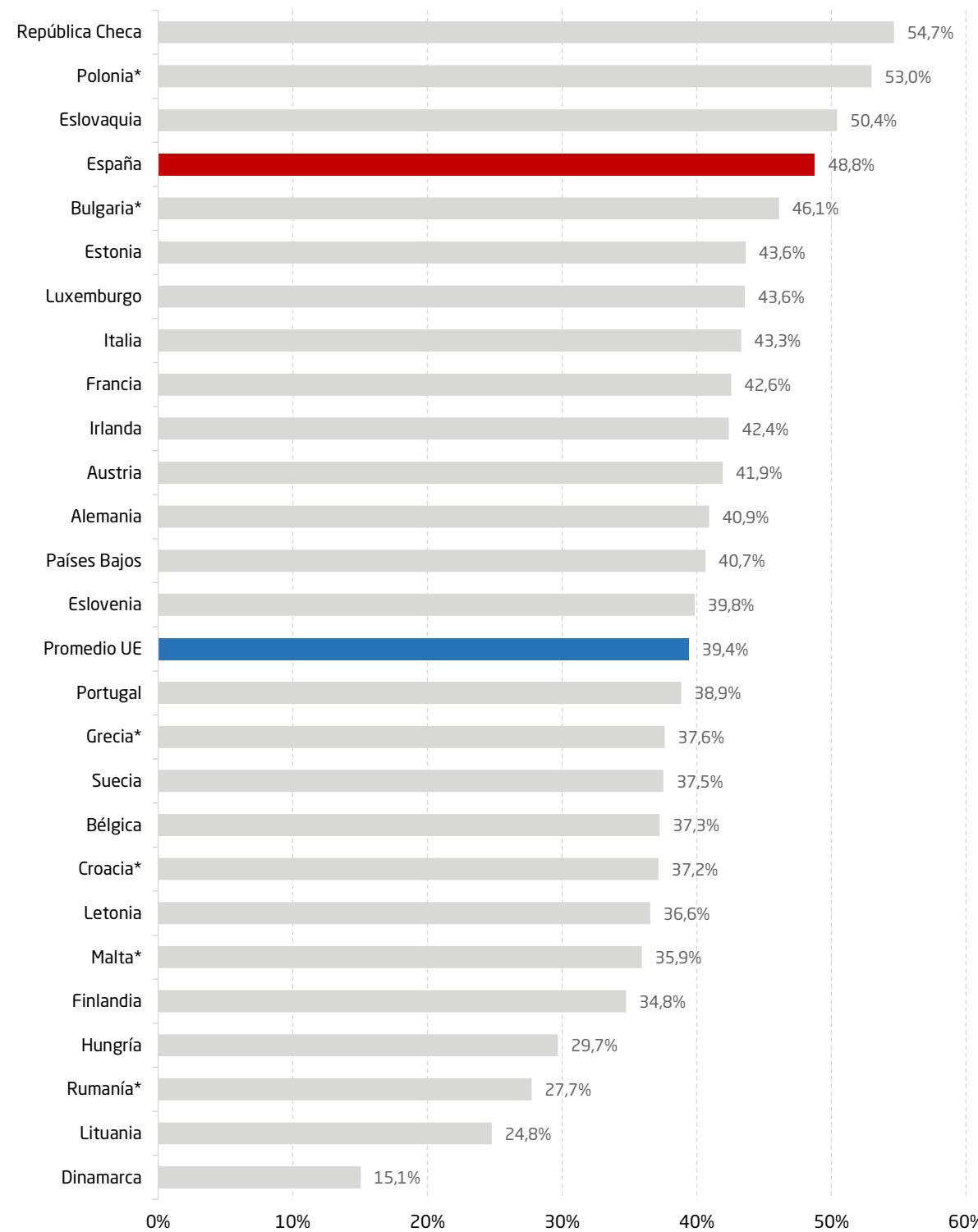
Desde la óptica de la fiscalidad, y más concretamente la **contribución fiscal de las empresas a la recaudación total**, el Gráfico 33 muestra cómo **España es el cuarto país de la Unión Europea con la mayor carga fiscal que soportan las empresas**. El indicador de contribución fiscal, elaborado por el Instituto de Estudios Económicos (IEE) a partir de los datos de la Tax Foundation, incluye **todos los impuestos en los que incurren las empresas**. El indicador no solo incluye los impuestos que las empresas abonan de forma directa, como el Impuesto sobre Sociedades y las cotizaciones sociales, sino también otros impuestos tanto directos, como el IBI o el IAE, como indirectos, como el IVA o el ITP. **La contribución fiscal en España es del 48,8% en el año 2023, casi 10 puntos porcentuales por encima del promedio de la UE**. Este nivel de presión fiscal a las empresas sitúa a España a la cabeza de los países europeos junto a la **República Checa (54,7%), Polonia (53%) o Eslovaquia (50,4%)**.



GRÁFICO 33

Contribución fiscal empresarial a la recaudación total (%), UE y España

2023



* Para estos países se utilizan datos de 2022.

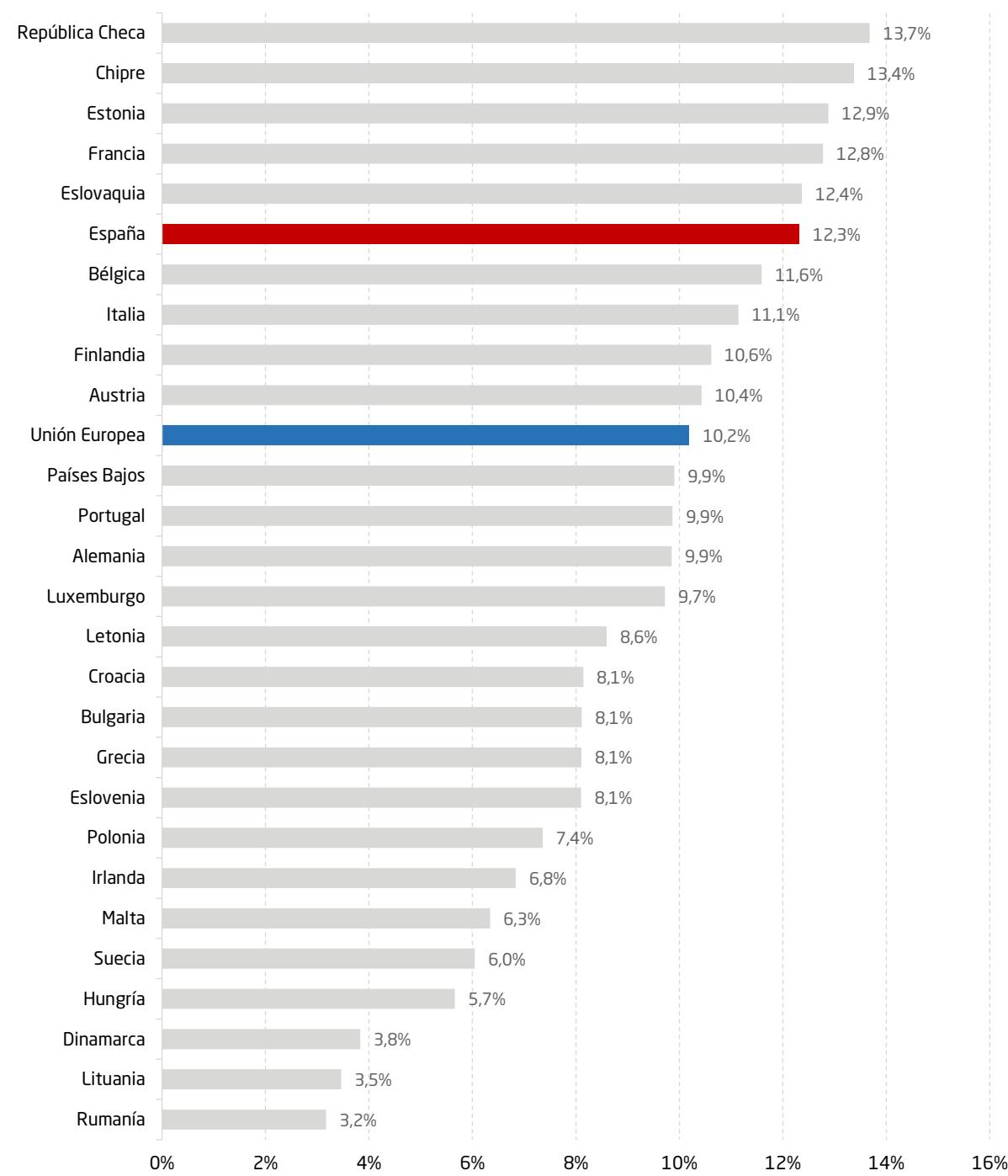
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de la Tax Foundation.



GRÁFICO 34

Presión fiscal empresarial (como % del PIB), UE y España

2023



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



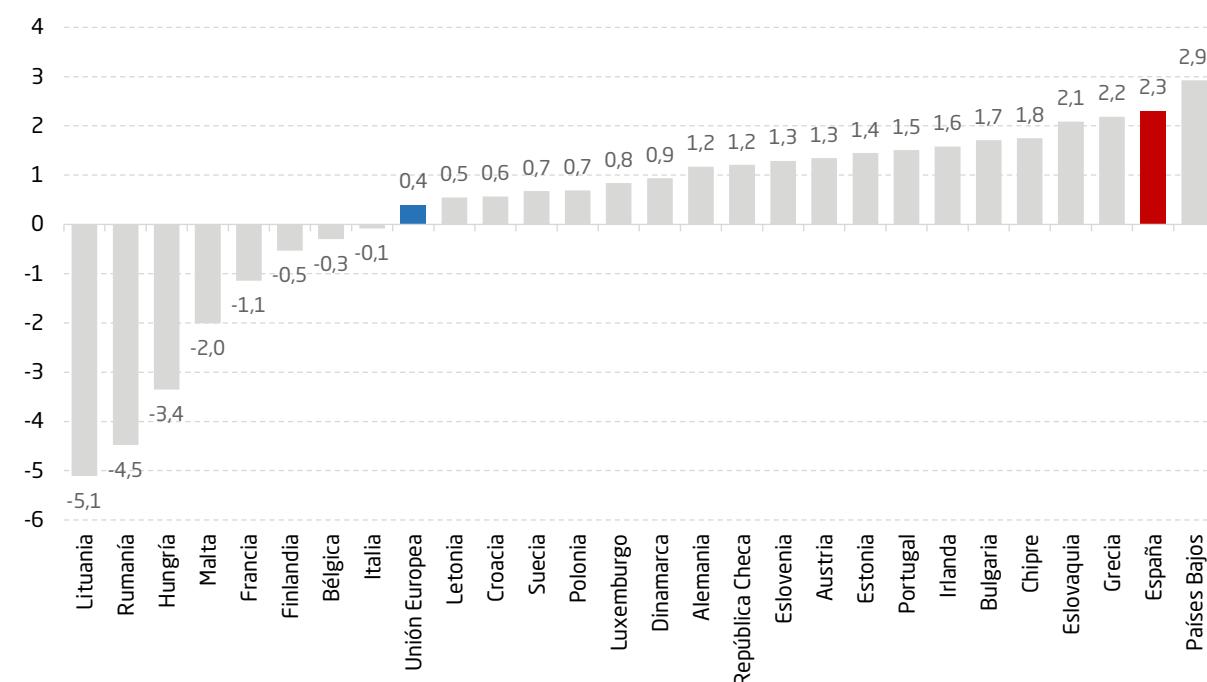
Una gran parte de la estructura y posición relativa de la contribución fiscal empresarial total se debe al **impacto que tiene la imposición sobre la renta empresarial**, así como el componente que conforma una porción importante del coste laboral, como son las **cotizaciones sociales que realizan las empresas a los diferentes sistemas de previsión social**. Es por ello por lo que, además de ofrecer un análisis agregado a través de un indicador como la contribución fiscal, es conveniente evaluar la posición de España en lo referente al componente que más aporta a esta elevada contribución. Consecuentemente, también se analiza la **presión fiscal empresarial entendida como la suma del Impuesto sobre Sociedades y las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social**.

Como se puede observar en el Gráfico 34, en 2023 la presión fiscal que soportaron las empresas en España ascendió al **12,3% del PIB**, un nivel claramente superior al promedio de la Unión Europea, situado en el 10,2%. Esta diferencia coloca a la economía española entre las que aplican una **mayor presión fiscal sobre el tejido empresarial en relación con su tamaño**, por encima de países de referencia como Alemania y los Países Bajos (ambos con un 9,9%) o Austria (10,4%). En contraste, naciones con presiones más reducidas, como Dinamarca (3,8%) o Lituania (3,5%), han optado por sistemas impositivos más simples y orientados a maximizar la eficiencia en la recaudación. **El caso español, por su parte, refleja un diseño tributario que asigna una parte relativamente mayor de la carga fiscal al sector empresarial**.

GRÁFICO 35

Presión fiscal empresarial. Variación de la recaudación total en puntos porcentuales en la Unión Europea y España

2013-2023



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

Desde la perspectiva de su evolución reciente, **la presión fiscal sobre las empresas en España ha mostrado una tendencia claramente al alza**, ampliando en más de un punto del PIB la brecha respecto al promedio de la UE y acercándose a los niveles más elevados observados entre los países europeos.

El Gráfico 35 ilustra cómo ha variado la presión fiscal empresarial en la Unión Europea a lo largo de la última década, midiendo el cambio acumulado en la recaudación en puntos del PIB entre 2013 y 2023. Este enfoque permite identificar **cómo han evolucionado las obligaciones tributarias de las empresas en cada país**, reflejando decisiones fiscales de carácter estructural y sus efectos persistentes.

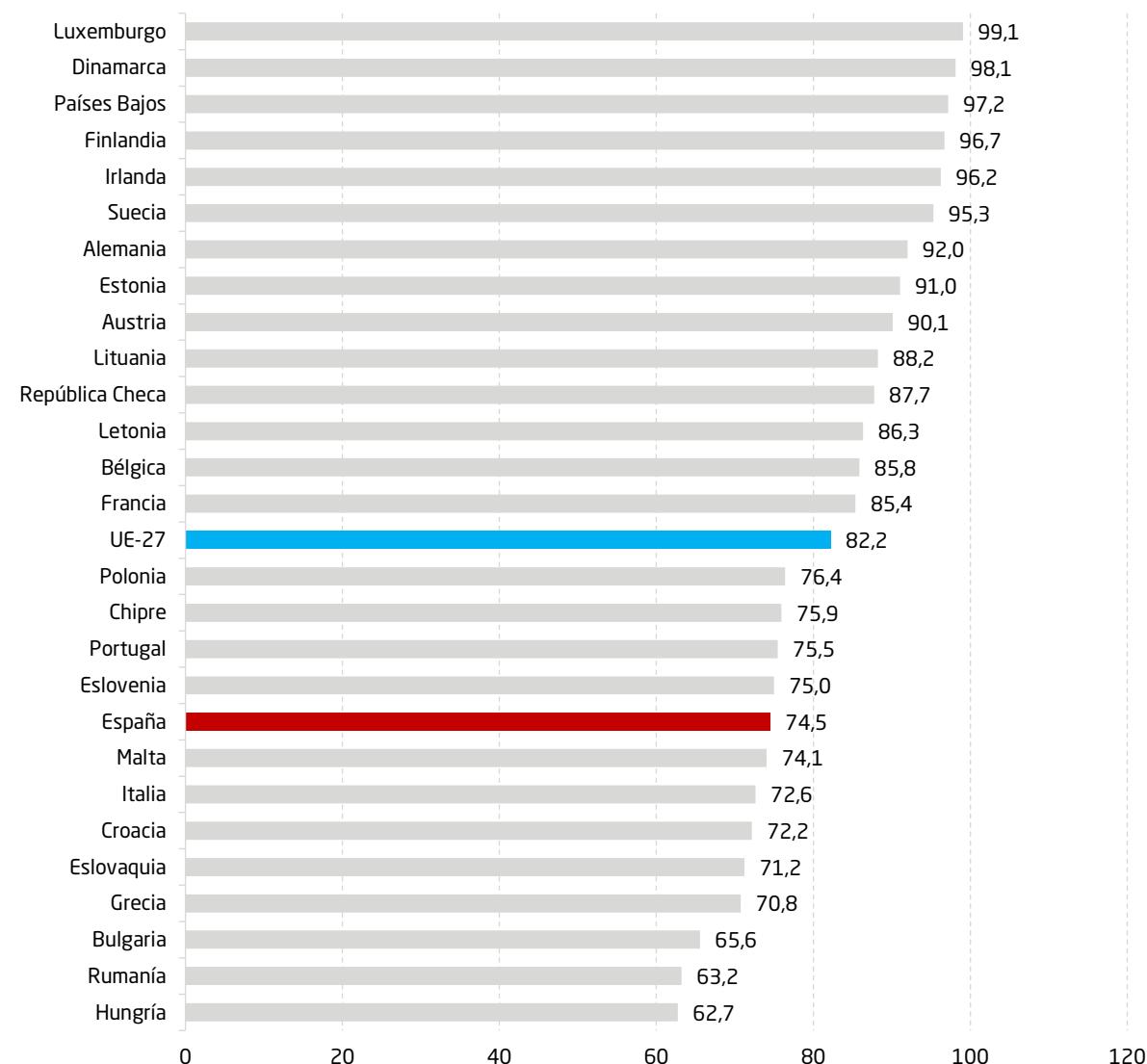
En este marco comparativo, **España sobresale por un aumento acumulado de 2,3 puntos del PIB**, situándose entre los Estados miembros donde más ha crecido la carga impositiva sobre las compañías durante el periodo analizado. Esta evolución contrasta con la registrada en economías como Lituania, Rumanía o Hungría, donde la presión fiscal se ha reducido, y con la de Letonia, Croacia o Suecia, que presentan incrementos mucho más contenidos.

Asimismo, el aumento observado en España es, prácticamente, **seis veces mayor que la media de la Unión Europea**, situada en apenas **0,4 puntos del PIB**. Esta divergencia pone de manifiesto una orientación más marcada del sistema tributario español hacia un incremento de la carga sobre las empresas, en un contexto en el que numerosos países han optado por mantenerla estable o incluso disminuirla.

En conjunto, este comportamiento confirma que **el tejido empresarial español ha ido asumiendo una presión fiscal creciente y sostenida**, lo que, potencialmente, puede limitar su margen para invertir, generar empleo y expandirse.

Este **entorno fiscal de gran exigencia** para el sector privado actúa como un **lastre para la competitividad empresarial** y se trata de uno de los grandes motivos por el que lo macro no se traslada a lo micro. Las **compañías ven reducidos sus márgenes y su capacidad de reinversión**, lo que **limita la inversión privada** en capital fijo, como hemos visto anteriormente. Esta **menor innovación**, fruto de la reducción de la inversión privada, provoca una ralentización de la mejora en términos de **productividad**, lo que, a su vez, hace que el **crecimiento del producto interior bruto** se apoye en **aumentos poblacionales**, como hemos visto anteriormente.

GRÁFICO 36
Índice de calidad regulatoria, países de la Unión Europea
2023



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de *Worldwide Governance Indicators*.

Otro indicador fundamental que debería reflejar el crecimiento y la estabilidad económica descritos en el cuadro macroeconómico es la **calidad en el marco institucional y regulatorio**. Sin embargo, nuevamente, este no es el caso en España. El Gráfico 36 muestra el índice de calidad regulatoria de *Worldwide Governance Indicators*². El índice refleja la **percepción de la capacidad del gobierno para formular y aplicar políticas y normativas sólidas que permitan**

² Los *Worldwide Governance Indicators*, diseñados y generados por el Banco Mundial, son indicadores compuestos de gobernanza basados en más de 30 fuentes de datos subyacentes. Estas fuentes de datos se reescalan y combinan para crear los seis indicadores agregados utilizando una metodología estadística conocida como modelo de componentes no observados.

y promuevan el desarrollo del sector privado. Se incluyen diferentes variables como libertad de inversión, existencia de impuestos discriminatorios y protecciones excesivas, entre otras.

Como se puede observar, **España obtiene una puntuación, en el índice, de 74,5 sobre 100 y se encuentra entre los nueve países con peor puntuación en este indicador, lo que indica que hay un margen de mejora significativo.** La evidencia indica que la calidad regulatoria desempeña un **papel fundamental en la creación de un entorno empresarial dinámico.** Normativas excesivamente complejas o inestables se convierten en barreras de entrada y generan costes adicionales de cumplimiento para las empresas ya operativas, lo que limita la competencia y frena la innovación. En cambio, una regulación clara, proporcional y elaborada, con la participación de los actores económicos, no solo incrementa la **eficiencia del mercado**, sino que también refuerza la **confianza en las instituciones.** Esta confianza resulta crucial para **planificar y ubicar inversiones que impulsen el crecimiento potencial de la economía.**

Nuevamente, **una deficiente calidad institucional es una demostración de que el crecimiento económico, a nivel agregado, no se sustenta sobre bases institucionales sólidas y corresponde a un crecimiento por cuestiones circunstanciales** como un aumento de la población.

3.5. Políticas y recomendaciones

La economía española se enfrenta a un conjunto persistente de **desequilibrios estructurales** que limitan su capacidad para sostener tasas de crecimiento potencial a largo plazo y comprometen la convergencia de su renta per cápita con las economías avanzadas de su entorno. Estos desafíos se concentran, principalmente, en **la deficiente evolución de la productividad, un elevado nivel de desempleo estructural y la magnitud de los desequilibrios del sector público (déficit y deuda).** El análisis de la **evolución de la renta per cápita**, un indicador clave del bienestar económico, revela que **el proceso de convergencia con la eurozona se ha estancado tras la crisis financiera de 2008** y no se ha reactivado en la fase de expansión reciente.

La actividad empresarial de gran parte de los sectores de actividad de la economía española se encuentra ante el reto de afrontar una serie de transformaciones y de cambios en su entorno que exige adoptar un conjunto de acciones ineludibles para adaptarse más eficientemente a los mismos y **seguir manteniendo una posición competitiva en los mercados.** La proyección y el despliegue de **las inversiones necesarias para aumentar nuestra capacidad productiva y mejorar nuestra competitividad** requieren de un entorno favorable en el que se fomente la actividad empresarial **a partir** de los principios del aseguramiento **del derecho de propiedad, la libertad de empresa y la defensa de la competencia.**

Aquellas **reformas estructurales** orientadas a mejorar la eficiencia de los mercados y promover la competencia permiten la consecución de **mayores cotas de bienestar económico y social.** Para ello es necesario que la aprobación de este tipo de reformas, caracterizadas por unos efectos situados en el **largo plazo**, estén **consensuadas y se adapten a las necesidades específicas**, sectoriales y empresariales.

Dado el contexto socioeconómico actual, resulta imprescindible lograr cambios estructurales que estimulen el **impulso de la inversión y el crecimiento de las empresas españolas**, eliminando, de este modo, la **incertidumbre y los obstáculos legales**, haciendo que el proceso regulatorio sea claro, así como reforzando la seguridad jurídica. Tan solo **el mero anuncio** de este tipo de reformas estructurales operaría **cambios positivos** en el corto plazo **sobre la inversión empresarial**, al mejorar las expectativas empresariales, predisponiendo las condiciones fundamentales que impulsan estas decisiones de gasto. Con respecto a la orientación de estas reformas, **el impulso que genera la inversión empresarial sobre el crecimiento de la productividad debe ser amplificado por la mejora del capital humano y tecnológico**.

La **productividad** emerge como el factor más **determinante para el crecimiento a largo plazo y la competitividad**. Este bajo dinamismo de la productividad está intrínsecamente **ligado a la insuficiente acumulación de capital físico, humano y tecnológico**. En los últimos años, **la inversión empresarial**, especialmente en bienes de equipo y otros activos, ha mostrado una atonía significativa tras la pandemia, un factor que laстра el crecimiento potencial.

Para revertir los desequilibrios y la falta de crecimiento potencial es imprescindible implementar un plan de reformas estructurales y de política económica centrado en la creación de **un clima favorable a la inversión privada, la mejora de la eficiencia de los mercados y el aumento de la competitividad**. Tanto el **informe Draghi** como el **informe Letta** identifican la necesidad urgente de **cerrar la brecha de innovación y productividad con Estados Unidos y China**. La estrategia pasa por una profunda **reorganización de los esfuerzos colectivos y el cierre de la brecha financiera y tecnológica**.

Estas recomendaciones abogan por profundizar la **Unión de Mercados de Capitales (UMC)** para canalizar el ahorro hacia la **inversión productiva**, un área donde se abre una potencial mejora para los mercados españoles de cara a satisfacer las necesidades de financiación para el crecimiento de empresas innovadoras. En este ámbito, la revolución de tecnologías como el **blockchain** favorece la **aparición de determinados activos, como son monedas digitales de bancos centrales (CBDC), criptomonedas y stablecoins** entre otras, que actúan como medios de cambio en transacciones *online* y que **requieren de una supervisión que garantice la estabilidad de los mercados de capitales de la Unión** (Recuadro 1).



RECUADRO 1

El impacto macroeconómico de las *stablecoins* en Europa

Uno de los temas más relevantes del debate financiero actual gira en torno a las ***stablecoins***, activos que están adquiriendo un mayor protagonismo en el ecosistema monetario y digital. Cabe destacar que su creciente presencia en **pagos, mercados cripto y operaciones transfronterizas** ha impulsado un debate regulatorio y macroeconómico que afecta de lleno a Europa y a España.

Las *stablecoins* son activos digitales cuyo objetivo principal es **mantener un valor estable** mediante su **vinculación a un activo de reserva**, que puede ser **una moneda fiduciaria** como el dólar, **materias primas** como el oro o incluso a través de una cartera de **criptoactivos**. La estabilidad de esta relación depende de la **calidad crediticia, liquidez y transparencia** de las reservas que respaldan la emisión.

En los mercados actuales, la mayoría de *stablecoins* de mayor tamaño tienen **paridad con el dólar estadounidense** y están respaldadas por **carteras significativas de bonos del Tesoro** y otros activos muy líquidos. De forma notable, las *stablecoins* vinculadas al dólar, en particular **USDT y USDC**, dominan el mercado y alcanzan una capitalización conjunta cercana a los **250.000 millones de dólares**.

El auge de las *stablecoins* se ve reflejado por el gran atractivo de su tecnología, que se presenta como una **alternativa eficiente en canales transfronterizos y pagos minoristas**, debido a **su rapidez, menores costes y la capacidad de operar sin intermediarios tradicionales**. Además, la combinación de **trazabilidad** y cierto grado de **anonimato** que ofrece la tecnología *blockchain* ha impulsado, aún más, su **adopción**.

Europa observa estos avances con una mezcla de oportunidad y preocupación. Por un lado, entidades financieras como CaixaBank han impulsado el lanzamiento de **una *stablecoin* denominada en euros en 2026**, con el objetivo de **aprovechar las eficiencias tecnológicas** asociadas a este tipo de activos digitales. Por otro lado, el BCE advierte que la proliferación de *stablecoins* puede **alterar** la capacidad de la **política monetaria** para conseguir sus objetivos.

Riesgos macroeconómicos

La expansión de las *stablecoins* introduciría determinados riesgos macroeconómicos que derivan, ante todo, de su diseño y de su creciente integración con los mercados financieros tradicionales. Aunque aspiran a ofrecer estabilidad, podrían comprometer los principios que sostienen un sistema monetario robusto, lo que abriría la puerta a **tensiones en momentos de estrés financiero**.

Uno de los riesgos más significativos se origina en la **composición de las reservas** que **respaldan a las *stablecoins***. Las empresas Fintech emisoras de *stablecoins* tienen cerca del **14% del total de las letras del Tesoro de los Estados Unidos**, que sobrepasa a varios actores institucionales tradicionales. Dichas reservas son **instrumentos de deuda pública a corto plazo**, que aumentan la demanda de letras del Tesoro a corto plazo, lo que, *ceteris paribus*, **reduce la duración de la cartera de bonos** desplazando la **curva de rendimiento**. Como consecuencia, **el tipo de interés medio y la factura anual de intereses disminuyen**. Por ejemplo, una **reducción** del tipo de interés medio en **10 puntos básicos** reduciría la factura anual por intereses **en 37 mil millones de dólares**. Sin embargo, una **caída abrupta de la demanda de monedas estables** podría elevar con rapidez los costes de financiación de Estados Unidos. La **venta acelerada de grandes volúmenes de activos** por parte de los emisores **generaría tensiones** en los **mercados monetarios** y abriría un canal adicional de **inestabilidad**.



Las *stablecoins* tienen similitudes con la banca tradicional, debido a que dependen de la **credibilidad** de sus **reservas** y de la **capacidad** del emisor para **satisfacer su rol** incluso en momentos de incertidumbre. Cuando la confianza se **deteriora**, su **fragilidad** se vuelve evidente. Un ejemplo fue el colapso de la **stablecoin TerraUSD** en 2022, que perdió su paridad al dólar y cayó a 0,35 dólares, generando *shocks* en los mercados cripto.

Por qué estos riesgos son menos probables en Europa

A pesar de los riesgos descritos, varios factores reducen, significativamente, la probabilidad de que las *stablecoins* provoquen inestabilidad sistémica en la Unión Europea.

El marco regulatorio europeo Markets in Crypto-Assets (MiCA) introduce una arquitectura estricta que limita el crecimiento descontrolado del sector. La exigencia de **licencias**, la **segregación obligatoria de reservas**, los **límites de volumen** y los **derechos de reembolso** protegen a los usuarios y reducen la probabilidad de episodios de inestabilidad. Hoy en día se han **aprobado** los **primeros emisores** que cumplen con estas normas y, paralelamente, **emisores** como **Tether** (emisor de **USDT**) **han sido excluidos** por no adaptarse al nuevo marco europeo.

Además, el avance del **euro digital** representa una **alternativa pública competitiva**. Las **mejoras** recientes en los **pagos instantáneos** y el proyecto de un euro digital buscan **eliminar fricciones** en las **transacciones transfronterizas** dentro de la UE y **reducir la ventaja tecnológica de las stablecoins**. Un marco paneuropeo de pagos interoperables podría absorber gran parte de la demanda potencial de *stablecoins* para usos legítimos, reduciendo tanto riesgos monetarios como dependencias externas.



Una prioridad fundamental es la aceleración de la ejecución de los fondos europeos. El Banco Central Europeo señaló, específicamente, a **España en cuanto a su lentitud con respecto a otros países europeos en la absorción de los fondos NGEU**, lo que implicaría la necesidad de una concentración tardía de ejecución del gasto. En particular, las **recomendaciones operativas para España** incluyen el establecimiento de calendarios semestrales con hitos vinculados a proyectos tractores, la implementación de *blended finance* (financiación mixta) con vehículos de coinversión público-privada y la simplificación de los procedimientos administrativos (ventanillas únicas). Se subraya la necesidad de utilizar métricas de *crowding-in* (ratio inversión privada/€ público) y evaluar la gobernanza de la cartera de proyectos.

La disponibilidad del mayor volumen de financiación posible, tanto público como privado, para acometer las transformaciones que demanda la digitalización y la transición ecológica, así como otras necesidades prioritarias como, por ejemplo, las inversiones que requiere el sector de la construcción residencial, es una prioridad de primer orden. De esta forma, no es comprensible la no disponibilidad de, aproximadamente, el 75% de los préstamos comunitarios Next Generation aprobada en la Adenda de Simplificación al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), así como la renuncia a la consecución de algunos de los hitos fundamentales que vienen asociados a la aprobación de reformas estructurales.

Otra condición necesaria para fomentar la inversión, la innovación, la productividad y la competitividad es la creación de un clima favorable a la actividad empresarial, lo cual exige un **marco regulatorio e institucional que proporcione estabilidad y certidumbre**, junto con una fiscalidad atractiva. Se recomienda **fortalecer la gobernanza** mediante una mayor transparencia, la simplificación normativa para reducir las cargas administrativas y la mejora de la eficiencia del funcionamiento de la justicia para disminuir la inseguridad jurídica. En este sentido, es conveniente acelerar la implementación de la iniciativa «Régimen 20» (inspirada en la propuesta de Letta) para reducir las cargas administrativas y fomentar un enfoque regulador más coordinado, impulsando la unidad de mercado nacional. Es urgente eliminar las barreras al libre establecimiento y a la actividad empresarial causadas por la fragmentación normativa que se produce en nuestros respectivos territorios autonómicos y locales.

Para impulsar el **capital tecnológico** es necesario **acelerar la innovación** mediante políticas estratégicas que garanticen una financiación estable y fortalezcan la colaboración público-privada. Se deben incrementar los porcentajes de deducción por I+D+i y asegurar que estas deducciones se mantengan al margen de la aplicación de un tipo mínimo de tributación.

Respecto al **capital humano y al mercado laboral**, las políticas deben enfocarse en reducir la **brecha de capacidades** y el **desajuste entre cualificación y empleo**, que se manifiesta en una alta tasa de sobrecualificación (35%) y en la escasez de perfiles concretos requeridos por las empresas. Es fundamental que la **estructura formativa se alinee con la demanda del tejido productivo** y promover la formación continuada de los trabajadores.

Además, es crucial **promover el crecimiento del tamaño de las empresas**, ya que las empresas más grandes son, generalmente, las más productivas, innovadoras y resistentes a las crisis.

En referencia a la transición ecológica y de cara a alcanzar una mejora de la competitividad sostenible, se requiere un mayor esfuerzo para reforzar la autonomía estratégica de España y mantener el ritmo de la transición. Para ello es fundamental proporcionar un apoyo continuo a la electrificación de la industria y el transporte, ampliar, aún más, la capacidad de interconexión eléctrica transfronteriza, acelerar la renovación energética de los edificios, promover la economía circular y reforzar todas aquellas medidas que se orienten en materia de adaptación y preparación frente al cambio climático, mediante la mejora de la gestión del agua y la resiliencia hídrica.

En resumen, **las reformas estructurales deben articularse alrededor de tres grandes ejes interconectados: acelerar el uso eficiente de los fondos NGEU, desmantelar la fragmentación burocrática y regulatoria («Régimen 20») para potenciar el entorno empresarial e inversor, y abordar las deficiencias estructurales en I+D+i y capital humano**. Estos esfuerzos están destinados a impulsar la productividad, la inversión y la competitividad a largo plazo de nuestra economía.



Referencias bibliográficas

AUTORIDAD INDEPENDIENTE DE RESPONSABILIDAD FISCAL (AIReF). (2024): *Informe sobre los presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas 2024*.

- AIReF. Recuadro 3. Evolución reciente de la formación bruta de capital fijo. Abril 2024

BANCO DE ESPAÑA (2025): *Informe anual 2024*.

- <https://doi.org/10.53479/39867>

BAŃKOWSKI, K., BENALAL, N., BOUABDALLAH, O., DE STEFANI, R., HUBER, C., JACQUINOT, P., NERLICH, C., RODRÍGUEZ-VIVES, M., SZÖRFI, B., ZORELL, N. & ZWICK, C. (2025): «Four years into the Next Generation EU programme: An updated preliminary evaluation of its economic impact» (*Economic Bulletin*, Issue 8/2024), European Central Bank.

- https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202408_03~04121f4ea9.en.html

BOSCÁ, J. E., DOMÉNECH, R., FERRÍ, J., PALLARDÓ, V. & ULLOA, C. (2025): «El desempeño de la productividad en España y sus causas», Observatorio sobre el Ciclo Económico en España, *Estudios sobre la Economía Española* 2025/27, Fedea.

- https://documentos.fedea.net/pubs/eee/2025/eee2025-27.pdf?utm_source=wordpress&utm_medium=portada&utm_campaign=estudio&_gl=1*lylwq0i*_ga*NDU1NjEwMTEwLjE3NjUyODMxMTY.*_ga_K71EGLC8JC*czE3NjU1Mzl1ODUkbzIkZzAkdDE3NjU1Mzl1ODUkajYwJGwwJGgw

DE LA FUENTE, A. & DOMÉNECH, R. (2023): «Renta per cápita y productividad en la OCDE de 1960 a 2022», noviembre, Fedea.

- https://documentos.fedea.net/pubs/dt/2023/dt2023-09.pdf?utm_source=documentos&utm_medium=enlace&utm_campaign=estudio

FUNCAS (2025): «Malestar en tiempos de crecimiento: la opinión pública sobre la economía en España», junio.

- <https://blog.funcas.es/malestar-en-tiempos-de-crecimiento-la-opinion-publica-sobre-la-economia-en-espana/>

LANE, P. R. (2024): Rebuild Annual Conference – «NGEU: a euro area perspective». Conferencia pronunciada en Dublín, Banco Central Europeo, enero.

- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240112~75732ba6cc.fi.pdf?00d568db253bc3c782afa0b44c53cb13>

PÉREZ, F., MAS, M. & FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (Dir.) (2025): «El stock de capital en España y sus comunidades autónomas (1995-2024), Fundación BBVA.

- https://www.fbbva.es/wp-content/uploads/2025/09/DE_2025_stock-capital-espana_1995-2024.pdf

REZZA BAQAE, D. & FARHI, E. (2017): «The macroeconomic impact of microeconomic shocks: beyond Hulten's theorem» (NBER *Working Paper Series* N.º 23145), National Bureau of Economic Research.

☞ [The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem](#)

WORLDWIDE GOVERNANCE INDICATORS, 2024 Update, World Bank Group.

☞ [www.govindicators.org](#)



Publicaciones del Instituto de Estudios Económicos

2025

- COYUNTURA ECONÓMICA.** Diciembre. N.º 83. Crecimiento extensivo y dualidad macroeconómica en España: desequilibrios y baja productividad.
- PUNTO DE VISTA.** Noviembre. Caracterización de las mipymes en América Latina y el Caribe.
- COLECCIÓN INFORMES.** Noviembre. El turismo de eventos en la Comunidad de Madrid: una aproximación a su impacto económico.
- OPINIÓN DEL IEE.** Octubre. La incidencia en la economía española de las subidas arancelarias. Índice de Barreras Comerciales 2025.
- COLECCIÓN INFORMES.** Septiembre. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2025.
- COYUNTURA ECONÓMICA.** Julio. N.º 82. Un crecimiento económico condicionado por un contexto institucional adverso.
- COLECCIÓN INFORMES.** Julio. Competitividad fiscal empresarial 2025. El nuevo indicador de la contribución fiscal empresarial total.
- COLECCIÓN INFORMES.** Junio. La confianza empresarial y la inversión extranjera en España. Índice Kearney de Confianza para la Inversión Extranjera Directa 2025.
- REVISTA DEL IEE.** Junio. N.ºs 1 y 2/2025. El problema de la litigiosidad tributaria en España. Propuestas de solución y mejora desde la perspectiva de las empresas.
- OPINIÓN DEL IEE.** Mayo. La prórroga para 2025 de los Presupuestos Generales del Estado.
- OPINIÓN DEL IEE.** Mayo. La competitividad fiscal en el Principado de Asturias. Una propuesta de mejora.
- OPINIÓN DEL IEE.** Mayo. La fiscalidad de la vivienda en España. Una propuesta de mejora.
- COLECCIÓN INFORMES.** Marzo. El problema de la ocupación ilegal en España. Índice Internacional de Derechos de Propiedad (IIDP) 2024.
- COLECCIÓN INFORMES.** Enero. La inclusión financiera en las áreas rurales de España ante el reto demográfico.
- EDICIONES ESPECIALES.** Enero. Las necesidades organizativas y productivas de las empresas y las respuestas del ordenamiento jurídico. Reflexión de futuro y propuesta de líneas de cambio.

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. Índicador 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.

46 ANIVERSARIO



INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS

Desde 1979 defendiendo la empresa y la economía de mercado

La economía global ha mostrado una notable resiliencia, de tal manera que las previsiones de los principales organismos internacionales, en la parte final del año, han corregido sus estimaciones más pesimistas de primavera y ahora apuntan a que el crecimiento global, en 2025, se situará en el entorno del 3%. La dinámica evolución reciente de la actividad económica internacional, en 2025, se enfrenta a un escenario de desaceleración en 2026, marcado por tensiones comerciales, ajustes monetarios y la persistencia de desequilibrios fiscales en economías avanzadas.

En el ámbito nacional, España mantiene un crecimiento superior al de sus principales socios comerciales, sustentado en la demanda interna y en el turismo, aunque con señales de normalización y pérdida de impulso en inversión productiva y sector exterior. La creación de empleo continúa, pero persisten debilidades estructurales: baja productividad, costes laborales crecientes y presión fiscal elevada, factores que limitan la competitividad frente a economías del entorno.

En este informe se subraya la dualidad del modelo económico español: un crecimiento extensivo, apoyado en población y gasto público, sin avances significativos en eficiencia del capital físico y humano. Esta situación exige reformas orientadas a la inversión privada, la mejora del capital tecnológico y la simplificación regulatoria. Solo así será posible consolidar un patrón de crecimiento sostenible, capaz de reforzar la convergencia con Europa y garantizar la competitividad empresarial en un contexto global incierto.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Tel.: 917 820 580
iee@ieemadrid.com
www.ieemadrid.es