

La inflación y la incertidumbre frenan la recuperación de las empresas

COYUNTURA ECONÓMICA

N.º 76 - Julio 2022



La inflación y la incertidumbre frenan la recuperación de las empresas



Queremos agradecer a D. Ángel Gavilán, director general de Economía y Estadística del Banco de España, su participación como ponente extraordinario de la parte de economía española en la última reunión de Coyuntura Económica del Instituto de Estudios Económicos, el día 28 de junio de 2022 (en la foto junto a Íñigo Fernández de Mesa, presidente del IIE).



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Este informe, primero de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en su reunión de Coyuntura semestral, celebrada el día 28 de junio de 2022, en la que participaron los principales expertos españoles en coyuntura económica, y con la intervención especial de José Ramón Díez Guijarro, director de Economía y Mercados Internacionales. Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank; Manuel Balmaseda, doctor en economía y miembro del Grupo de Analistas de Coyuntura Económica (GACE); Antonio Merino, director de estudios de Repsol; y Ángel Gavilán, director general de Economía y Estadística del Banco de España.

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 Nicolás Vicente Regidor, junto con Carlos Ruiz Fonseca, del Servicio de Estudios del IEE.

© 2022 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
C/ Príncipe de Vergara, 74, 6.ª planta • 28006 Madrid
Tel.: 917 820 580
iee@ieemadrid.com
www.ieemadrid.es

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

Julio 2022

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

Índice

RESUMEN EJECUTIVO	6
1. Economía mundial: pérdida de dinamismo y previsiones a la baja.....	6
2. Economía española: se frena el crecimiento	8
3. La realidad de los beneficios empresariales en la coyuntura actual: los riesgos de los nuevos impuestos	11
4. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica para luchar contra la inflación.....	14

LA INFLACIÓN Y LA INCERTIDUMBRE FRENAN LA RECUPERACIÓN DE LAS EMPRESAS

17

1. Economía mundial: pérdida de dinamismo y previsiones a la baja.....	17
1.1. Introducción. Presiones inflacionistas, tensiones geopolíticas y desaceleración del crecimiento	17
1.2. La persistencia de la inflación acelera el endurecimiento de la política monetaria	18
1.2.1. La respuesta de los bancos centrales	19
1.3. La economía mundial pierde dinamismo y las previsiones de crecimiento se revisan a la baja.....	21
1.3.1. Riesgos.....	23
1.3.2. Situación actual	24
1.3.3. Estados Unidos.....	25
1.3.4. Eurozona	25
1.3.5. China	25
1.4. La evolución de los precios de las materias primas.....	26
2. Economía española: se frena el crecimiento	27
2.1. La actividad se ve lastrada por la persistencia de la inflación y de los problemas de suministro	27
2.2. El mercado laboral normaliza su evolución en 2022 y afronta la creciente incertidumbre mejor que la actividad económica.....	29



2.3. El encarecimiento de los productos energéticos y otras materias primas mantiene la inflación en tasas muy elevadas.....	31
2.4. Perspectivas y riesgos para la economía española.....	32
3. La realidad de los beneficios empresariales en la coyuntura actual: los riesgos de los nuevos impuestos	36
3.1. Los beneficios empresariales siguen siendo la variable más retrasada en la recuperación	36
3.1.1. Los resultados empresariales aún no han recuperado los niveles previos a la crisis pandémica, al contrario que los costes laborales y los impuestos netos de subvenciones	36
3.1.2. La normalización de los resultados empresariales en España es la más retrasada de toda Europa, lo que lastra, a su vez, la recuperación económica	39
3.1.3. La contracción de los márgenes refleja que todas las fuertes presiones en costes que sufren las empresas no se trasladan a precios finales	41
3.2. Los impuestos sobre beneficios extraordinarios: una medida ineficaz e ineficiente que no ayuda contra la inflación	43
4. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica para luchar contra la inflación.....	47
4.1. El compromiso de la política presupuestaria con la estabilidad y el crecimiento.....	48
4.2. Los principios que subyacen en la «Better Regulation» favorecen el anclaje de las expectativas sobre la evolución futura de los precios y costes	51
4.3. La mejora de la productividad como factor de minoración del impacto de la subida generalizada de los precios.....	55



Resumen Ejecutivo

1. Economía mundial: pérdida de dinamismo y previsiones a la baja

La economía mundial continúa marcada por fuertes presiones inflacionistas y señales de desaceleración en el ritmo de crecimiento debido a los desajustes entre oferta y demanda a nivel global. Estos desequilibrios se han visto acrecentados por la guerra en Ucrania y los efectos derivados de la misma y están dando como resultado un **notable incremento en el precio de muchas materias primas**, destacando el petróleo y el gas, y se ven reforzados por los **problemas en las cadenas de producción y distribución que aún se mantienen dado los problemas asociados, durante parte del primer semestre del año, a las consecuencias de la pandemia en China.**

El aumento de la inflación y su persistencia en niveles elevados supone la mayor preocupación en el momento actual. El incremento de los precios está alcanzando sus tasas más altas en los últimos cuarenta años en muchas economías avanzadas, mientras que **las perspectivas de que vuelva a los niveles que consideran objetivo los bancos centrales se han desplazado hasta finales de 2023 o incluso a 2024, acelerando las respuestas de las autoridades monetarias en muchos países.** De hecho, 75 bancos centrales ya han aumentado sus tipos de interés desde julio de 2021, con alzas de mayor cuantía en las economías emergentes que en las avanzadas.

Este incremento y persistencia de la inflación en niveles elevados ha acelerado la respuesta de los bancos centrales, con un mayor endurecimiento de sus políticas que lo apuntado hace apenas unos meses, ante el riesgo de desanclaje en las expectativas de inflación en el medio y largo plazo. El aumento de los tipos de interés y las menores compras de deuda pública incrementarán los costes de financiación de Estados, empresas y familias, **lo que, a su vez, también restará dinamismo al crecimiento, aumentando los riesgos de recesión en varias economías.**

La disyuntiva a la que se enfrentan las autoridades monetarias es compleja. Por un lado, el aumento de los tipos de interés es la respuesta de la política monetaria para contener los altos niveles de inflación, ya que debiera contribuir a enfriar la demanda por la vía del aumento de los costes de financiación. Sin embargo, esta situación es preocupante en una economía mundial con niveles de endeudamiento muy elevados y con el riesgo de que la ralentización de la actividad, que ya se está produciendo, se agrave aún más, llevando a determinados países a la recesión económica, principalmente en aquellos donde los problemas se derivan de las restricciones de oferta, y no tanto por exceso de demanda.



Entre los principales bancos centrales, **la Reserva Federal se está mostrando como uno de los más agresivos** en su intento de contener el aumento de los precios, que acusan presiones tanto de la oferta como de la demanda. **Se prevé que cierre el año con los tipos de interés por encima del 3%** y que se sitúen próximos al 4% a finales de 2023 y ha comenzado a reducir su balance. **Estos movimientos están provocando una apreciación del dólar** frente a las principales divisas, con el yen en mínimos de 24 años, y el euro en mínimos de 20 años y alcanzando la paridad. **El Banco de Inglaterra también subió los tipos de interés en junio**. El aumento fue de un cuarto de punto, hasta el 1,25%, **siendo el quinto incremento consecutivo y situando los tipos en su mayor nivel en 13 años**.

Por su parte, **el BCE ha señalado que, en su próxima reunión, que se celebrará el 21 de julio, iniciará las subidas de tipos de interés, una vez que ya ha finalizado su programa de compra de deuda**. Se espera un aumento de 25 puntos básicos y en función de la evolución de la inflación pudiera darse un aumento más agresivo en sucesivas reuniones cerrando el año con el tipo de referencia en el 1% o incluso por encima, y situarse próximo al 2% a finales de 2023. Este tensionamiento de las principales condiciones de financiación está teniendo un impacto heterogéneo entre los distintos países de la eurozona, produciéndose una acusada y rápida ampliación de los diferenciales entre países, principalmente en las economías periféricas del sur frente a las centroeuropeas, lo que está replanteando el programa de compra de emergencia frente la pandemia (PEPP), con el objetivo de poder comprar más deuda de los países con más necesidades.

Como consecuencia de los factores anteriormente descritos, **el crecimiento mundial está perdiendo dinamismo**. Esto se refleja en la evolución de los índices PMI y también en la **sistemática revisión a la baja de las previsiones de crecimiento** por parte de los principales organismos internacionales. Con respecto a la **evolución de los precios**, se espera que los mayores incrementos se producirán en 2022 y posteriormente la inflación se suavizará en 2023, a medida que se vayan minorando las presiones sobre las cadenas de suministro, se moderen los precios de la energía y se sientan los efectos del endurecimiento de la política monetaria.

No obstante, hay que tener en cuenta que la incertidumbre es muy elevada en elementos centrales como la duración del conflicto bélico en Ucrania o la propia evolución de la pandemia a nivel global, y que los riesgos para el crecimiento siguen siendo muy altos, y en general a la baja. Entre ellos destacan una **posible interrupción total del suministro del gas ruso a Europa, la materialización de efectos de segunda ronda sobre la inflación, que el alza de tipos de interés en las economías avanzadas afecte más de lo previsto al crecimiento y genere mayores dificultades para captar flujos de capital por parte de las economías emergentes** y que **se produzcan tensiones sociales que pueden darse en las economías de menor renta** ante el encarecimiento de los precios de las materias primas, principalmente de las relacionadas con los productos de la alimentación.

En el segundo trimestre del año **la economía mundial muestra señales de desaceleración**, aunque, en general, presenta crecimientos positivos, con muchas economías apoyadas en



el buen comportamiento de los servicios y el inicio de la temporada turística. **Esta pérdida de dinamismo puede intensificarse a partir del otoño, dejando crecimientos negativos en la parte final del año y en el inicio de 2023 en varias economías**, mientras que se espera que se produzca una posterior mejoría de la situación, principalmente en la segunda mitad del próximo año.

En **EE. UU.**, a pesar de la sorpresa que supuso la contracción del crecimiento estadounidense en el primer trimestre del año (-0,4% trimestral), **la economía del país parece mostrar cierto dinamismo** mostrando, algunos sectores manufactureros, problemas derivados de las dificultades que aún persisten en las cadenas de suministro que están siendo compensados por la mejor evolución de los servicios. Por su parte, **en la eurozona se prevé una ralentización del crecimiento en el segundo trimestre, si bien, de cara a la parte final del año, hay muchas dudas e incertidumbres** condicionadas, en buena medida, por el riesgo de que Rusia pueda cortar, por completo, el suministro de gas, lo que derivaría en una contracción en varios países de la región. Por último, **en China, la actividad del país se está viendo condicionada por los problemas de su mercado inmobiliario y, sobre todo, por las restricciones aplicadas para contener la covid-19. Para la parte final del año se prevé una cierta recuperación** por el apoyo que pueden prestar tanto gobierno como su banco central, en un contexto de contención de los precios.

Con respecto a la evolución de las materias primas, destacan las energéticas, donde las restricciones al petróleo y gas procedente de Rusia continúan tensionando los precios, especialmente en Europa, sin que el paulatino y moderado incremento de la producción de petróleo, por parte de la OPEP, tampoco ayude a reducir significativamente estas tensiones. **La situación con algunas materias primas alimenticias también es complicada en el corto y medio plazo.** Sin embargo, **en otras materias primas metálicas los precios se han moderado en el presente año**, frente al notable incremento que se produjo en 2021, aunque, **dada su relación con la transición energética, la evolución de estos precios podría mostrar signos de tensionamiento.**

2. Economía española: se frena el crecimiento

La recuperación de la economía española que comenzó en 2021 está perdiendo intensidad este año debido a la persistencia de varios factores que frenan el crecimiento, como la **escalada de la inflación y los problemas de suministro**. Aunque ya se esperaba una ralentización del crecimiento por todos estos factores, **el dato de Contabilidad Nacional para el primer trimestre supuso una sorpresa negativa**, ya que el 0,2% de tasa intertrimestral representa un significativo freno para la recuperación de la economía.

La **composición del crecimiento introduce, asimismo, ciertos elementos de preocupación**. Entre ellos caben destacar **la caída del consumo de las familias, el aumento del gasto público, el incremento de los costes empresariales, que hacen que los márgenes se sigan reduciendo,**



y la notable reducción acumulada de la productividad. Para los próximos trimestres, se espera que la economía española muestre un comportamiento más favorable a la vista de la positiva evolución de los flujos turísticos entre otros factores. Con todo, el crecimiento será, todavía, bastante contenido y con notables diferencias entre sectores.

Los factores de riesgo anteriormente comentados están impactando, principalmente, en la actividad industrial y en el sector primario, más dependientes de los productos energéticos y de determinadas materias primas. Por su parte, los cuellos de botella en la distribución de materias primas y componentes afectan a la industria del automóvil, a lo que se une la baja demanda de vehículos en nuestros principales mercados, condicionando la evolución de la producción y de las exportaciones. El aumento sostenido del precio de los *inputs* está incidiendo negativamente sobre la actividad empresarial. Las empresas manifiestan un fuerte encarecimiento de sus costes operativos (suministros, transportes y costes laborales), que se están trasladando solo parcialmente a sus precios finales. En cuanto al sector de los servicios, este continúa recuperándose tras el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia y la llegada del buen tiempo desde Semana Santa. Las expectativas del sector continúan mejorando, tras el bache de finales de 2021 y principios de 2022, y las perspectivas para los próximos meses son positivas, sobre todo en lo que respecta a turismo y hostelería.

Con respecto al sector exterior, se presenta una evolución más dinámica de las importaciones que la de las exportaciones, dando como resultado un repunte significativo del déficit comercial durante el primer cuatrimestre del año (-21.810,9 millones de euros, frente a los -4.559,7 millones del mismo periodo de 2021). En la misma línea, según los datos de la Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en los cuatro primeros meses de 2022 el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 4,1 miles de millones frente a los 0,5 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior.

En 2022 el mercado laboral está mostrando una evolución favorable, que contrasta con la incertidumbre creciente en relación con la actividad económica que se está produciendo en los últimos meses y el notable aumento de los precios. Sin embargo, hay que destacar que, en términos de horas trabajadas, estas se sitúan cerca, aunque todavía por debajo, de las cifras precrisis. En concreto, la cifra del primer trimestre de 2022 es un 0,5% inferior a la del último trimestre de 2019. En este sentido, hay que destacar que la actividad económica, en el primer trimestre de 2022, todavía continúa un 3,6% por debajo de los niveles prepandemia.

Esta evolución del empleo en el sector privado denota el esfuerzo que están realizando las empresas para contratar nuevos trabajadores en un contexto marcado por la elevada incertidumbre. Hay que destacar la evolución desigual del empleo por sectores productivos. La mayor parte del empleo creado en los últimos meses procede del sector servicios. Dentro de este sector, sobresale el dinamismo de las actividades relacionadas con la hostelería, favorecidas por la inexistencia de restricciones asociadas a la pandemia y por las buenas condiciones climatológicas. El buen comportamiento del empleo en los últimos meses ha permitido que el paro continúe descendiendo en lo que va de 2022, de forma que, actualmente, ya hay



menos de 3 millones de parados registrados. En los próximos meses se espera que el mercado laboral continúe mostrando un comportamiento positivo, favorecido por la estacionalidad propia de la temporada estival.

Con respecto la evolución de la inflación, esta ha continuado aumentando intensamente durante la primera mitad de 2022, alcanzando, en el mes de junio, una tasa del 10,2%, la más elevada desde abril de 1985. **El encarecimiento de los productos energéticos, derivado del aumento de las materias primas en los mercados internacionales, continúa siendo el principal elemento inflacionista,** si bien comienzan a observarse aumentos de precios notables en otros componentes, como los alimentos. En este contexto, **la inflación se erige como uno de los principales factores de preocupación en el momento actual.** Sin embargo, **hasta el momento los incrementos salariales están siendo moderados,** gracias a que durante los últimos años se ha reducido, considerablemente, el porcentaje de convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda.

La economía española afrontará el final de 2022 y un comienzo del año 2023 con una enorme incertidumbre. Es previsible que el PIB en España no alcance el 4% de crecimiento este año y se sitúe por debajo del 3% en 2023. Estas previsiones no contemplan un escenario de recesión, aunque no se puede descartar que, en la parte final de 2022 y/o al comienzo de 2023, se produzca alguna caída de la actividad en algún trimestre. La inflación se situará, en media, en registros cercanos al 8% en 2022, siendo factible que el menor dinamismo de la actividad, en 2023, y las medidas adoptadas frenen el avance de los precios hacia tasas por debajo del 3% el próximo ejercicio.

El mercado laboral seguirá mostrando vigor en 2022 por los altos ritmos de creación de empleo de la primera parte del año y la recuperación del turismo en la temporada estival, **pero que difícilmente se podrán mantener en el otoño y en 2023.** Como consecuencia, **la tasa de paro se reducirá por debajo del 14% en 2022, manteniéndose alrededor del 13% en 2023.**

Este patrón de crecimiento, junto con un mayor aumento de los precios energéticos derivado del conflicto, tendrá un impacto muy significativo sobre nuestra balanza por cuenta corriente, lo que podría hacer que la economía española dejase de registrar superávit en su balanza por cuenta corriente tras 9 años de cifras positivas. Junto a este desequilibrio, **una de las grandes vulnerabilidades de la economía española es la situación del sector público por la magnitud del déficit (en el entorno del -5% del PIB) y la deuda pública (117% del PIB), a la que hay que sumar el déficit estructural (alrededor del -4% del PIB).** El proceso de normalización de la política monetaria y su consecuente encarecimiento de las condiciones de financiación, junto con el aumento de la prima de riesgo, hace que cada vez sea más necesario establecer una estrategia fiscal a medio plazo que sea creíble, realista y que integre todas las medidas de política económica, incluido el impacto del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

Ahora bien, **todo este escenario está sometido a riesgos a la baja. Una de las claves, en este momento, es no iniciar una espiral precios-salarios.** En los agentes sociales está la



responsabilidad de que no se produzcan efectos de segunda ronda en la economía a través de la negociación colectiva de los salarios, donde la moderación y la prudencia tienen que jugar un papel clave. **Las empresas no han venido trasladando, de forma plena, a los precios de sus productos el aumento de sus costes, lo que conlleva una contracción de sus márgenes**, según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).

3. La realidad de los beneficios empresariales en la coyuntura actual: los riesgos de los nuevos impuestos

Recientemente, en la búsqueda de culpables sobre los que poder descargar la responsabilidad del fenómeno inflacionario, se ha abierto una controversia que ha relacionado, erróneamente, el incremento de los precios con los beneficios empresariales. Se trata de un argumento técnicamente incorrecto y muy peligroso para la necesaria recuperación económica, que, recordemos, todavía permanece incompleta.

Los resultados empresariales son, claramente, la variable más rezagada en la recuperación, de manera que aún no han recuperado los niveles previos a la crisis pandémica, al contrario que los costes laborales y los impuestos netos de subvenciones. La pérdida acumulada del Excedente Bruto de Explotación (EBE) comparando con el nivel de 2019 era de casi 100.000 millones de euros a cierre de 2021 (casi 65.000 en 2020 y casi 34.000 en 2021), mientras que la del Excedente Bruto de Explotación de las sociedades no financieras era de casi 75.000 millones.

Además, estos indicadores (EBE y EBE de sociedades no financieras) se sitúan, todavía, claramente por debajo de los niveles previos a la pandemia, con una brecha del -6,2% y del -8,8% respectivamente. De igual modo, con los datos de la Central de Balances del Banco de España, se observa que tanto los beneficios brutos de explotación, partida asimilable a los beneficios operativos, como el resultado neto ordinario, asimilable a los beneficios netos, se situaban, a cierre de 2021, todavía un -24% y un -52% por debajo de los niveles precrisis, con casi un tercio del total de empresas en pérdidas.

En el lado contrario, contrasta el mejor comportamiento de la remuneración de asalariados, que se situaba, a cierre del pasado año 2021, próxima a alcanzar ya su nivel previo a la crisis de la covid-19, a tan solo un 0,5% de distancia. Esta buena evolución de la remuneración de asalariados (también en términos de puestos de trabajo), junto con la notable caída de la productividad, ha generado un importante aumento de los costes laborales unitarios, que no han dejado de crecer desde el inicio de la pandemia, y se encontraban, a cierre de 2021, un 5,8% por encima de los niveles de finales de 2019. De igual modo, los impuestos netos sobre la producción y las importaciones, el otro componente del PIB por el lado de las rentas, se sitúa, en términos de producción constante, un 1,1% por encima de los niveles previos a la crisis.

Es fácil inferir que la variable que peor se ha comportado (los resultados empresariales) no puede ser la responsable de los incrementos de los precios (deflactor del PIB), sino, por el



contrario, deben serlo aquellas variables que sí han sido más dinámicas (sobre todo los costes laborales). Así, **los costes laborales unitarios explicarían hasta un 83,4% de la variación del deflactor entre 2019 y 2021**, mientras que los resultados empresariales apenas explicarían el 11,7%. Por su parte, llama la atención que, pese a su reducido peso en el total del PIB, **los impuestos netos de subvenciones explican hasta el 35% de la variación del deflactor del PIB en el ejercicio 2021**.

En cualquier caso, en el período reciente los niveles de crecimiento del deflactor del PIB son muy inferiores a los de otros indicadores como el IPC. Puesto que el deflactor de las importaciones resta al deflactor del PIB, **esto refleja que una buena parte de la inflación actual es importada**, debido a las tensiones a nivel internacional en distintas materias primas y cadenas de suministro, un motivo más para no culpar a nuestro tejido empresarial que, precisamente, es uno de los grandes perjudicados de estas tensiones comerciales globales.

Los datos más recientes apuntan a que la tímida normalización del EBE, que tuvo lugar en algunas fases de 2021, podría estar frenándose, de manera que, en el primer trimestre, esta variable es un -5,1% inferior al dato del cuarto trimestre del pasado año (2021), lo que supone un retroceso de 7.000 millones. Por el contrario, tanto la Remuneración de Asalariados como los Impuestos netos sobre la producción han alcanzado el récord máximo de la serie histórica en el primer trimestre de 2022, demostrando un renovado dinamismo.

Todo lo anterior ha hecho que, **con respecto a la situación previa a la pandemia, las rentas salariales hayan ido ganado peso en el PIB mientras que los beneficios empresariales lo han perdido.** De este modo, **en 2021 la Remuneración de Asalariados concentra ya el 47,5% del PIB y, en contraste, el Excedente Bruto de Explotación representa el 42,1% del PIB**, por lo que **la brecha entre ambos se ha ampliado hasta los 5,5 puntos, desde los 2,8 puntos de distancia existentes en 2019.**

A excepción de Portugal, que experimenta una caída similar, **la evolución de los resultados empresariales (aproximados con el EBE) en España, durante los últimos dos años, muestran el peor comportamiento de toda la Unión Europea.** Así, **mientras en España el Excedente Bruto de Explotación continúa, a cierre de 2021, un 6,2% por debajo del nivel prepandemia, en la práctica totalidad de los países europeos, el EBE no solo ha recuperado los niveles anteriores a la crisis, sino que los ha sobrepasado ampliamente.** Por ejemplo, en el conjunto de la UE-27 el EBE ya se sitúa un 5% por encima del nivel de cierre de 2019 y, en el caso de Irlanda, este indicador crece hasta un 26% con respecto a los niveles previos a la crisis. **Tan solo Italia, España y Portugal presentan un EBE todavía inferior al de antes de la pandemia.**

Esta situación es preocupante porque la evolución del EBE explica, en buena medida, la evolución del PIB, de modo que **la recuperación de la actividad económica se encuentra estrechamente vinculada con la del Excedente Bruto de Explotación.** Así pues, **el retraso en la normalización del EBE con respecto a nuestros principales socios europeos lastra, a su vez, la recuperación económica en términos comparados.** De este modo, **mientras que muchos**



países ya han superado ampliamente los niveles de PIB nominal del año 2019, en España aún contamos con una brecha del -3,2%. Por ello, lo que se debe hacer es **favorecer la normalización de estos resultados empresariales, en lugar de introducir aún más obstáculos a este proceso**. O, dicho de otro modo, **sin recuperación empresarial no hay recuperación económica**.

Además del mal comportamiento de beneficios, se observa también, tal y como ha analizado recientemente el Banco de España, **una contracción de los márgenes, que refleja que todas las fuertes presiones en costes que sufren las empresas no se trasladan a precios finales**. Ya sea que el margen se aproxime como el cociente entre el EBE y el VAB, como el cociente entre el EBE de sociedades no financieras y el VAB de sociedades no financieras, o como la ratio entre el resultado económico bruto y la facturación recogida en la Central de Balances del Banco de España, se observa una caída de márgenes a finales de 2021 con respecto a los niveles de 2019; en concreto, **esta contracción del margen es de 4, 3 y 2 puntos porcentuales, respectivamente, en función del indicador utilizado**.

Por último, y como es bien sabido, cabe destacar que **el principal beneficiado del proceso inflacionario es el sector público**, en tanto que, con las mismas tarifas impositivas, **ve incrementada su recaudación, y reducidos sus ratios de déficit y deuda pública, por la mayor actividad que tiene lugar en términos nominales**. La recaudación, en términos de PIB, se ha incrementado desde el 39,3%, en 2019, hasta el 41% a finales de 2021; es decir, un incremento de la presión fiscal de casi dos puntos. A su vez, **en los primeros meses de 2022 se han registrado niveles récord de recaudación, con un incremento en el acumulado hasta mayo del 27,7% con respecto al mismo período del ejercicio 2019, previo a la crisis**.

Si los resultados y los márgenes empresariales (a diferencia de los costes laborales y los impuestos) **son la variable más rezagada en la recuperación** (también a la cola en el contexto europeo), **una buena parte de la inflación que padecemos es importada, y la recaudación tributaria**, en parte gracias a dicha inflación, **está mostrando un dinamismo nunca visto**, ni siquiera en tiempos de bonanza, **carece de toda lógica**, primero **señalar a los beneficios empresariales como los responsables** del episodio inflacionario, y segundo, **plantear medidas de aumentos impositivos sobre este tejido empresarial** que suponen **intensificar las presiones en costes que ya está sufriendo y lastrar, aún más, la recuperación económica**, todavía incompleta.

A pesar de ello, **el Gobierno ha anunciado recientemente, en el debate sobre el estado de la nación, la creación de dos nuevos impuestos** sobre los denominados «beneficios extraordinarios» de algunas compañías del sector energético y del sector financiero. Bajo ambos impuestos subyace la cuestión sobre cómo establecer que un determinado nivel de beneficio es «normal» y un nivel superior de beneficio es «excesivo», lo que, además de ser subjetivo, contradice la idea de eficiencia económica debido a que la empresa desconoce qué beneficio va a ser considerado excesivo por el Gobierno de turno y no puede reaccionar ajustando su comportamiento, lo que comportará un descenso de la inversión, creación de empleo y riqueza.

Este tipo de impuestos, en la limitada experiencia comparada, contribuyen a la minoración de la riqueza y rentas de los accionistas (con la consecuente menor tributación por esta vía),



reducen la inversión (y, por lo tanto, el crecimiento económico y la creación de empleo) y elevan los precios al limitar la oferta, puesto que reducen el beneficio que los inversores podrían esperar obtener. Es decir, son **impuestos ineficaces, ineficientes y que elevan la inflación. Este tipo de medidas, sobrevenidas y repentinas, son un peligroso precedente** contrario a los principios fundamentales de las buenas prácticas regulatorias; en concreto los principios de estabilidad y predictibilidad, y, por lo tanto, **generan incertidumbre e inseguridad jurídica, lo que, de nuevo, afecta negativamente a la inversión**, especialmente aquellos proyectos de carácter irreversible y con un horizonte temporal de largo plazo.

Es importante tener presente que la economía se encuentra muy interrelacionada, por lo que **estas secuelas no solo afectan a los sectores concretos sobre los que se focaliza la medida, sino que se extienden a otros sectores productivos, de manera que la merma de actividad y empleo se deja sentir sobre el conjunto de la economía**. Con base en estimaciones a partir de las tablas *input-output*, se calcula que **estas subidas de impuestos empresariales podrían tener un impacto contractivo, sobre la actividad económica total, de casi 5.000 millones de euros; es decir, cuatro décimas de PIB de 2021, y una contracción del empleo del 0,4%, lo que se corresponde con una pérdida de casi 72.000 ocupados**. Además del impacto directo e inmediato sobre los sectores afectados, una buena parte de este impacto negativo se debe al efecto arrastre de estos sectores y su transmisión al resto de la economía a medio plazo.

Por último, cabe señalar que, en función del desarrollo final de la propuesta y su encaje normativo, **no podemos descartar que se produzcan recursos en los tribunales de justicia y, con los antecedentes de otras reformas anteriores, el control judicial podría dar lugar a la anulación total o parcial de los impuestos**, ya sea por motivos de retroactividad, de vulneración de la capacidad económica o, incluso, formales, **con el consiguiente coste añadido para los contribuyentes españoles que se sumarían a los efectos nocivos para la inversión, la actividad y el empleo ya reseñados**.

4. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica para luchar contra la inflación

Este **contexto económico** que caracteriza la evolución de la economía española en el periodo reciente introduce una serie de **desafíos para la política macroeconómica** que se pueden sintetizar en **cómo poder estabilizar y controlar la evolución de la inflación sin perjudicar demasiado al crecimiento económico y la estabilidad financiera**. Se requiere de un **conjunto de medidas de política económica que minimicen el escenario inflacionista** sobre la economía española y flexibilicen los mercados, reforzando el anclaje de las expectativas de inflación y evitando efectos de segunda oleada que generen mayor inestabilidad y persistencia de un incremento generalizado de los precios.

Las **claves** de la política económica para la economía española, dejando de lado la actuación por parte de la autoridad monetaria, son, por una parte, el **compromiso activo con los objetivos**



de estabilidad marcados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, junto con el **anuncio e implementación de reformas orientadas a la reducción de costes, fomento de la actividad empresarial e inversión y mejora de la competencia**, esto es, las específicas que promuevan la mejora de la **productividad agregada**.

En **otros episodios de recuperación** experimentados en los últimos años por la economía española se ha comprobado que **siempre que se ha ligado la actividad con estas premisas de política económica, aumenta la probabilidad de sostener el crecimiento y de reducir la tasa de paro sin generar inflación**, incluso en un contexto de cambios sobre la estructura económica. Esto **generalmente se produce siempre y cuando el crecimiento venga acompañado de una expansión de nuestros mercados y de la competencia**.

Con respecto el compromiso de la política presupuestaria con la estabilidad y el crecimiento, en la actual situación económica, **cualquier actuación** por el lado de la política fiscal **que se requiriera para paliar las consecuencias de una prolongada y generalizada elevación de los precios debería ser muy selectiva** en cuanto a la dirección de medidas hacia los colectivos (familias y empresas) que están siendo **más vulnerables** bajo estas perturbaciones, **tener un componente temporal** en cuanto a su ámbito de aplicación, **apoyarse en los mecanismos extraordinarios de actuación que se provean desde el ámbito comunitario y articularse en instrumentos que no distorsionen los ajustes que puedan producirse sobre los precios vía mercados**. En cualquier caso, **es fundamental que la actividad del sector público no contribuya a generar efectos de segunda ronda sobre los precios, por lo que es importante que no se produzca una indexación en las partidas de gasto**.

La necesidad de acción de los poderes públicos hacia la promoción de las condiciones que generan un entorno de estabilidad es aún más perentoria si se consideran los retos a los que se enfrenta nuestro Estado de Bienestar vinculados con el envejecimiento de la población, el cambio de las condiciones de financiación y los compromisos que se derivan de nuestra pertenencia a la UEM y la excepcionalidad del momento que hemos vivido con la suspensión de las reglas fiscales. Asimismo, dada la elevada cuantía monetaria del gasto que realizan las Administraciones Públicas en España y que en estos momentos equivale a la mitad del PIB, **cobra una especial relevancia la eficiencia de dicho gasto público**. Sobre esta cuestión en España se presenta **un amplio margen de mejora**, como ponen de manifiesto diversos estudios nacionales e internacionales, que, en una comparativa internacional, sitúan a la economía española en posiciones claramente más desfavorables que la media de la OCDE y de la UE.

Junto con lo anterior, **es imprescindible que se establezcan y extiendan los principios que subyacen en la «Better Regulation»**, puesto que **introducen certidumbre, generan confianza en los consumidores y las empresas y favorecen el anclaje de las expectativas sobre la evolución futura de los precios y costes**.

Dentro del anuncio y aprobación de distintas **medidas que ha llevado a cabo el Gobierno y que adolecen de los principios de prudencia, transparencia y credibilidad enunciados con**



anterioridad, destacan las que afectan al sector eléctrico, al sector bancario y al de la vivienda en alquiler. Estas medidas contravienen varios de los principios fundamentales de las buenas prácticas regulatorias y de regulación inteligente, en tanto que suponen cambiar, de manera sobrevenida y repentina, las normas del juego, por lo que no se respetan los principios de estabilidad y predictibilidad, y se vulnera la seguridad jurídica. Ello genera un elevado nivel de incertidumbre regulatoria, y van en contra del derecho de la propiedad privada y la libertad de empresa, lo que afecta negativamente a las expectativas y a la inversión de sectores fundamentales para la competitividad de nuestra economía, especialmente dada la naturaleza habitual de los proyectos, de carácter irreversible y con un horizonte temporal de muy largo plazo.

En cuanto a la **mejora de la productividad** como factor de minoración del impacto negativo de la subida generalizada de los precios, **es imprescindible avanzar en un marco institucional de las relaciones laborales, adaptado a las nuevas relaciones económicas y en el que la normativa laboral ofrezca opciones que permitan no aumentar los costes no salariales, mejore los mecanismos de flexibilidad interna de las empresas e incentive la creación de empleo.** Junto con lo anterior, **es necesario mejorar las políticas activas de empleo.** El capital humano es un factor clave para competir en una economía global y la formación es un **objetivo estratégico para hacer a las empresas más competitivas en un mundo en constante evolución.**

De igual forma, unos **mercados de factores flexibles y dinámicos** facilitan la tarea de asignación y reasignación de los recursos hacia sus usos más productivos, favoreciendo la adaptación ágil a los distintos contextos económicos, y, por tanto, favoreciendo tanto la **creación como el crecimiento empresarial, así como su productividad.** Para ello **es imprescindible que las actividades productivas puedan establecerse libremente y ejercer, de igual forma, su actividad empresarial y se fomenten todas aquellas medidas que faciliten el crecimiento empresarial para que el conjunto de la economía se beneficie de las ventajas de este crecimiento, y también para que se consoliden empresas de mayor tamaño.**

Por último, el aumento de la productividad y, por tanto, del producto potencial de la economía española está íntimamente relacionado con una adecuada asignación y gestión de los fondos europeos «Next Generation», puesto que estos fomentan y orientan las inversiones necesarias para la transformación económica que se sustenta tanto en la digitalización como en la transición energética y la sostenibilidad, y que impulsarían la competitividad de la economía.

Palabras clave: crecimiento, precios, inflación, riesgos, materias primas, tipos de interés, incertidumbre, expectativas, pandemia, mercado laboral, empleo, productividad, política monetaria, déficit, deuda pública, costes laborales, impuestos empresariales.



La inflación y la incertidumbre frenan la recuperación de las empresas

1. Economía mundial: pérdida de dinamismo y previsiones a la baja

1.1. Introducción. Presiones inflacionistas, tensiones geopolíticas y desaceleración del crecimiento

La economía mundial continúa marcada por fuertes presiones inflacionistas y señales de desaceleración en el ritmo de crecimiento debido a los desajustes entre oferta y demanda a nivel global. Estos desequilibrios se han visto acrecentados por la guerra en Ucrania y los efectos derivados de la misma, así como por las restricciones a la actividad en China, con su política de tolerancia cero con la covid-19, que inciden negativamente sobre las cadenas de producción y suministros, y también sobre el comercio mundial.

En la parte final del año 2021 y en el inicio de 2022 comenzaron a vislumbrarse notables tensiones inflacionistas como consecuencia de las diferencias entre la fortaleza de la demanda, apoyada en el ahorro embalsado de los hogares y en las políticas expansivas tanto de gobiernos como de bancos centrales, que contrastaba con la debilidad de la oferta. Así, la producción de servicios acusaba aún, en muchos países, las restricciones impuestas durante la pandemia, mientras que las de bienes también estaba condicionada por la existencia de cuellos de botella y problemas en el transporte marítimo. A ello se unía el aumento del precio de las materias primas, por las dificultades, en algunos casos, para recuperar los niveles de producción previos a la pandemia y la escasez de mano de obra, especialmente en determinados sectores y países, lo que contribuía a aumentar la presión sobre los precios. Sin embargo, en el inicio del año las perspectivas eran positivas y apuntaban a que, sobre todo a partir del segundo trimestre, se irían reduciendo paulatinamente los desajustes, solucionando los problemas de oferta, y las tasas de inflación volverían en la parte final del año, o en el inicio de 2023, a niveles similares a los de antes de la crisis.

Este panorama ha cambiado tras la invasión rusa de Ucrania a finales de febrero. Al margen del drama humano que supone, las consecuencias sobre la economía también son muy intensas. Se está produciendo una severa recesión en Ucrania, con la destrucción de numerosas infraestructuras y la pérdida de producción en el país. También se da una notable contracción en la economía de Rusia, como consecuencia de las sanciones impuestas. Además, los efectos se extienden a la economía global, aunque son más acusados en los países europeos. **Se está produciendo un notable incremento en el precio de muchas materias primas,**



destacando el petróleo y el gas, que es más intenso en Europa, dada la dependencia de la región con la producción rusa, que supone el origen del 20% de las importaciones de petróleo y del 35% de las de gas. Otras materias primas, en especial algunas agrícolas, de las que Rusia y Ucrania son grandes productores, también están incrementando notablemente sus precios, dejando sentir sus efectos principalmente en los países con rentas más bajas.

Adicionalmente a las presiones en los precios, **el conflicto bélico en Ucrania también está aumentando la incertidumbre y la tensión geopolítica**, con el riesgo de fraccionamiento del comercio mundial en bloques, lo que restaría eficiencia al mismo y detraería fortaleza al crecimiento global. **Al mismo tiempo, agrava los problemas existentes en las cadenas de suministro de determinados bienes.**

Los problemas en las cadenas de producción y distribución también se han visto afectados por la evolución de la pandemia. A pesar de los avances en la vacunación a nivel mundial, esta sigue siendo desigual por regiones y también es diferente la forma en la que los gobiernos están afrontando los nuevos rebrotes y variantes. **En Asia, y en particular en China, se han producido confinamientos en la población, con notables restricciones a la actividad en empresas y puertos.**

Por tanto, **en los últimos meses, en vez de relajarse las presiones sobre la inflación, estas han aumentado.** En este contexto de elevadas inflaciones, situadas en máximos de más de 40 años en muchos países, **los bancos centrales están acelerando el endurecimiento de sus políticas monetarias**, ante el riesgo de desanclaje en las expectativas de inflación en el medio y largo plazo. El aumento de los tipos de interés y las menores compras de deuda pública incrementarán los costes de financiación de Estados, empresas y familias, **lo que, a su vez, también restará dinamismo al crecimiento, aumentando los riesgos de recesión en varias economías.**



1.2. La persistencia de la inflación acelera el endurecimiento de la política monetaria

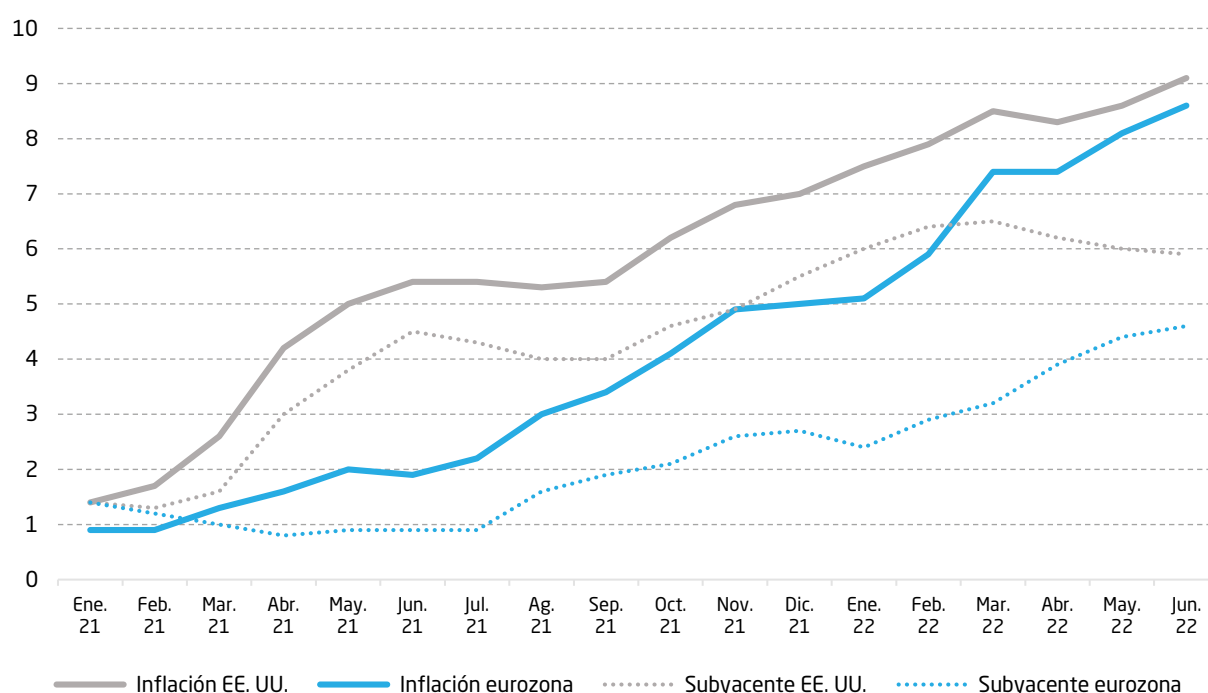
El aumento de la inflación y su persistencia en niveles elevados supone la mayor preocupación en el momento actual. El incremento de los precios está alcanzando sus tasas más altas en los últimos cuarenta años en muchas economías avanzadas, mientras que **las perspectivas de que vuelva a los niveles que consideran objetivo los bancos centrales se han desplazado hasta finales de 2023 o incluso a 2024, acelerando las respuestas de las autoridades monetarias en muchos países.**

En el **Reino Unido la inflación correspondiente al mes de mayo se elevó hasta el 9,1%**, y las expectativas del Banco de Inglaterra es que continúen aumentando en los próximos meses, para cerrar el año alrededor del 11%. Mientras, **en Estados Unidos la inflación también continúa al alza, llegando, en junio, al 9,1%**, la mayor desde finales de 1981. La nota menos negativa es que la inflación subyacente estadounidense sigue dando muestras de haber dejado

atrás su máximo en el pasado mes de marzo, y en junio ha seguido descendiendo, aunque muy suavemente, para situarse en el 5,9%, tasas que son aún muy elevadas. En ambos países hay notables presiones salariales ante la escasez de personal en determinados sectores y las bajas tasas de desempleo de estas economías. Así, la inflación está obedeciendo tanto a presiones ocasionadas por problemas en la oferta como en la demanda, con un sobrecalentamiento de las economías. Por su parte, **la eurozona sigue marcando máximos inflacionistas, alcanzando, en junio, una tasa del 8,6%**, afectada, principalmente, por restricciones de oferta y el aumento de los precios energéticos. Además, la inflación también se está generalizando, lo que se percibe en el aumento de la inflación subyacente, que en junio se situó en el 4,6%, la mayor tasa de su serie histórica, si bien aún permanece en ratios más moderadas que en Estados Unidos.

GRÁFICO 1

Evolución de la inflación en Estados Unidos y en la eurozona



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

1.2.1. La respuesta de los bancos centrales

Como se ha señalado anteriormente, **el incremento y persistencia de la inflación en niveles elevados ha acelerado la respuesta de los bancos centrales**, con un mayor endurecimiento de sus políticas que lo apuntado hace apenas unos meses.

La disyuntiva a la que se enfrentan las autoridades monetarias es compleja. Por un lado, el aumento de los tipos de interés es la respuesta de la política monetaria para contener los altos

niveles de inflación, ya que debiera contribuir a enfriar la demanda por la vía del aumento de los costes de financiación. Sin embargo, esta situación es preocupante en una economía mundial con niveles de endeudamiento muy elevados y con el riesgo de que la ralentización de la actividad, que ya se está produciendo, se agrave aún más, llevando a determinados países a la recesión económica, principalmente en aquellos donde los problemas se derivan de las restricciones de oferta, y no tanto por exceso de demanda. Por el contrario, la inacción pudiera llevar a que se dilatasen, todavía más, los altos niveles de inflación, con mayores efectos de segunda ronda, lo que pudiera derivar en intervenciones aún más intensas de los propios bancos centrales en el futuro, perjudicando, en mayor medida, al crecimiento y al empleo. **La respuesta, en la mayoría de los casos, está siendo aumentar la contracción monetaria.** De hecho, 75 bancos centrales ya han aumentado sus tipos de interés desde julio de 2021, con alzas de mayor cuantía en las economías emergentes que en las avanzadas.

De entre los principales bancos centrales, **la Reserva Federal se está mostrando como uno de los más agresivos** en su intento de contener el aumento de los precios, que acusan presiones tanto de la oferta como de la demanda. **En su reunión de junio ha incrementado los tipos de interés en 75 puntos básicos**, hasta el intervalo entre el 1,5% y el 1,75%. Un alza de esta magnitud no se producía desde 1994 y es probable que puedan darse subidas de la misma cuantía en la próxima reunión de finales de julio, e incluso en la de septiembre, para, posteriormente, moderar el ritmo. **Se prevé que cierre el año con los tipos de interés por encima del 3%** y que se sitúen próximos al 4% a finales del 2023. Además, **también ha comenzado a reducir su balance**, que estaba alrededor de los 8,9 billones de dólares, tras duplicarse en los últimos dos años por las políticas para luchar contra la pandemia, y que equivale al 37% del PIB de Estados Unidos. Desde junio reduce a razón de 47.500 millones de dólares al mes, y está previsto que, a partir de septiembre, el ritmo aumente hasta los 95.000 millones al mes. **Estos movimientos están provocando una apreciación del dólar** frente a las principales divisas, con el yen en mínimos de 24 años, y el euro en mínimos de 20 años y alcanzando la paridad.

El Banco de Inglaterra también subió los tipos de interés en junio. El aumento fue de un cuarto de punto, hasta el 1,25%, **siendo el quinto incremento consecutivo y situando los tipos en su mayor nivel en 13 años.** Las presiones inflacionistas en el Reino Unido se producen por el aumento de los precios energéticos, pero también por el calentamiento de la economía, la escasez de trabajadores y el alza del precio de determinados alimentos y bienes tras el Brexit. El endurecimiento de la política monetaria se está llevando a cabo en un momento donde su economía muestra señales de desaceleración para el segundo trimestre, y con notables tensiones con la UE por el acuerdo sobre el protocolo de Irlanda del Norte. A ello hay que unir la crisis de gobierno que atraviesa el país, que ha derivado en el anuncio de dimisión de Boris Johnson. En este marco, el propio Banco de Inglaterra ha señalado el riesgo de que la economía pudiera entrar en recesión.

En la eurozona, la inflación también sigue aumentando y el BCE ha señalado que, en su próxima reunión, que se celebrará el 21 de julio, iniciará las subidas de tipos de interés, una vez que ya ha finalizado su programa de compra de deuda. Se espera un aumento de 25



puntos básicos en los tres tipos claves de la eurozona (el principal de refinanciación, el marginal de crédito y la tasa de depósito), lo que supondría el primer incremento de tipos desde el año 2011. Además, en función de la evolución de la inflación pudiera darse un aumento más agresivo, de medio punto, en septiembre y cerrar el año con el tipo de referencia en el 1% o incluso por encima, y situarse próximo al 2% a finales de 2023.

Esta situación de endurecimiento de la política monetaria ha provocado un **notable repunte del euríbor, y de la rentabilidad de la deuda pública**. Además, **se está produciendo una acusada y rápida ampliación de los diferenciales entre países**, principalmente en las economías periféricas del sur frente a las centroeuropeas. **Estas divergencias provocaron una reunión de urgencia por parte del BCE, a mediados de junio, para frenar los aumentos de las primas de riesgo** que no respondan estrictamente a los fundamentales de cada país.

Además, **la institución prepara un mecanismo para reinvertir de manera flexible los vencimientos** del programa de compra de emergencia frente la pandemia (PEPP), con el objetivo de poder comprar más deuda de los países con más necesidades. No obstante, aún faltan muchos detalles sobre los límites de dicha flexibilidad, las reglas que debe cumplir para que se ajuste a la normativa del BCE, y sobre si conllevará algún tipo de condicionalidad o compromiso por parte de los países que reciban mayores compras de las que les corresponden.

1.3. La economía mundial pierde dinamismo y las previsiones de crecimiento se revisan a la baja

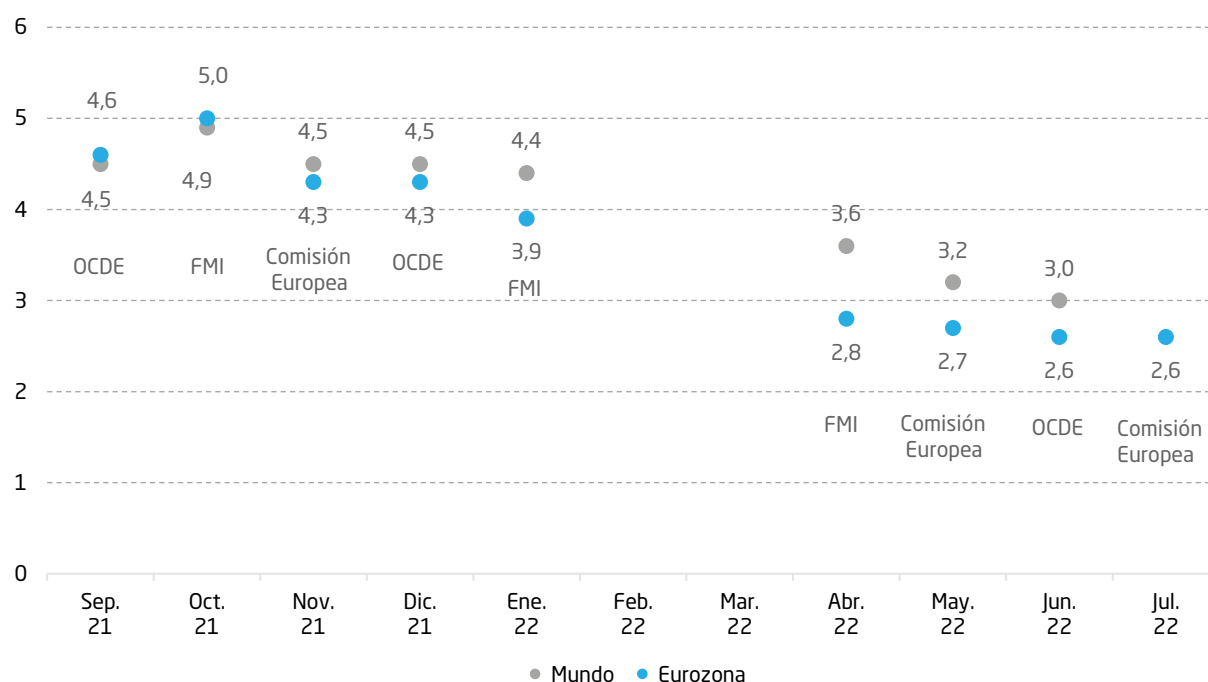
Como consecuencia de los factores anteriormente descritos, **el crecimiento mundial está perdiendo dinamismo**. Esto se refleja en la evolución de los índices PMI y también en la **sistemática revisión a la baja de las previsiones de crecimiento** por parte de los principales organismos internacionales.

La OCDE y el Banco Mundial, en junio, y la Comisión Europea, en julio, han sido los últimos en actualizar sus previsiones, en las que se mantiene esa tendencia a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación, tras señalar que se han materializado algunos de los riesgos que se planteaban en primavera. Por su parte, el FMI también ha avanzado que, a finales de julio, recortará sus estimaciones de crecimiento para el presente año y para el próximo.

La OCDE rebajó en punto y medio, hasta el 3%, sus estimaciones para el crecimiento mundial en el presente año, mientras que el Banco Mundial lo sitúa en el 2,9%, un punto y dos décimas menos que en sus previsiones del pasado enero. Para la eurozona la rebaja es algo mayor, de 1,7 puntos, hasta un crecimiento del 2,6% según la OCDE. Mientras, la Comisión Europea ha recortado en una décima adicional, también hasta el 2,6%, sus estimaciones para la eurozona en 2022 y rebaja en nueve décimas, hasta el 1,4%, las previsiones de crecimiento de 2023.



GRÁFICO 2

Previsiones de crecimiento del PIB para 2022

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos (IEE) a partir de las previsiones de la OCDE, de la Comisión Europea y del FMI.

En cuanto a la inflación, **la OCDE prevé que los precios al consumo se mantengan elevados**, con un aumento adicional promedio de 3,5 puntos a nivel mundial sobre lo estimado antes de la guerra en Ucrania. Se situarían, así, en torno al 5,5% de media en las principales economías avanzadas, y alrededor del 8,5% en el promedio de los países de la OCDE. Con sensibles diferencias entre unas regiones y otras.

Por su parte, **la Comisión Europea ha vuelto a aumentar sus previsiones de inflación para la eurozona, hasta el 7,6% para el presente año y hasta el 4% las de 2023**, lo que supone una revisión al alza de 1,5 puntos para este año y de 1,3 puntos para el próximo.

Todos los principales organismos apuntan a que los mayores incrementos de los precios se producirán en 2022 y posteriormente **la inflación se suavizará en 2023**, a medida que se vayan minorando las presiones sobre las cadenas de suministro, se moderen los precios de la energía y se sientan los efectos del endurecimiento de la política monetaria. No obstante, **la inflación media en 2023 aún se situará, en muchas regiones, claramente por encima de los objetivos de los bancos centrales**.

CUADRO 1

Previsiones de la OCDE (junio 2022) y de la Comisión Europea (julio 2022)**PIB (variación interanual)**

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

Fuentes: OCDE y Comisión Europea.

1.3.1. Riesgos

No obstante, hay que tener en cuenta que la incertidumbre es muy elevada en elementos centrales como la duración del conflicto bélico en Ucrania o la propia evolución de la pandemia a nivel global, y que los riesgos para el crecimiento siguen siendo muy altos, y en general a la baja. Entre ellos destacan una **posible interrupción total del suministro del gas ruso a Europa**, lo que generaría problemas de desabastecimiento en varios países, así como el incremento del coste de las materias primas y mayor presión para las cadenas de suministro globales. Esto incidiría muy negativamente sobre el crecimiento y seguiría presionando al alza los precios, dificultando las decisiones de los bancos centrales, sobre todo del BCE, dado que la eurozona es bastante probable que entrase en recesión si se diese esta situación, tal como ha señalado la propia presidenta del BCE, Christine Lagarde.

También está aumentando el riesgo de que los efectos de segunda ronda se generalicen, lo que dificultaría la contención de la inflación, y esto, a su vez, pudiera derivar en mayor endurecimiento de la política monetaria, lo que, por su lado, detraería mayor dinamismo a la actividad.

Además, **existen los riesgos de que el alza de tipos de interés en las economías avanzadas afecte más de lo previsto al crecimiento de las mismas**, al tiempo que puede **generar mayores dificultades para captar flujos de capital por parte de las economías emergentes** y para los países más endeudados.

A ello **hay que unir las tensiones sociales que pueden darse en las economías de menor renta ante el encarecimiento de los precios de las materias primas**, principalmente de las relacionadas con los productos de la alimentación.

Además, tampoco hay que olvidar que la pandemia sigue aún presente y que un recrudecimiento de la misma o la aparición de nuevas variantes pudieran volver a forzar restricciones en la actividad y en la movilidad, con consecuencias sobre la demanda y la oferta mundial.

Entre los efectos positivos están una moderación más rápida de los precios energéticos que aliviase parte de las tensiones inflacionistas, **o que la fortaleza del mercado laboral, en muchos países, hiciese que el consumo privado mostrase una mayor resistencia al incremento de los precios**, evitando una mayor desaceleración de la economía.

1.3.2. Situación actual

En el segundo trimestre del año, **la economía mundial muestra señales de desaceleración**, aunque, en general, presenta crecimientos positivos, con muchas economías apoyadas en el buen comportamiento de los servicios y el inicio de la temporada turística, mientras que las manufacturas están acusando, en mayor medida, los problemas en las cadenas de suministro, si bien hay sensibles diferencias entre regiones.

Así, **el índice PMI compuesto global del mes de junio registró cierta mejoría** con respecto a los meses de abril y mayo, por cierta recuperación del sector manufacturero, apoyado en el mejor comportamiento de China, una vez que en el país asiático se han relajado las restricciones debido a una evolución más positiva de la pandemia. En contraste, en la eurozona y en Estados Unidos los índices PMI, aunque en terreno positivo, muestran una desaceleración de la actividad. **Sin embargo, en el promedio del trimestre, el índice dejó su peor comportamiento desde el tercer trimestre de 2020.**

Tal como se ha señalado anteriormente, esta pérdida de dinamismo puede intensificarse a partir del otoño, dejando crecimientos negativos en la parte final del año y en el inicio de 2023 en varias economías, mientras que se espera que se produzca una posterior mejoría de la situación, principalmente, en la segunda mitad del próximo año.



1.3.3. Estados Unidos

A pesar de la sorpresa que supuso la contracción del crecimiento estadounidense en el primer trimestre del año (-0,4% trimestral), **la economía del país parece mostrar cierto dinamismo**. Algunos sectores manufactureros sí acusan problemas derivados de las dificultades que aún persisten en las cadenas de suministro, pero en contraste los servicios presentan un mejor comportamiento. Además, **el mercado laboral ha recuperado vigor, y continúa creando empleo a buen ritmo**, volviendo a cifras próximas a las de antes de la pandemia. Por su parte, la tasa de paro se ha mantenido en los últimos cuatro meses en el 3,6%, prácticamente igual que antes de la crisis, y hay notables presiones salariales en muchos sectores. Esta situación, junto con los altos niveles de inflación del país, está facilitando una mayor agresividad por parte de la Reserva Federal.

1.3.4. Eurozona

En la eurozona la situación es algo opuesta. El primer trimestre del año dejó un crecimiento positivo del 0,6% trimestral, mientras que, tras la invasión rusa de Ucrania y los efectos derivados de la misma, **se prevé una ralentización del crecimiento en el segundo trimestre**. En este sentido, las últimas previsiones de la Comisión anticipan un crecimiento nulo en el segundo trimestre y algo mejor en el tercero, aprovechando la temporada estival. **De cara a la parte final del año, hay muchas dudas e incertidumbres** condicionadas, en buena medida, por el riesgo de que Rusia pueda cortar por completo el suministro de gas, lo que derivaría en una contracción en varios países de la región. Mientras, **el mercado laboral de la eurozona también sigue mostrando un buen comportamiento**, con niveles de empleo superiores a los de antes de la pandemia. Por su parte, la inflación continúa marcando máximos en los últimos meses, espoleada por los altos precios de la energía, que se intensifican por la debilidad del euro.

1.3.5. China

La actividad del país asiático se ha visto condicionada en los últimos meses por los problemas de su mercado inmobiliario y, sobre todo, por las restricciones aplicadas para contener la covid-19, con confinamientos en varias ciudades y limitaciones a la producción y a la actividad de sus puertos. **Los índices PMI de marzo, abril y mayo han marcado los peores registros desde febrero de 2020**, si bien en junio ya ha recuperado niveles por encima de los 50 puntos, por lo que se espera que el crecimiento del segundo trimestre sea muy discreto, sin que se pueda descartar una contracción del mismo. **Para la parte final del año se prevé una cierta recuperación**, tras relajarse las restricciones por la pandemia y por el apoyo que pueden prestar tanto gobierno como su banco central, dado que la inflación de precios en el país, de momento, está contenida.



1.4. La evolución de los precios de las materias primas

Como se ha señalado, el alza de los precios de las materias primas, impulsada por la guerra en Ucrania, es uno de los principales elementos que ejercen presión sobre la inflación a nivel mundial. **Destacan las materias primas energéticas, donde las restricciones al petróleo y gas procedente de Rusia están tensionando los precios**, especialmente en Europa, aunque no de igual modo en otras partes del mundo. El paulatino y moderado incremento de la producción de petróleo, por parte de la OPEP, tampoco ayuda a reducir significativamente estas tensiones. Por otro lado, en cuanto al gas, hay que destacar que **la transición energética para reducir emisiones de CO₂ también conlleva un incremento de la demanda de gas a nivel mundial**, ya que será necesario para ir sustituyendo parte del actual consumo de carbón, por lo que se espera que se mantenga cierta presión sobre los precios.

La situación con algunas materias primas alimenticias también es complicada en el corto y medio plazo. El maíz, el trigo o el azúcar presentan alzas superiores al 20% en lo que va de año. Y **la preocupación se centra, especialmente, en aquellas en las que Ucrania y Rusia son grandes productores y exportadores**, dado que el escenario continuará siendo desfavorable durante un tiempo; particularmente en los bienes que produce Ucrania, donde a las dificultades actuales para exportarlos, por el bloqueo de sus puertos, se unirá el problema de la no producción del presente año debido a la propia guerra. Esta mayor escasez seguirá manteniendo un nivel de precios elevado, con principales dificultades para el acceso a estos bienes en los países de menores rentas.

Por otro lado, **en otras materias primas metálicas los precios se han moderado en el presente año**, frente al notable incremento que se produjo en 2021. La contención de los precios se debe, en parte, a la desaceleración de la economía China y la consiguiente menor demanda de estos bienes. Sin embargo, **algunas de estas materias primas serán fundamentales para la transición energética**, en sectores como la construcción de coches eléctricos, de placas solares, etc., por lo que su demanda tenderá a incrementarse en un futuro, máxime teniendo en cuenta que el aumento de la producción mundial de dichos bienes probablemente presente limitaciones y requiera de inversiones adicionales. Por lo tanto, el ritmo de aumento de la oferta se prevé que pueda ser menor que el de la demanda, lo que constituirá un elemento de presión sobre los precios.

Volviendo al petróleo, hay que destacar que, en junio, el precio del crudo Brent se situó en 127,4 \$/barril de media mensual, el más elevado desde julio de 2008. El encarecimiento del crudo es más acusado en la eurozona, donde al alza del precio se suma la debilidad de la moneda europea frente al dólar, situando el precio del Brent en euros en su máximo histórico, un 40% por encima de la cotización en euros de julio de 2008. En los primeros días de julio el precio del petróleo está moderándose ligeramente ante el temor a una mayor desaceleración de la actividad o incluso a una recesión, aunque, en euros, este descenso será menor, ya que se verá compensado, en buena parte, con la depreciación del euro que cotiza en mínimos frente al dólar.



2. Economía española: se frena el crecimiento

La recuperación de la economía española que comenzó en 2021 está perdiendo intensidad este año debido a la persistencia de varios factores que frenan el crecimiento, como la escalada de la inflación y los problemas de suministro. A ello se une la situación derivada del conflicto armado entre Rusia y Ucrania, que introduce una mayor incertidumbre y aumentos adicionales y significativos de costes energéticos y de otras materias primas.

Además, el aumento de la inflación está dando lugar a un cambio de la política monetaria, adelantando subidas en los tipos de interés que no se esperaban hasta 2023, y que pueden lastrar, aún más, la evolución del consumo o la inversión y encarecer la financiación del sector público y privado.

2.1. La actividad se ve lastrada por la persistencia de la inflación y de los problemas de suministro

Aunque ya se esperaba una ralentización del crecimiento por todos estos factores, **el dato de Contabilidad Nacional para el primer trimestre supuso una sorpresa negativa**, ya que el 0,2% de tasa intertrimestral representa un significativo freno para la recuperación de la economía.

A la espera de la publicación de los datos avance del segundo trimestre, **la composición del crecimiento, en el primero, introduce ciertos elementos de preocupación**. Entre ellos caben destacar **la caída del consumo de las familias, el aumento del gasto público, el incremento de los costes empresariales, que hacen que los márgenes se sigan reduciendo, y la notable reducción acumulada de la productividad**. Estos factores, junto con el descenso de los resultados empresariales y cierta incertidumbre acerca de los cambios regulatorios, pueden llevar a un menor dinamismo económico en el futuro y, con ello, a una menor creación de empleo.

De cualquier modo, **se espera que la economía española muestre un comportamiento más favorable en el segundo trimestre**, en parte debido a un efecto rebote tras el deterioro de marzo, **y en el tercer trimestre**, a la vista de la favorable evolución de los flujos turísticos entre otros factores, para ralentizarse en la última parte del año. **Con todo, el crecimiento será todavía bastante contenido y con notables diferencias entre sectores.**

Los factores de riesgo anteriormente comentados están impactando, principalmente, en la actividad industrial y en el sector primario, más dependientes de los productos energéticos y de determinadas materias primas, como cereales o aceites, cuyos precios registran un fuerte incremento.

En este sentido, **los PMI de manufacturas, aunque se mantienen por encima del nivel 50, han mostrado una tendencia claramente descendente durante los últimos meses y se sitúan lejos de los niveles de en torno a 60 puntos alcanzados en los meses centrales de 2021**. Las empresas encuestadas manifiestan una caída de la entrada de pedidos, que se asocia con un



menor consumo debido al aumento de la inflación. **Los retrasos en los plazos de entrega continuaron, aunque con menor intensidad, lo que, unido al incremento de los precios, obliga a las empresas a hacer acopio de inventarios de materias primas y productos semielaborados.** Además, el aumento de los costes de producción sigue siendo motivo de preocupación y su repercusión a los precios finales se está viendo limitada por la menor demanda.

También **los cuellos de botella en la distribución de materias primas y componentes afectan a la industria del automóvil, a lo que se une la baja demanda de vehículos en nuestros principales mercados, condicionando la evolución de la producción y las exportaciones** en lo transcurrido de 2022. Así, durante los cinco primeros meses, la producción de vehículos muestra una caída del -12,6% respecto a 2021 y del -30% en comparación con 2019. En lo que respecta a las exportaciones, hasta mayo, las exportaciones de automóviles registran un descenso del -13,4% frente a lo obtenido en 2021, reflejando, también, el retroceso de la demanda en los principales países de destino. Según el sector, la situación de escasez de componentes, tanto en España como en Europa, no se normalizará hasta los primeros meses de 2023.

Los PMI de servicios, por su parte, continúan en niveles expansivos de actividad y de empleo, pero muestran un menor dinamismo en junio que en meses anteriores. Las empresas manifiestan un fuerte encarecimiento de sus costes operativos (suministros, transportes y costes laborales), que se están trasladando solo parcialmente a sus precios finales, y su actividad también se está viendo afectada por retrasos en los suministros. Además, preocupa la persistencia de la inflación, que supone un lastre para la capacidad de compra de familias y empresas.

El sector servicios continúa recuperándose tras el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia y la llegada del buen tiempo desde Semana Santa. Las expectativas del sector continúan mejorando, tras el bache de finales de 2021 y principios de 2022, y las perspectivas para los próximos meses son positivas, sobre todo en lo que respecta a turismo y hostelería.

Así, **los últimos datos disponibles respecto al sector turístico muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa recuperándose, situándose en cerca de 7 millones de turistas en mayo, 5 veces la cifra del mismo mes del año anterior, y solo un 12% por debajo de los turistas de mayo de 2019**, antes del comienzo de la pandemia, mejorando significativamente con respecto a meses anteriores cuando la cifra de turistas apenas alcanzaba el 70% de las cifras pre-covid. Más aún, el gasto total realizado por los turistas internacionales desde abril y mayo ya prácticamente iguala las cifras de 2019. **Las perspectivas del sector de cara al verano, a la vista de las reservas que se van realizando, son muy positivas y podría ser una temporada récord**, superando las cifras de 2019, ya que España sigue siendo el destino preferido de muchos europeos y, además, se ve favorecido por el elevado índice de vacunación contra la covid-19 conseguido frente a otros destinos.



Desde el punto de vista del sector exterior, **la información de aduanas disponible para los cuatro primeros meses del año muestra una evolución mucho más dinámica de las importaciones de bienes que la de las exportaciones en términos nominales**, debido tanto al mayor avance en términos reales como al incremento de precios de las importaciones. Así, las exportaciones aumentaron un 23,2% interanual (un 5,1% en volumen) y las importaciones un 39% interanual (un 15% en volumen). **El resultado de estos flujos fue un déficit comercial, en este periodo, de -21.810,9 millones de euros, frente a los -4.559,7 millones del mismo periodo de 2021.** En la misma línea, **según los datos de la Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en los cuatro primeros meses de 2022 el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó los 4,1 miles de millones**, frente a los 0,5 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior. Este saldo se debió al notable deterioro del saldo de bienes y servicios no turísticos (con un déficit de -12,1 miles de millones, frente a los 3,2 miles de millones de superávit del mismo periodo de 2021), que se ha visto compensado por el superávit en la balanza de servicios turísticos (12,4 miles de millones, frente a los 0,7 miles de millones del mismo periodo del año anterior), lo que se corresponde con la mejor evolución de los flujos turísticos este año.

2.2. El mercado laboral normaliza su evolución en 2022 y afronta la creciente incertidumbre mejor que la actividad económica

En 2022 el mercado laboral está mostrando una evolución favorable, que contrasta con la incertidumbre creciente en relación con la actividad económica que se está produciendo en los últimos meses y el notable aumento de los precios. Este año el empleo está normalizando su evolución, con un comportamiento, mes a mes, más similar al observado en el periodo 2014-2019, previo al estallido de la pandemia, tras el notable dinamismo de la ocupación registrado en buena parte de 2021.

Hasta el momento, en el primer semestre la evolución del empleo, medida por la afiliación a la Seguridad Social, ha sido más similar a la registrada en ese mismo periodo en los años anteriores a la pandemia. Efectivamente, a partir de febrero, los afiliados han seguido una senda creciente, de forma que, en estos momentos, se superan los 20 millones de afiliados a la Seguridad Social, lo que supone una cifra récord en la serie histórica que comienza en 2001.

Otros indicadores de empleo también reflejan que se han alcanzado los niveles de ocupación previos a la crisis. Así, los ocupados, según la Encuesta de Población Activa, también superaron los 20 millones de personas en el primer trimestre de 2022, el dato más elevado desde 2008. En términos de Contabilidad Nacional, los 18,7 millones de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, en el primer trimestre de 2022, superan en un 0,8% la cifra de empleo de finales de 2019. Sin embargo, hay que destacar que, **en términos de horas trabajadas, estas se sitúan cerca, aunque todavía por debajo, de las cifras precrisis.** En concreto, la cifra del primer trimestre de 2022 es un 0,5% inferior a la del último trimestre de 2019. En este



sentido, hay que destacar que **la actividad económica, en el primer trimestre de 2022, todavía continúa un 3,6% por debajo de los niveles prepandemia.**

Existen algunos aspectos que se deben destacar de la evolución del empleo en la primera mitad de este año (en términos de afiliación a la Seguridad Social). En primer lugar, **el sector privado ha cobrado más protagonismo como dinamizador del empleo**, mientras que el sector público ha frenado notablemente el ritmo de crecimiento de nuevos puestos de trabajo en los últimos meses. Así, mientras la afiliación en el sector privado alcanza tasas interanuales de en torno al 5% en lo que va de 2022, en el sector público las tasas se acercan al 2,5% en los seis primeros meses de este año. Además, también se está reduciendo el número de trabajadores en ERTE, cuya cifra total, en junio, se situó ligeramente por debajo de las 23.000 personas.

Esta evolución del empleo en el sector privado denota el esfuerzo que están realizando las empresas para contratar nuevos trabajadores en un contexto marcado por la elevada incertidumbre. El número de empresas inscritas en la Seguridad Social retrocedió en junio, en un mes en el que tradicionalmente se observa un aumento y todavía hay unas 12.000 empresas menos que en diciembre de 2019. Además, hay que tener en cuenta que los beneficios empresariales, medidos por el Excedente Bruto de Explotación en el primer trimestre de 2022, todavía son un 3,4% inferiores a los correspondientes al cuarto trimestre de 2019. Del mismo modo, las empresas han tenido que hacer frente a un incremento de los costes laborales unitarios en los últimos años, de forma que, en el primer trimestre de 2022, son un 6,4% superiores a los del último trimestre de 2019. Al mismo tiempo, se han producido caídas acumuladas de la productividad en los últimos años, con lo que, en el primer trimestre, esta se sitúa un 4,4% por debajo de los niveles precrisis en términos de productividad por ocupado y un 3% inferior a las cifras prepandemia en el caso de la productividad por hora trabajada.

En segundo lugar, **hay que destacar la evolución desigual del empleo por sectores productivos. La mayor parte del empleo creado en los últimos meses procede del sector servicios.** Dentro de este sector, **sobresale el dinamismo de las actividades relacionadas con la hostelería**, favorecidas por la inexistencia de restricciones asociadas a la pandemia y por las buenas condiciones climatológicas. En cambio, en el caso de la industria y la construcción, el ritmo de crecimiento interanual del empleo (inferior al 3%) es notablemente inferior al registrado por los servicios (superior al 5%) y en la agricultura el nivel de empleo actual es inferior al del año 2021. Estos sectores se están viendo más afectados que los servicios por los factores desfavorables que están condicionando la actividad económica (subida de costes, aumentos de precios, cuellos de botella en los suministros y la guerra en Ucrania, entre otros).

Por ramas de actividad, también se observa una evolución heterogénea de la afiliación efectiva (afiliados excluyendo los trabajadores en ERTE). Comparando los datos de junio de 2019 con los de junio de 2022 (se compara el mismo mes para evitar efectos estacionales), **en 59 de las 87 ramas en total** (CNAE 2009 a dos dígitos), **la afiliación efectiva supera los niveles de hace tres años.** En concreto, por volumen, destacan ramas relacionadas con educación, sanidad, Administración Pública, programación, consultoría y otras actividades informáticas, o



construcción especializada. En cambio, entre las **28 ramas que todavía no han logrado recuperar los niveles de afiliación efectiva de hace tres años sobresalen los servicios financieros, el sector del automóvil, el comercio al por menor, las agencias de viaje, el transporte aéreo, la reparación de ordenadores, las actividades de alquiler y el sector textil, cuero y calzado.**

El buen comportamiento del empleo en los últimos meses ha permitido que el paro continúe descendiendo en lo que va de 2022, de forma que, actualmente, ya hay menos de 3 millones de parados registrados. En concreto, en junio el paro registrado se situó en 2.880.582 personas, el nivel más bajo desde octubre de 2008. Además, hay que destacar el **impulso de la contratación indefinida en este año**, como consecuencia de los cambios recientes en la regulación del mercado de trabajo. Esto ha permitido que este tipo de contratos suponga una cifra cercana al 50% de la contratación registrada total, cuando lo habitual, anteriormente, era una cifra de en torno al 10%.

En los próximos meses se espera que el mercado laboral continúe mostrando un comportamiento positivo, favorecido por la estacionalidad propia de la temporada estival. Sin embargo, no hay que olvidar que las cifras de empleo también estarán condicionadas por las dificultades que están afrontando las empresas, en un contexto de gran incertidumbre, con problemas de suministro de materias primas y el encarecimiento de los *inputs* necesarios para su actividad.

2.3. El encarecimiento de los productos energéticos y otras materias primas mantiene la inflación en tasas muy elevadas

Tras registrar un notable repunte en 2021, **la inflación ha continuado aumentando intensamente durante la primera mitad de 2022, alcanzando, en el mes de junio, una tasa del 10,2%**, la más elevada desde abril de 1985.

El encarecimiento de los productos energéticos, derivado del aumento de las materias primas en los mercados internacionales, continúa siendo el principal elemento inflacionista, si bien comienzan a observarse aumentos de precios notables en otros componentes, como los alimentos.

La inflación subyacente también ha continuado mostrando una senda ascendente hasta el 5,5% registrado en junio, casi 5 puntos por debajo del IPC general, lo que estaría reflejando el esfuerzo del tejido productivo, en una situación todavía muy delicada para muchos sectores, para no repercutir todo el aumento de costes en sus precios finales de bienes y servicios.

Al analizar el incremento de la inflación por partidas, se observa que, en los primeros meses del año, **las subidas más significativas se concentraban en determinados bienes**, pero a medida que han transcurrido los meses, un mayor número de componentes del IPC muestran tasas elevadas.



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

En este contexto, **la inflación se erige como uno de los principales factores de preocupación en el momento actual**. Su importancia no debe ser subestimada, ya que **condiciona las decisiones de familias y empresas, y está dando lugar a un cambio en la orientación de la política monetaria de los bancos centrales**.

Uno de los efectos más preocupantes que podría derivarse de este aumento de la inflación podría ser su traslación a los salarios (efectos de segunda ronda). Sin embargo, **hasta el momento los incrementos salariales están siendo moderados, gracias a que durante los últimos años se ha reducido, considerablemente, el porcentaje de convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda**.

2.4. Perspectivas y riesgos para la economía española

La economía española afronta el final de 2022 y un comienzo del año 2023 con una enorme incertidumbre debido a un conjunto de factores que están afectando de manera negativa al crecimiento, al tiempo que la inflación no da tregua en su tendencia alcista. Esto está generando una serie de desequilibrios macroeconómicos que están cambiando el sesgo de las políticas económicas para impulsar, cuanto antes, la recuperación económica y reconducir dichos desequilibrios.

Es previsible que el PIB en España no alcance el 4% de crecimiento este año y se sitúe por debajo del 3% en 2023. Estas previsiones no contemplan un escenario de recesión, aunque no se puede descartar que, en la parte final de 2022 y/o al comienzo de 2023, se produzca alguna caída de la actividad en algún trimestre. La Comisión Europea, en sus previsiones realizadas el 14 de julio de 2022, **mantiene el 4% de incremento del PIB para este año y revisa, notablemente a la baja, el de 2023 hasta el 2,1%**. Estas estimaciones están en línea con las del Banco de España, que ha reducido las perspectivas de crecimiento para España, para 2022, hasta el 4,1% desde el 4,5% estimado en abril, mientras que, para 2023, el PIB podría avanzar un 2,8%.

La inflación se situará, en media, en registros cercanos al 8% en 2022, siendo factible que el menor dinamismo de la actividad en 2023 y las medidas adoptadas frenen el avance de los precios hacia tasas por debajo del 3% el próximo ejercicio. No obstante, los riesgos son al alza y, probablemente, la inflación pudiera superar estas tasas de variación, tal y como señalan numerosas instituciones y centros de estudios.



El mercado laboral seguirá mostrando vigor en 2022 por los altos ritmos de creación de empleo de la primera parte del año y la recuperación del turismo en la temporada estival, **pero que difícilmente se podrán mantener en el otoño y en 2023**. Como consecuencia, **la tasa de paro se reducirá por debajo del 14% en 2022, manteniéndose alrededor del 13% en 2023**.

En cuanto al saldo exterior, **nuestras previsiones apuntan a un equilibrio de la balanza por cuenta corriente en 2022 y 2023, frente a los superávits de años anteriores**, debido a la intensidad del avance de los precios de las importaciones tanto de bienes como de servicios y la menor fortaleza de las exportaciones a causa de la falta de impulso de la economía mundial, especialmente en Europa.

Por su parte, **el sector público seguirá reconduciendo su desequilibrio fiscal, aunque en menor intensidad debido a la desaceleración económica**. Con todo, en 2022 todavía registrará un déficit abultado, en el entorno del -5% del PIB, pudiendo reducirse en 2023 hasta por debajo del -5% del PIB.

Todo este escenario está sometido a riesgos a la baja. La inflación es una de las principales amenazas en el corto plazo y puede poner en compromiso la consolidación de la recuperación de la actividad y del empleo, por sus implicaciones sobre los tipos de interés, que son los que determinan, a largo plazo, las decisiones de ahorro e inversión.

Una de las claves, en este momento, es no iniciar una espiral precios-salarios. En los agentes sociales está la responsabilidad de que no se produzcan efectos de segunda ronda en la economía a través de la negociación colectiva de los salarios, donde la moderación y la prudencia tienen que jugar un papel clave. Dicha espiral perjudicaría, claramente, al bienestar de los trabajadores, la viabilidad de las empresas y la capacidad de maniobra del sector público.

En este ámbito, **las empresas no han venido trasladando de forma plena a los precios de sus productos el aumento de sus costes, lo que conlleva una contracción de sus márgenes**. Según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) correspondiente al segundo trimestre de 2022, cerca del 77% de las empresas experimentaron, en ese período, un aumento adicional en sus costes de producción como consecuencia del encarecimiento de sus consumos intermedios, mientras que solamente algo más del 38% aumentaron el precio de venta de sus productos.

En lo que respecta a la **confianza, la situación actual de aumento de las incertidumbres que pesan sobre la economía minará la confianza de los consumidores y de los sectores productivos, lo que llevará a los agentes a retrasar o cancelar sus decisiones de inversión y consumo**. Ello dará lugar a un menor avance de la demanda interna.



CUADRO 2

Previsiones económicas para España**(Actualización julio 2022). Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario**

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

(*) Aportación al crecimiento.

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

Fuente: Instituto de Estudios Económicos.



Las dificultades de suministros y los problemas en el transporte están generando cuellos de botella en muchas ramas industriales, provocando retrasos e incluso paralizaciones de la actividad en algunos sectores. Los expertos apuntan que esta situación puede prolongarse a lo largo de 2022 e incluso al inicio de 2023, pero también depende de la situación en el Este de Europa.

Por la parte de sector exterior, en términos de comercio de bienes, las relaciones de España con Rusia y Ucrania son muy limitadas. Las exportaciones totales a Rusia de productos españoles suponen un 0,7% del total y las exportaciones españolas a Ucrania suponen, solamente, un 0,2% del total, por lo que el impacto directo sobre la balanza de bienes sería bastante contenido. No obstante, algunos sectores, como el agroalimentario o el automovilístico, se están viendo significativamente afectados.

El mayor aumento de los precios energéticos derivado del conflicto sí tendrá un impacto muy significativo sobre nuestra balanza de bienes energéticos, con el consiguiente deterioro de la balanza comercial. España se caracteriza por una elevada intensidad importadora de productos energéticos y, en particular, de petróleo. Es decir, requiere de una mayor importación neta de productos energéticos por cada unidad de PIB producida. Este hecho se refleja en un deterioro más intenso de la balanza por cuenta corriente ante aumentos de los precios de los productos energéticos. Aunque durante las últimas décadas hemos asistido a una mejora de la eficiencia energética, el impacto del incremento de los precios sobre este saldo todavía es significativo. De hecho, el impacto sobre la balanza comercial, este año, del mantenimiento de los precios de las importaciones en los niveles actuales, podría hacer que la economía española dejase de registrar superávit en su balanza por cuenta corriente tras 9 años de cifras positivas.

Por otro lado, hay que destacar el **retraso en la ejecución de los fondos europeos**, que podría afectar a la inversión por parte de las empresas. Es fundamental no desaprovechar la oportunidad que brindan estos fondos para afianzar la recuperación y, al mismo tiempo, elevar el crecimiento potencial de la economía española.

Otro riesgo, que afectaría no tanto al crecimiento sino al déficit público, sería un **posible aumento de los costes de financiación de la deuda pública.** El Consejo de Gobierno del BCE, del 9 de junio, decidió finalizar las compras netas de activos bajo su programa de compra de activos (APP) a partir del 1 de julio de 2022, y de cara a los costes de financiación del sector público.

Esto implica que, frente a la situación de estos dos últimos años, en los que el BCE ha estado comprando prácticamente toda la emisión de deuda, para el año 2022 estas compras podrían ser mucho menores, por lo que **habrá que acudir más a mercados internacionales donde los tipos están subiendo.** De hecho, el bono español a 10 años ha pasado de tener una rentabilidad que oscilaba entre el 0,3% y el 0,4% en noviembre de 2021 a situarse por encima del 3% a



mediados de junio. Aunque, tras la reunión de urgencia del BCE, se ha moderado hasta tasas algo inferiores al 2,5%.

Aunque el BCE tiene la intención de continuar reinvertiendo, en su totalidad, los pagos de capital de los valores que vencen adquiridos bajo el APP durante un período prolongado de tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez amplias, esta decisión de política monetaria podría aumentar la prima de riesgo país. Este repunte de las condiciones de financiación se produce en un contexto de aumento del endeudamiento del sector público, que alcanza niveles muy elevados, y en menor medida de las empresas no financieras.

Una de las grandes vulnerabilidades de la economía española es la situación del sector público por la magnitud del déficit (en el entorno del -5% del PIB) y la deuda pública (117% del PIB), a la que hay que sumar el déficit estructural (alrededor del -4% del PIB). De ahí que cada vez sea más necesario establecer una estrategia fiscal a medio plazo que sea creíble, realista y que integre todas las medidas de política económica incluido el impacto del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

3. La realidad de los beneficios empresariales en la coyuntura actual: los riesgos de los nuevos impuestos

3.1. Los beneficios empresariales siguen siendo la variable más retrasada en la recuperación

Recientemente, en la búsqueda de culpables sobre los que poder descargar la responsabilidad del fenómeno inflacionario, se ha abierto una controversia que ha relacionado, erróneamente, el incremento de los precios con los beneficios empresariales. Dado que este argumento es técnicamente incorrecto y sus posibles consecuencias muy peligrosas para la necesaria recuperación económica, que todavía permanece incompleta, a lo largo de este epígrafe se expone cuál es, realmente, la situación de las empresas en la actualidad y cuáles son los verdaderos motores que, en todo caso, estarían impulsando la inflación.

3.1.1. Los resultados empresariales aún no han recuperado los niveles previos a la crisis pandémica, al contrario que los costes laborales y los impuestos netos de subvenciones

Comparando el nivel de beneficios medido por el Excedente Bruto de Explotación (en adelante indistintamente por su nombre completo o EBE) de 2019, en el acumulado de los años 2020 y 2021 se ha producido una pérdida de casi 100.000 millones de euros (casi 65.000 en 2020 y casi 34.000 en 2021). En este contexto, a cierre de 2021, el EBE se encuentra todavía un 6,2% por debajo de los niveles prepandemia. Y si en lugar del EBE para el conjunto de la economía, se utiliza como indicador el EBE de sociedades no financieras, la pérdida acumulada es de casi 75.000 millones de euros, y la brecha con respecto a los niveles previos a la pandemia es aún mayor, situándose, todavía, un -8,8% por debajo de dicha referencia.



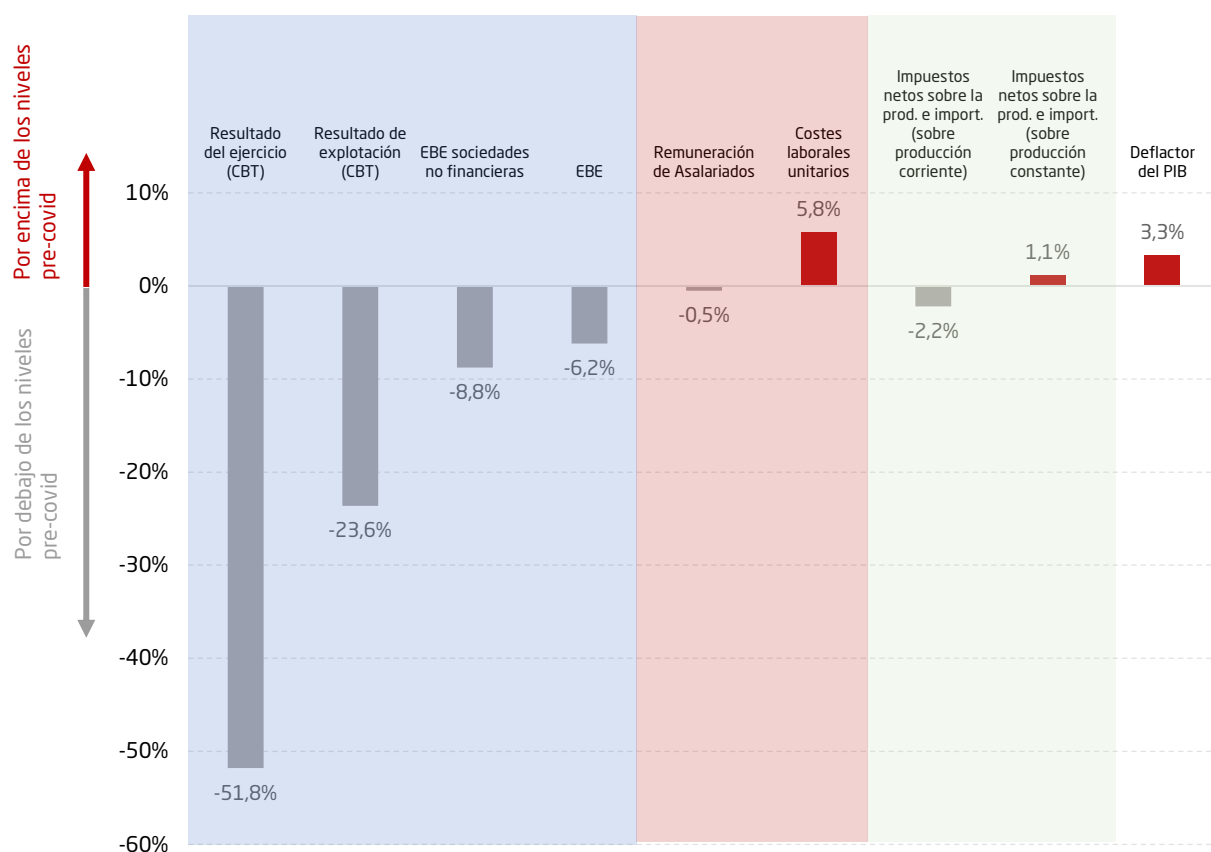
A su vez, **si se atiende a los datos de la Central de Balances del Banco de España**, se observa, igualmente, que **los beneficios brutos de explotación**, partida asimilable a los beneficios operativos, **se situaban, a cierre de 2021, todavía un 23,6% por debajo de los niveles precrisis**; mientras que, en el caso del **resultado neto ordinario**, asimilable a los beneficios netos, **la brecha con respecto a finales de 2019 es todavía más abultada, del -51,8%**. De hecho, de acuerdo con estas estadísticas, **casi un tercio del total de empresas continúa en pérdidas**.

En el lado contrario, contrasta el mejor comportamiento de la remuneración de asalariados, que se situaba, a cierre del pasado año 2021, próxima a alcanzar ya su nivel previo a la crisis de la covid-19, a tan solo un 0,5% de distancia. **Esta buena evolución de la remuneración de asalariados** (también en términos de puestos de trabajo), **junto con la notable caída de la productividad** (de casi el 5% entre 2019 y 2021), **ha generado un importante aumento de los costes laborales unitarios**, que no han dejado de crecer desde el inicio de la pandemia, y **se encontraban, a cierre de 2021, un 5,8% por encima de los niveles de finales de 2019**.

GRÁFICO 3

Brecha con respecto a los niveles previos a la pandemia

(Variación en % entre finales del 2019 y finales del 2021)



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

De igual modo, **los impuestos netos sobre la producción y las importaciones, el otro componente del PIB por el lado de las rentas**, se encontraban, a finales de 2021, en términos nominales, ligeramente por debajo de los niveles prepandemia (-2,2%). Ahora bien, se debe tener en cuenta que la caída de la producción ha sido de mayor cuantía, por lo que, en realidad, una vez realizado este ajuste, se obtiene que los impuestos netos sobre la producción, en términos constantes, han más que recuperado ya los niveles de cierre de 2019.

Es fácil inferir que la variable que peor se ha comportado (los resultados empresariales) no puede ser la responsable de los incrementos de los precios (deflactor del PIB), sino, por el contrario, deben serlo aquellas variables que sí han sido más dinámicas (sobre todo los costes laborales). Así, los costes laborales unitarios explicarían hasta un 83,4% de la variación del deflactor entre 2019 y 2021, mientras que los resultados empresariales apenas explicarían el 11,7%. Por su parte, llama la atención que, pese a su reducido peso en el total del PIB, **los impuestos netos de subvenciones explican hasta el 35% de la variación del deflactor del PIB en el ejercicio 2021**.

En cualquier caso, en el período reciente los niveles de crecimiento del deflactor del PIB son muy inferiores a los de otros indicadores como el IPC. Por ejemplo, la variación interanual del deflactor del PIB, en el primer trimestre, fue del 3,9%, frente a un crecimiento del IPC, en ese mismo período, del 7,9%. Puesto que el deflactor de las importaciones resta al deflactor del PIB, **esto refleja que una buena parte de la inflación actual es importada**, debido a las tensiones a nivel internacional en distintas materias primas y cadenas de suministro. Por ello, no cabe echarle la culpa al tejido empresarial de la inflación, ni por la parte doméstica, como ya hemos visto, ni, lógicamente, por la parte importada.

Los datos más recientes apuntan en la misma dirección. En el primer trimestre de 2022, el Excedente Bruto de Explotación es aún un 3,4% inferior al del inicio de la pandemia; y también es un -5,1% inferior al dato del cuarto trimestre del pasado año (2021), lo que supone un retroceso del EBE de casi 7.000 millones. Por el contrario, **tanto la Remuneración de Asalariados como los Impuestos netos sobre la producción han alcanzado el récord máximo de su serie histórica** en el primer trimestre de 2022. Por tanto, los indicios apuntan a que la tímida normalización del EBE que tuvo lugar en algunas fases de 2021 podría estar frenándose, mientras que la remuneración de asalariados y los impuestos netos sobre la producción continúan mostrando una evolución favorable.

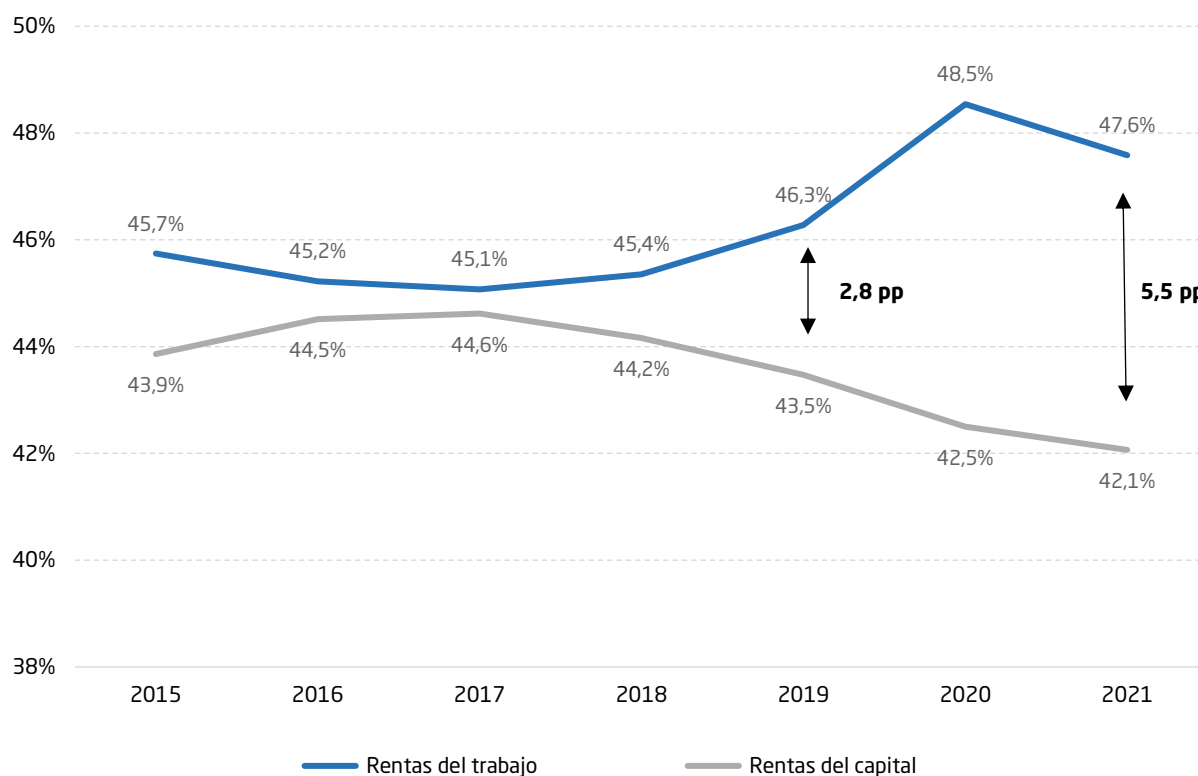
Todo lo anterior ha hecho que, **en el período reciente, las rentas salariales hayan ido ganado peso en el PIB (1,2 puntos entre 2019 y 2021), mientras que los beneficios empresariales lo han perdido (-1,4 puntos)**. En 2021 la Remuneración de Asalariados concentra ya el 47,6% del PIB y, en contraste, el Excedente Bruto de Explotación, en 2021, representa el 42,1% del PIB. Ello supone **ampliar la distancia entre ambos con respecto al período anterior a la crisis, de manera que el peso de la Remuneración de Asalariados en el PIB era 2,8 puntos superior al del Excedente Bruto de Explotación, mientras que, en 2021, esa brecha se ha ampliado hasta los 5,5 puntos**.



GRÁFICO 4

Participación de las rentas del trabajo y del capital en el PIB

(En %)



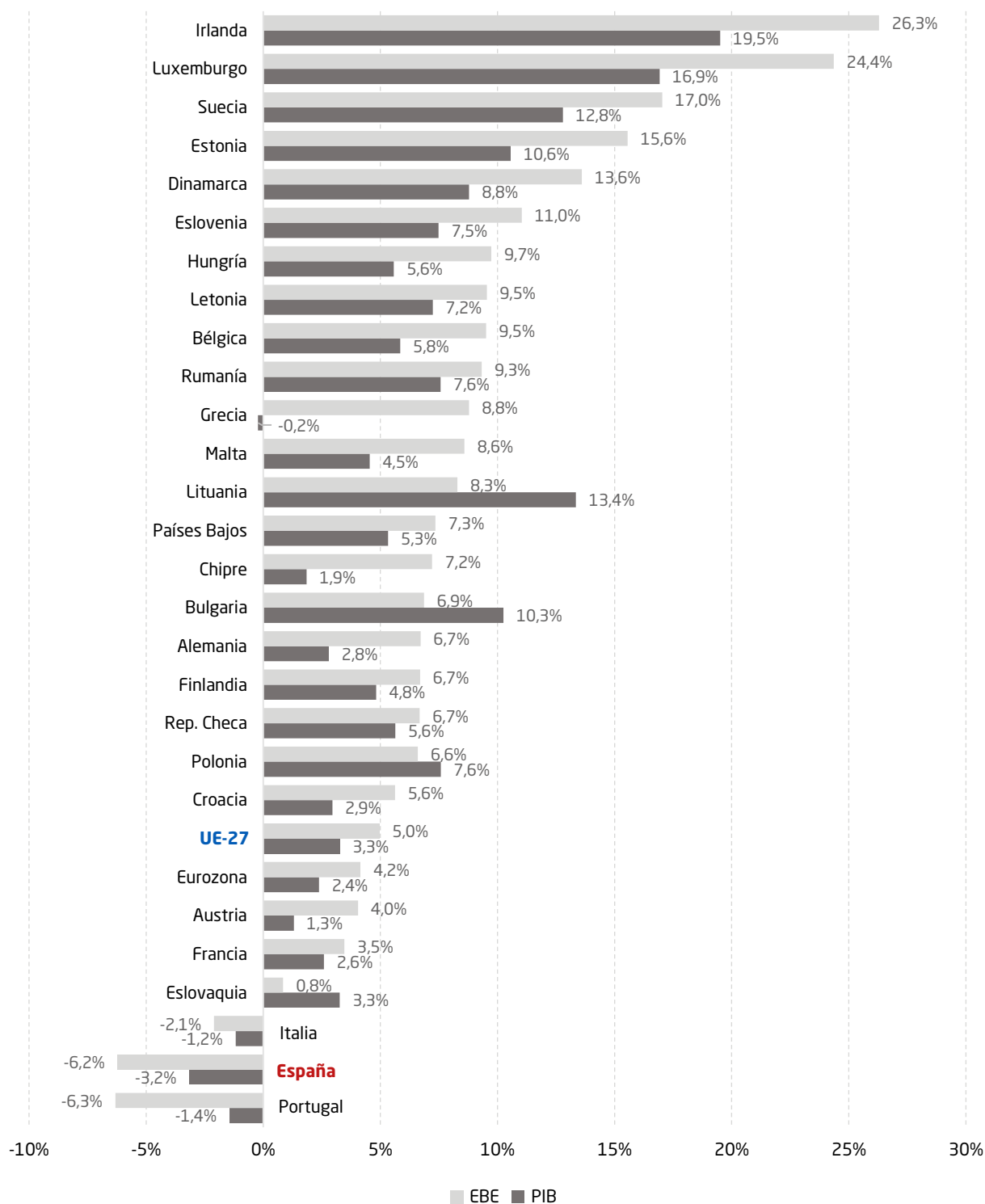
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos (IEE) a partir de datos del INE.

3.1.2. La normalización de los resultados empresariales en España es la más retrasada de toda Europa, lo que lastra, a su vez, la recuperación económica

A excepción de Portugal, que experimenta una caída similar, **la evolución de los resultados empresariales (aproximados con el EBE) en España durante los últimos dos años muestran el peor comportamiento de toda la Unión Europea**. Así, **mientras en España el Excedente Bruto de Explotación continúa, a cierre de 2021, un 6,2% por debajo del nivel prepandemia, en la práctica totalidad de los países europeos el EBE no solo ha recuperado los niveles anteriores a la crisis, sino que los ha sobrepasado ampliamente**. Por ejemplo, en el conjunto de la UE-27 el EBE ya se sitúa un 5% por encima del nivel de cierre de 2019, y, en el caso de Irlanda, este indicador crece hasta un 26% con respecto a los niveles previos a la crisis. **Tan solo Italia, España y Portugal presentan un EBE todavía inferior al de antes de la pandemia**. Ello pone de manifiesto que las empresas españolas han sido de las más damnificadas, tanto durante la crisis de la covid-19 como por los obstáculos a la recuperación posteriores que han ido surgiendo o intensificándose (cuellos de botellas, inflación, etc.).

GRÁFICO 5

Crecimiento del Excedente Bruto de Explotación (EBE) y del PIB nominal entre 2019 y 2021 (Variación en %)

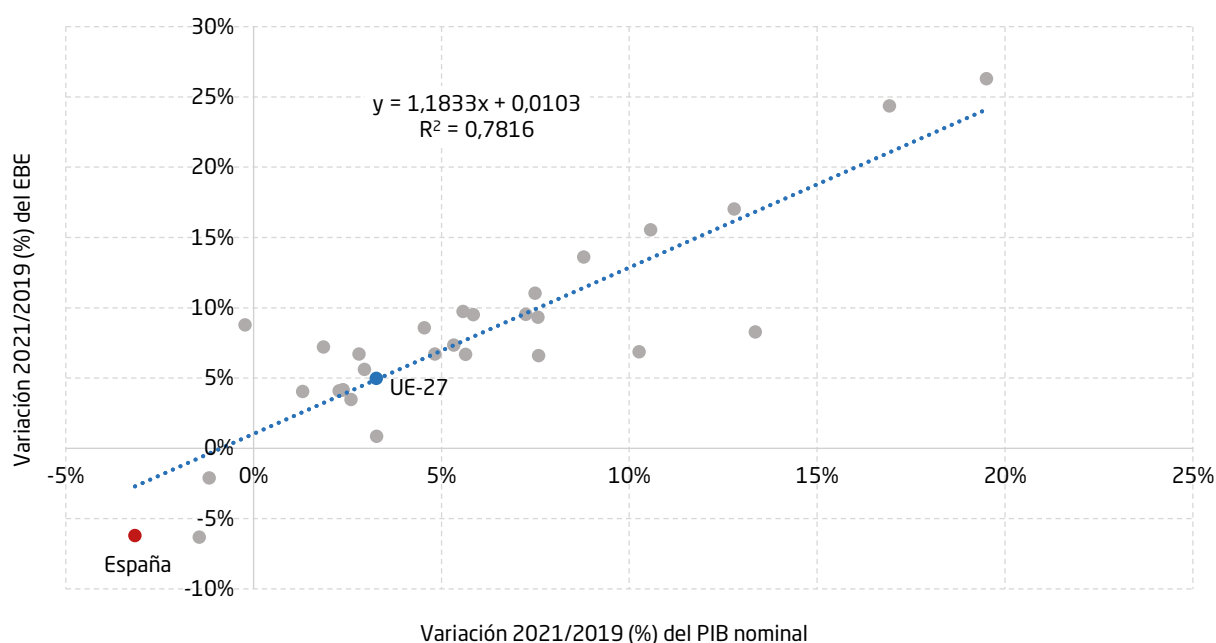


Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos (IEE) a partir de datos de Eurostat.

Esta situación es preocupante porque la evolución del EBE explica, en buena medida, la evolución del PIB, de modo que **la recuperación de la actividad económica se encuentra estrechamente vinculada con la del Excedente Bruto de Explotación**, tal y como se puede observar en los siguientes Gráficos 5 y 6. Así pues, **el retraso en la normalización del EBE con respecto a nuestros principales socios europeos lastra, a su vez, la recuperación económica en términos comparados**. De este modo, **mientras que muchos países ya han superado ampliamente los niveles de PIB nominal del año 2019, en España aún contamos con una brecha del -3,2%**. Por ello, **lo que se debe hacer es favorecer la normalización de estos resultados empresariales, en lugar de introducir aún más obstáculos a este proceso**.

GRÁFICO 6

Relación entre la variación del Excedente Bruto de Explotación y del PIB en las economías de la UE-27
(2021/2019)



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

3.1.3. La contracción de los márgenes refleja que todas las fuertes presiones en costes que sufren las empresas no se trasladan a precios finales

Tal y como ha venido señalando el **Banco de España**, los indicadores cualitativos y cuantitativos indican que **las empresas no están trasladando la totalidad de los incrementos de sus costes a los precios finales, de manera que los márgenes empresariales se están contrayendo**. Ya sea que el margen se aproxime como el cociente entre el EBE y el VAB, como el cociente entre el EBE de sociedades no financieras y el VAB de sociedades no financieras, o como la ratio entre el resultado económico bruto y la facturación recogida en la Central de Balances del Banco de España, se observa una caída de márgenes a finales de 2021 con respecto a los

niveles de 2019; en concreto, **esta contracción del margen es de 4, 3 y 2 puntos porcentuales, respectivamente, en función del indicador utilizado**. Además, se observa que **este descenso es mayor que en el promedio de la eurozona donde los márgenes han mostrado un mejor comportamiento en la recuperación**.

Por su parte, y como también recoge el Banco de España, en el período más reciente, **las empresas que precisamente han sufrido más incrementos en sus costes de producción no están trasladando dichas presiones de manera completa a los precios**, de modo que el incremento ha sido asumido mayoritariamente por las propias empresas, **con la consecuente caída del margen**. Por el contrario, **las empresas que estarían siendo capaces de mantener los márgenes, o incluso incrementarlos, son aquellas que están creando más empleo** (que se usa como *proxy* de mayor incremento de la actividad), **y aquellas con mayor vulnerabilidad financiera**, que no tendrían más remedio que intentar aumentar los márgenes para mejorar su rentabilidad y disminuir su endeudamiento.

* * *

Por último, y como es bien sabido, cabe destacar que el **principal beneficiado del proceso inflacionario es el sector público**, en tanto que, con las mismas tarifas impositivas, **ve incrementada su recaudación, y reducidos sus ratios de déficit y deuda pública, por la mayor actividad que tiene lugar en términos nominales**. Esto ya se ha reflejado anteriormente en el buen comportamiento reciente de la variable de impuestos netos sobre la producción. Por su parte, la recaudación, en términos de PIB, se ha incrementado desde el 39,3%, en 2019, hasta el 41% a finales de 2021; es decir, un incremento de la presión fiscal de casi dos puntos. A su vez, **en los primeros meses de 2022 se han registrado niveles récord de recaudación, con un incremento en el acumulado hasta mayo del 27,7% con respecto al mismo período del ejercicio 2019, previo a la crisis**.

En definitiva, **los beneficios empresariales están siendo la variable más rezagada en la recuperación, situándose, todavía, en niveles sensiblemente más bajos que los previos a la pandemia, a diferencia de lo que ocurre con los costes laborales**, especialmente con los costes laborales unitarios, que ya se encuentran ampliamente por encima de los niveles de 2019. Todo ello ha dado lugar a un **incremento del peso de las rentas salariales en el PIB, en detrimento de las rentas del capital**, abriéndose, aún más, la brecha previamente existente. Por su parte, la otra variable del PIB por el lado de las rentas, los impuestos netos de subvenciones, también ha más que recuperado los niveles precrisis cuando tomamos la producción constante.

Este retraso del EBE también se deja sentir en términos comparados con el resto de las economías europeas, muchas de las cuales no solo han recuperado, sino que sobrepasan con creces los niveles de esta variable previos a la crisis, estando España a la cola de la UE-27. A su vez, **los márgenes empresariales también se han contraído con respecto al nivel de 2019**, y experimentan un peor comportamiento en el promedio de la Unión Europea, lo que refleja que **las empresas no están trasladando a precios la totalidad de las presiones que sufren en sus costes de producción**.



Bajo este escenario, **y si además tenemos en cuenta que una buena parte de la inflación es importada, por las tensiones en las materias primas y los cuellos de botella a nivel internacional**, y, por tanto, no se refleja en el deflactor del PIB, **no tiene ningún sentido señalar a la variable más rezagada en la recuperación, que son los beneficios empresariales, como responsable del episodio inflacionario actual**. Por ello, y porque se encuentran estrechamente vinculados a la recuperación económica, **no se deben tomar medidas que obstaculicen, aún más, la normalización de estos resultados empresariales. Y menos aún**, cuando estos obstáculos vengan en forma de **medidas de alzas impositivas**. Como se ha puesto de manifiesto, **la recaudación se está incrementando de manera notable, gracias, en parte, a este episodio inflacionario, a pesar de que la recuperación de la actividad continúa siendo incompleta, por lo que no tiene sentido introducir aún más presiones de costes a las empresas**.

3.2. Los impuestos sobre beneficios extraordinarios: una medida ineficaz e ineficiente que no ayuda contra la inflación

El drástico incremento de los precios de la energía provocado por las circunstancias sociopolíticas globales y el entorno económico están provocando un **aumento de la inflación** que pone en riesgo la recuperación de nuestra economía tras la crisis derivada de los efectos de la pandemia.

En este escenario **el Gobierno ha anunciado recientemente, en el debate sobre el estado de la nación, la creación de dos nuevos impuestos sobre los denominados «beneficios extraordinarios» de algunas compañías del sector energético y, también, del sector financiero** (en este caso con el argumento de que dichos beneficios extraordinarios se generarán por la tendencia creciente del euríbor).

El concepto de «beneficios extraordinarios», con su connotación de beneficio «excesivo», es claramente **subjetivo** y su determinación queda al albur del Gobierno sin que exista un elemento objetivo que lo sustente, así como subjetivo es el tipo impositivo, que todavía desconocemos, al que se intentan gravar.

Como nos muestra la experiencia comparada, **la introducción de este tipo de impuestos (que se ha realizado en contadas ocasiones) han demostrado ser ineficaces para reducir la inflación (por el contrario, han provocado aumentos de precios) e ineficientes desde el punto de vista económico**, puesto que contribuyen a contraer la actividad, son perjudiciales para la inversión futura y, además, en el particular caso de las empresas del sector energético, comprometen la consecución de los objetivos energéticos y medioambientales que tienen tanto España como la Unión Europea.

Como antecedentes de este tipo de impuestos podemos señalar, en el Reino Unido, el establecido en 1981 sobre los bancos que se consideraba que habían obtenido ganancias excesivas debido al rápido aumento de los tipos de interés y, en ese mismo año, el impuesto complementario sobre el petróleo a las compañías petroleras del Mar del Norte en un momento en el



que los precios del petróleo habían aumentado. También en el Reino Unido, en 1997, se estableció un impuesto extraordinario que pretendía compensar el aumento del valor de empresas previamente privatizadas para financiar un plan de asistencia social al trabajo.

Por su parte, en los Estados Unidos se estableció un impuesto sobre las ganancias imprevistas o «excedentes» durante la Primera y Segunda Guerra Mundial y la Guerra de Corea, con el fin de satisfacer las necesidades financieras, a corto plazo, provocadas por dichos conflictos. Más adelante, y en tiempos de paz, en la década de 1980, después de un período de alzas en los precios de la energía, se aprobó un impuesto sobre la producción del petróleo en Estados Unidos que, según el Servicio de Investigación del Congreso, no solo no cumplió las estimaciones de recaudación (se estimaba un cuarto de billón de dólares cuando no pasó de 40 mil millones) sino que, además, redujo la producción nacional de petróleo hasta en un 6% y aumentó las importaciones de petróleo hasta en un 15%.

Además de no ser eficaces, como queda demostrado en la experiencia comparada, **este tipo de impuestos, sobrevenidos y repentinos, son un peligroso precedente contrario a los principios fundamentales de las buenas prácticas regulatorias, en concreto a los principios de estabilidad y predictibilidad, y, por lo tanto, generan inseguridad jurídica, lo que afecta negativamente a la inversión**, especialmente aquellos proyectos de carácter irreversible y con un horizonte temporal de largo o muy largo plazo, pero no solo en los sectores afectados, sino en todos los demás, ya que cualquier inversor tendrá la incertidumbre de que, en cualquier momento, y por circunstancias externas y excepcionales, su nivel de beneficios pueda ser considerado excesivo por el Gobierno, provocando un nuevo impuesto.

En suma, **este tipo de medidas suponen un incremento del riesgo regulatorio percibido por el inversor**, que en este tipo de sectores llega a ser un componente importante del riesgo total, lo que se refleja en un aumento de la prima de riesgo y del coste del capital de las empresas afectadas, lo que supondrá una mayor dificultad para acceder a fondos con los que financiar nuevos proyectos de inversión.

Ambos impuestos suponen una destrucción de riqueza muy superior a la presumible recaudación que generarán (incluso dando por buenos los datos de recaudación anunciados por el presidente del Gobierno, que estimamos exagerados, tal y como lo fueron, en su día, los derivados de la «tasa Tobin» y del impuesto sobre determinados servicios digitales). Esta destrucción de riqueza se ha visto reflejada en la reducción del valor en bolsa de las sociedades que presuntamente se verán afectadas por ambos impuestos de alrededor de 9.000 millones de euros.

Además, específicamente, en relación con el impuesto sobre empresas energéticas es que, dados los imperativos de combatir el cambio climático, una reducción en el beneficio que obtienen frenará el ritmo de inversión en energía renovable para cumplir los objetivos asumidos por España y la Unión Europea.



En cuanto al **impuesto sobre entidades financieras**, los estudios realizados sobre el impacto de este tipo de impuestos¹ confirman que **desencadena una respuesta, por parte de los bancos, que, a la larga, empujan al alza las tasas de los préstamos, aproximadamente entre 15 y 17 puntos básicos, reduciendo el volumen de crédito (-0,15% a empresas y -1,9% a hogares) y de depósitos (alrededor de -0,8%)**. La reacción de las variables financieras perjudica al consumo y a la inversión, que caen -0,04% y -0,11%, respectivamente. En general, según el mismo estudio, la actividad económica, medida por el PIB, se reduce en más del 0,08% y los efectos se acentúan con el tiempo.



¹ BOSCA, J. E., DOMÉNECH, R., FERRI, J. y RUBIO-RAMÍREZ, J. (2019), «Macroeconomic Effects of Taxes on Banking», *Working Paper*, BBVA Research 15/03/2019.

RECUADRO 1

Las subidas anunciadas de impuestos al sector energético y financiero pueden destruir de un orden de casi 72.000 empleos y cuatro décimas de PIB cada uno de los dos años que se han anunciado que estarán en vigor

Las medidas anunciadas de subidas de impuestos sobre el sector energético y el sector financiero suponen un **importante coste en términos de actividad económica y de empleos**. Es importante tener presente que la economía se encuentra muy interrelacionada, por lo que estas secuelas no solo afectan a los sectores concretos sobre los que se focaliza la medida, sino que se extienden a otros sectores productivos, de manera que esta merma de actividad y empleo se deja sentir sobre el conjunto de la economía.

Con base en estimaciones a partir de las tablas *input-output*, **estas subidas de impuestos empresariales podrían tener un impacto contractivo sobre la actividad económica total de casi 5.000 millones de euros, es decir, cuatro décimas de PIB de 2021**. De ellos, aproximadamente 1.200 millones corresponderían al efecto más directo e inmediato, y el resto (casi 3.800 millones de euros) tiene que ver con el efecto arrastre y la transmisión al conjunto de la economía a medio plazo de estas alzas impositivas selectivas, que, como se observa, es muy superior al del propio sector.

Por su parte, **en términos de empleo, el impacto de las medidas también incide negativamente de una manera significativa, generando una contracción del empleo del 0,4%, lo que se corresponde con una pérdida de casi 72.000 ocupados**. De nuevo se puede observar cómo los efectos de arrastre a medio plazo sobre el conjunto de la economía son, incluso, más relevantes que los efectos de carácter directo que inciden sobre el sector afectado.

Se debe tener en cuenta que la medida anunciada se aplica durante dos años consecutivos, por lo que los efectos previamente descritos, tanto en términos de actividad como de empleo, podrían ser de hasta el doble de la magnitud mencionada. Por ello, de acuerdo con estas estimaciones, **estas subidas de impuestos pueden terminar destruyendo cuatro décimas de PIB y empleo cada uno de los dos años que estarán en vigor**, que, como ya se ha señalado, no se concentraría, exclusivamente, en los sectores sobre los que se carga la medida, sino que se extendería, de manera generalizada, al conjunto de la economía. En la siguiente Tabla se recogen los efectos descritos, desglosando, también, el detalle separado para los dos sectores afectados.

TABLA 1

Impacto contractivo sobre la actividad económica y el empleo de las subidas de impuestos anunciadas sobre el sector energético y el sector financiero

		Sector energético		Sector financiero		Total	
Subida de impuestos anunciada (millones de €)		-2.000		-1.500		-3.500	
Impacto contractivo sobre la actividad (millones de €)	A corto plazo (efecto directo)	-601		-597		-1.198	
	A medio y largo plazo (efecto indirecto e inducido)	-2.192		-1.597		-3.790	
	Total (millones de € y % del VAB)	-2.794	-0,2%	-2.194	-0,2%	-4.988	-0,4%
Impacto contractivo sobre el empleo (ocupados equivalentes a tiempo completo)	A corto plazo (efecto directo)	-7.400		-9.944		-17.344	
	A medio y largo plazo (efecto indirecto e inducido)	-29.667		-24.768		-54.435	
	Total (número y % sobre empleo)	-37.067	-0,2%	-34.712	-0,2%	-71.778	-0,4%

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos (IEE) a partir de las tablas *input-output* de la economía española. Para más información sobre la metodología véase el Informe de 2020: «Impacto económico de las medidas adoptadas en el contexto de la presente crisis», *Opinión*, junio, elaborado por el IEE.

Bajo ambos impuestos subyace la cuestión sobre cómo determinar que un determinado nivel de beneficio es «normal» y un nivel superior de beneficio es «excesivo», lo que, **además de ser subjetivo, contradice la idea de eficiencia económica** debido a que la empresa desconoce qué beneficio va a ser considerado excesivo por el Gobierno de turno y no puede reaccionar ajustando su comportamiento, lo que comportará un descenso de la inversión, creación de empleo y riqueza.

La repercusión de ambos impuestos se producirá, no solo a través **incrementos de precios**, sino también en otros aspectos como, por ejemplo, un **menor dividendo**, lo que provocará un precio de las acciones más bajo que reducirá los ingresos (o la riqueza) de los accionistas y, por tanto, también su tributación.

En conclusión, **este tipo de impuesto**, en la limitada experiencia comparada, **contribuye a la minoración de la riqueza y rentas de los accionistas, reduce la inversión (y, por lo tanto, el crecimiento económico y la creación de empleo) y eleva los precios al limitar la oferta**, puesto que reduce el beneficio que los inversores podrían esperar obtener. Es decir, **son impuestos ineficaces, ineficientes y que elevan la inflación**.

Además, y en función del desarrollo final de la propuesta y su encaje normativo, **no podemos descartar que se produzcan recursos en los tribunales de justicia y, con los antecedentes de otras reformas anteriores, el control judicial podría dar lugar a la anulación total o parcial de los impuestos**, ya sea por motivos de retroactividad, de vulneración de la capacidad económica o, incluso, formales, con el consiguiente coste añadido para los contribuyentes españoles que se sumarían a los efectos nocivos para la inversión ya reseñados.



4. Reflexiones y recomendaciones sobre política económica para luchar contra la inflación

El **contexto económico** que caracteriza la evolución de la economía española en el periodo reciente introduce una serie de **desafíos para la política macroeconómica que se pueden sintetizar en cómo poder estabilizar y controlar la evolución de la inflación sin perjudicar demasiado al crecimiento económico y la estabilidad financiera. Se requiere de un conjunto de medidas de política económica que minimicen el escenario inflacionista** sobre la economía española y flexibilicen los mercados, reforzando el anclaje de las expectativas de inflación y evitando efectos de segunda oleada que generen mayor inestabilidad y persistencia de un incremento generalizado de los precios.

Las **claves** de la política económica para la economía española, dejando de lado la actuación por parte de la autoridad monetaria, son, por una parte, el **compromiso activo con los objetivos de estabilidad marcados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento**, junto con el **anuncio e implementación de reformas orientadas a la reducción de costes, fomento de la actividad empresarial e inversión y mejora de la competencia**, esto es, la específicas que promuevan la mejora la **productividad agregada**.

En **otros episodios de recuperación** experimentados en los últimos años por la economía española se ha comprobado que, **siempre que se ha ligado la actividad con estas premisas de política económica, aumenta la probabilidad de sostener el crecimiento y de reducir la tasa de paro sin generar inflación**, incluso en un contexto de cambios sobre la estructura económica. Esto, **generalmente, se produce siempre y cuando el crecimiento venga acompañado de una expansión de nuestros mercados y de la competencia.**

4.1. El compromiso de la política presupuestaria con la estabilidad y el crecimiento

El **compromiso de la política presupuestaria con los objetivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento es un factor fundamental de anclaje de las expectativas de inflación.** El deterioro de la posición presupuestaria y los retos que condicionan el futuro y la sostenibilidad de las finanzas públicas **exigen que en los Presupuestos Generales del Estado para 2023 se introduzca una estrategia que reoriente las finanzas públicas hacia los principios que marca el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** En este sentido, el carácter expansivo que se ha materializado en los Presupuestos Generales del Estado (PGE) de los últimos años no han tenido en consideración el punto de partida de nuestras finanzas públicas, ni este escenario de riesgo de inflación.

Tal y como indica la Comisión Europea, es necesaria la programación de un ajuste fiscal plurianual, combinado con inversiones y reformas destinadas a apuntalar el potencial de crecimiento, para contener la dinámica de la deuda, más aún cuando la economía española ha salido de la crisis con unas ratios de gasto y de deuda pública más elevadas. La Comisión considera, asimismo, que, **para conseguir estos objetivos macroeconómicos**, la estrategia debe centrarse en el **saneamiento de la política fiscal, la calidad y la composición de las finanzas públicas, así como en la promoción del crecimiento.** En este contexto, es fundamental tanto el papel de la **política fiscal**, como garante de la consecución de la estabilidad en precios, como la necesidad de la misma para **sustentar las inversiones necesarias para poder alcanzar los objetivos de la UE en materia climática y digital.** Por este motivo, la Comisión recomienda que **el ajuste de la política fiscal de los Estados miembros fuertemente endeudados no afecte negativamente a la inversión, sino que debe aplicarse limitando el crecimiento del gasto corriente financiado a escala nacional.**

Se prevé que el saldo presupuestario de las AA. PP. se sitúe en el entorno del 5% en los próximos dos años, siendo este uno de los más elevados de los países de la UEM. De este porcentaje destaca, asimismo, el elevado componente estructural del déficit que se establecería en el 4,3% en 2023, esto es, **cuatro décimas porcentuales superior al experimentado en el periodo previo a la pandemia**, según las estimaciones realizadas recientemente por parte de la Comisión Europea. De esta forma, **se puede concluir que, pese a la mejora del saldo presupuestario, la recuperación económica y, en particular, la excepcional respuesta que han tenido los ingresos públicos con respecto a la evolución de la actividad no ha sido aprovechada, de ningún modo, para contraer el déficit estructural.**



En lugar de iniciarse una estrategia para la consolidación de las finanzas públicas a medio plazo, **la política fiscal ha apostado, en el periodo reciente, por la expansión del gasto público estructural, sin incorporar, además, medidas de eficiencia y calidad de dicho gasto.** Esto es especialmente lesivo en un contexto económico marcado por una elevada incertidumbre, una elevada inflación y un encarecimiento de las principales condiciones de financiación de la economía. Más aún cuando se prevé una actualización de partidas de gasto fundamentales (salarios públicos y pensiones²) con unos niveles de inflación que se sitúan en máximos de las últimas décadas. **Como consecuencia, se compromete, aún más, la credibilidad acerca de nuestra sostenibilidad fiscal, con el consiguiente aumento del riesgo de subidas impositivas a futuro, encarecimiento de las condiciones de financiación o coste de capital de la economía derivado del deterioro de las expectativas, factor que condicionaría negativamente la actividad empresarial y, en particular, las decisiones de inversión.** Con los actuales niveles de endeudamiento de las AA. PP. una subida del 0,5% en los intereses de la deuda acabaría suponiendo, pues, entre 7 u 8 décimas de PIB de intereses al año. Es decir, unos 8.000 millones de euros.

Para mayor perjuicio, se continúa profundizando en el error de concentrar la mayor carga de este ajuste fiscal sobre las empresas, a pesar de que ya soportan una presión fiscal más elevada que la media europea. **Ello supone una pérdida de competitividad que resulta muy preocupante, en un mundo cada vez más globalizado, con una creciente movilidad de capitales y de personas.** Así pues, **la economía española sigue sin resolver el problema de la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo, lo que generaría episodios de inestabilidad financiera en el futuro,** más aún si, tal y como se está viendo, el ciclo de reactivación se está frenando y aumentan las presiones a la baja del crecimiento por el lado de la política monetaria.

En el actual contexto económico, **cualquier actuación por el lado de la política fiscal que se requiriera para paliar las consecuencias de una prolongada y generalizada elevación de los precios debería ser muy selectiva** en cuanto a la dirección de medidas hacia los colectivos (familias y empresas) que están siendo **más vulnerables** bajo estas perturbaciones, **tener un componente temporal** en cuanto a su ámbito de aplicación, **apoyarse en los mecanismos extraordinarios de actuación que se provean desde el ámbito comunitario y articularse en instrumentos que no distorsionen los ajustes que puedan producirse sobre los precios vía mercados.** En cualquier caso, **es fundamental que la actividad del sector público no contribuya a generar efectos de segunda ronda sobre los precios, por lo que es importante que no se produzca una indexación en las partidas de gasto.**

La necesidad de acción de los poderes públicos hacia la promoción de las condiciones que generan un entorno de estabilidad es aún más perentoria si se consideran los retos a los que se enfrenta nuestro Estado de Bienestar vinculados con el envejecimiento de la población, el

² Según cálculos del Banco de España, con una inflación media de 2022 cercana al 7%, el total de actualización de las pensiones, conforme al IPC, supondría una cuantía cercana a los 13.000 millones de euros adicionales de presupuesto para gasto en pensiones en 2023. Cada punto porcentual de desviación al alza del IPC, con respecto a esta media, totalizaría unos 1.800 millones de euros más.



cambio de las condiciones de financiación y los compromisos que se derivan de nuestra pertenencia a la UEM y la excepcionalidad del momento que hemos vivido con la suspensión de las reglas fiscales. A su vez, más allá del estricto cumplimiento normativo, la implementación de este tipo de acciones de política económica exige un consenso social y pacto político para que estas medidas se mantengan en el largo plazo.

Sobre esta cuestión **existe una amplia evidencia empírica concluyente para un conjunto significativo de economías y que determina que los ajustes fiscales que se realizan a partir del gasto público tienen efectos negativos menores sobre el crecimiento que los que tienen lugar por la vía del aumento de los impuestos**, extendiéndose los primeros durante un periodo menor de tiempo. Recientes trabajos publicados por el FMI indican que, en promedio, **reducir el gasto en un punto del PIB tiene unos efectos negativos sobre el crecimiento de un cuarto de punto del PIB, con una duración inferior a dos años**. En contraste, **un ajuste de la misma magnitud, llevado a cabo mediante incremento de impuestos, genera descensos en el PIB superiores a los dos puntos y sus efectos se extienden por un periodo de tres a cuatro años**.

Las variables relevantes y las relaciones causales que sustentan estos resultados estarían muy vinculadas, por un lado, por los efectos de estas medidas sobre el ahorro y la inversión empresarial y, por otra parte, **sobre las expectativas y la confianza que generan sobre los agentes del sector privado** el anuncio y aprobación de este tipo de medidas de ajuste fiscal. De esta forma, **los potenciales efectos negativos en el corto plazo de una reducción del gasto podrían compensarse en el medio y largo plazo, afectando positivamente al crecimiento y al empleo**.

Pues bien, **dada la elevada cuantía monetaria del gasto que realizan las Administraciones Públicas en España y que en estos momentos equivale a la mitad del PIB, cobra una especial relevancia la eficiencia de dicho gasto público**. Sobre esta cuestión en España se presenta un amplio margen de mejora, como ponen de manifiesto diversos estudios nacionales e internacionales que, en una comparativa internacional, **sitúan a la economía española en posiciones claramente más desfavorables que la media de la OCDE y de la UE**.

Esta consecución de una mayor **eficiencia del gasto público adquiere más importancia, si cabe, en el contexto económico actual**, tal y como se ha analizado previamente. **Es necesario contar con una Administración Pública moderna, que realice una gestión eficiente de todos sus recursos, que utilice eficazmente los medios tecnológicos a su alcance, aprovechando al máximo las ventajas que aporta la digitalización y que apueste por la coordinación y la flexibilidad** en un entorno cambiante como en el que nos encontramos en estos momentos.

Además, **también es importante contar con mecanismos de transparencia y rendición de cuentas por parte de las diferentes Administraciones Públicas**, ya que **favorece la alineación de incentivos y promueve la eficiencia en el aprovechamiento y uso de los recursos públicos**, al mismo tiempo que mejora la confianza de los ciudadanos en el sector público.



4.2. Los principios que subyacen en la «Better Regulation» favorecen el anclaje de las expectativas sobre la evolución futura de los precios y costes

Junto con lo anterior, es necesario que los poderes públicos garanticen unas condiciones del entorno que aumenten la competencia y la transparencia en los mercados a través de la aplicación de los **principios de regulación eficiente** sobre cualquier normativa que afecte a la **actividad empresarial**. Un marco institucional y regulatorio en el que se respete el **principio de seguridad jurídica** y aporte certidumbre permite a los agentes que interactúan en los mercados interpretar adecuadamente las **señales que reflejan verdaderamente la escasez y que provienen del sistema de precios**, de tal forma que les permite adoptar las decisiones planeadas de consumo e inversión y materializarlas en proyectos rentables y productivos, reduciéndose, a su vez, los distintos costes de transacción que pueden estar operativos.

Los **principios básicos** que son aconsejables seguir, como buenas prácticas regulatorias, son los siguientes:

- **Seguridad jurídica, estabilidad y predictibilidad.** Los cambios normativos deben ser graduales, y deben ser evitados los procedimientos de urgencia. Estas actuaciones deben ser previsibles, en el sentido de que no supongan cambios drásticos respecto a la regulación anteriormente existente y es preciso que el regulador sea independiente y ejerza sus poderes con proporcionalidad, predictibilidad, transparencia y responsabilidad.
- **Accesibilidad y participación en el proceso regulatorio.** Ante una propuesta de cambio normativo es necesario fomentar la participación de los agentes del sector implicados de manera que se puedan contrastar los diferentes puntos de vista y se analicen, con transparencia, las consecuencias que un posible cambio regulatorio puedan tener sobre la actividad.
- **Eficacia, orientación, proporcionalidad y justificación de las propuestas normativas.** El análisis y la preparación de nuevas normas deben hacerse como respuestas a una necesidad previamente detectada.

Dentro del anuncio y **aprobación de distintas medidas** que ha llevado a cabo el Gobierno y que **adolecen de los principios de prudencia, transparencia y credibilidad enunciados con anterioridad destacan las que afectan al sector eléctrico, al sector bancario y al de la vivienda en alquiler**. Como principio, se ha de resaltar que, dada la complejidad de las interrelaciones que se establecen entre los agentes en una economía de mercado, **el establecimiento y mantenimiento de una intervención pública sobre un conjunto limitado de actividades conllevará, más tarde o más temprano, un consecutivo control de precios o de costes** para superar las restricciones que se derivarían, por el lado de la oferta, como consecuencia de esta intervención; política que, asimismo, **es muy difícil acotar solo para un grupo reducido de empresas o sectores**.



Pues bien, la **inflación** está generando un **debate sobre la hipotética conveniencia de intervenir sobre los precios, costes y márgenes empresariales**, desde cualquier ámbito de la regulación y de la normativa. **Destaca, en particular, a través de aumentos transitorios de la imposición a determinados sectores, con el objeto de tratar de paliar una situación de aumento generalizado de precios, que viene sobrevenida, en gran parte, por choques de oferta procedentes del exterior.** No obstante, **este tipo de medidas** anunciadas **no resultan oportunas, ni tampoco eficaces, ni en las formas ni en el fondo, para atajar la problemática existente** de la elevación persistente y generalizada del nivel general de los precios. **Más bien al contrario, pueden ser contraproducentes, al enviar señales de precio erróneas a los agentes, paralizar la actividad, perjudicar la inversión futura y comprometer la consecución de los objetivos energéticos y medioambientales** que tienen tanto España como la Unión Europea, así como **dificultar la acción de política monetaria proveniente del BCE para evitar la fragmentación financiera.**

Estas medidas **contravienen varios de los principios fundamentales de las buenas prácticas regulatorias y de regulación inteligente**, en tanto que suponen cambiar, de manera sobrevenida y repentina, las normas del juego, por lo que no se respetan los principios de estabilidad y predictibilidad, y se vulnera la seguridad jurídica. **Ello genera un elevado nivel de incertidumbre regulatoria**, lo que **afecta negativamente a las expectativas y a la inversión de sectores fundamentales para la competitividad de nuestra economía**, especialmente, dada la naturaleza habitual de los proyectos, de carácter irreversible y con un horizonte temporal de muy largo plazo.

El incumplimiento de estos principios de buenas prácticas supone un incremento del riesgo regulatorio percibido por el inversor, que en este tipo de sectores llega a ser un componente importante del riesgo total, lo que se refleja en un **aumento de la prima de riesgo y del coste de capital de las empresas potencialmente afectadas.** De hecho, tras el anuncio de estas medidas, el coste de capital (de los fondos propios) de las principales empresas cotizadas españolas experimentaba un importante repunte, con lo que se constata una mayor dificultad para las empresas de estos sectores, para acceder a fondos con los que financiar nuevos proyectos de inversión empresarial.

En el **caso del sector eléctrico**, conviene recordar los **esfuerzos realizados por la Unión Europea, y por España en tanto que Estado miembro de la misma, en materia climática, para tratar de cumplir con los ambiciosos compromisos marcados en este ámbito.** Por un lado, el Pacto Verde Europeo, vestido jurídicamente con la Ley Europea del Clima, y, por el otro, a escala nacional, el PNIEC, requieren ingentes cantidades de recursos para poder desarrollarse de manera exitosa. A su vez, en los fondos europeos Next Generation EU, se prevé destinar hasta un tercio de los recursos en hacer a la economía más verde y sostenible. Por todo ello, **no sería la mejor idea introducir medidas que pueden perjudicar la actividad y la inversión en aquellas tecnologías que, precisamente, están llamadas a ser la palanca en la que apoyar la transición energética y minimizan la dependencia energética de nuestra economía de los productos energéticos importados.**



Por otro lado, **la subida del precio de la electricidad obedece, fundamentalmente, a factores que tienen un carácter exógeno para las empresas del sector**, como son el aumento de los precios del gas, por distintos factores coyunturales de oferta y demanda, y el incremento de los derechos de CO₂. Tampoco se debe olvidar que **el precio fijado en el mercado mayorista de electricidad representa, tan solo, en torno a un tercio del total de la factura de la luz** que llega a nuestras casas. No en vano, con los **datos que ofrece Eurostat**, se puede observar que **la electricidad en España, sin tener en cuenta impuestos y tasas, no es especialmente elevada dentro del contexto europeo**. Sin embargo, la carga fiscal que recae sobre la electricidad en España sí que es una de las más altas de la UE, y es cuando incluimos todos estos impuestos y tasas, cuando llegamos a un precio final que es de los más elevados de la UE.

Por su parte, **la introducción de un impuesto sobre el sector bancario, además de generar una distorsión importante sobre la efectividad de la transmisión de la política monetaria, puede tener consecuencias importantes sobre la estabilidad financiera y distorsionar las condiciones de acceso a la financiación en la economía española** en un contexto de aumento de la normalización de la política monetaria a escala global en los mercados financieros y en las condiciones de financiación.

Dentro de las **medidas de apoyo** a la mejora de la eficiencia de los mercados, junto a la mejora de la regulación, deben reforzarse el cumplimiento de otras iniciativas relacionadas con la **defensa del derecho de la propiedad privada y la libertad de empresa** y, en todo caso, no articular políticas que supongan un deterioro de estos principios de la libertad económica que presentan aquellos países con mejores indicadores de competitividad y crecimiento a largo plazo.

Desafortunadamente, no todos entienden el significado y la utilidad social de la libertad económica, convencidos de que poco o nada tiene que ver con la protección de otras libertades que aseguran tanto estimar. **Libertad económica y justicia social o distributiva no son conceptos antagónicos, puesto que es muy difícil, por no decir imposible, que se pueda repartir o remunerar una renta que no se haya producido o generado anteriormente** y, de igual forma, **no hay mayor justicia social que alcanzar mayores cotas de prosperidad a través de la provisión de un número mayor de oportunidades de inversión y, por ende, de empleo** permitiendo participar a más empresas y trabajadores en el aumento de la producción y de la renta. **Cualquier modificación normativa** que suponga introducir una **mayor restricción sobre esta relación y que afecte o limite el derecho fundamental de libertad económica** manifestado, entre otros, a través del ejercicio de la libertad de empresa, no solo **tiene un efecto negativo directo sobre los niveles presentes de la actividad, la ocupación o el empleo**, sino que **afecta a la competitividad del conjunto de la economía limitando su capacidad de generar y mantener tasas de crecimiento futuras** de las mismas.

Tal y como presentó en una publicación el IEE, en julio de 2022³, la **protección de la propiedad privada en España se encuentra muy por debajo de la existente, en promedio, tanto en**

³ <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/IEE.-Revista-N.o-3-2022.-La-necesidad-de-garantizar-la-propiedad-privada-en-Espana.pdf>



la UE como en la OCDE, teniendo el puesto 26 de las 37 economías avanzadas analizadas. España presenta un resultado un 6,1% inferior al valor medio de la OCDE y un 5% por debajo de la media de la UE. Estas diferencias se agrandan sensiblemente al comparar los resultados de nuestro país con el de los mejores clasificados, siendo un 19,5% menor que Suiza, que es el país con los mejores resultados en la edición de 2021.

En particular, la fiscalidad sobre la propiedad reduce el desarrollo efectivo del derecho de propiedad y afecta negativamente al uso eficiente de tales recursos, perjudicando la inversión y el ahorro, lo que deriva en menor crecimiento y menor generación de riqueza de una economía. En este sentido, si el Índice Internacional de Derechos de Propiedad se calculase teniendo en cuenta el impacto de los impuestos sobre la propiedad, la puntuación promedio de la OCDE se reduciría en un 5,6%, pero este descenso sería más acusado, del 7%, en el caso de España, lo que pone de manifiesto que España tiene un régimen fiscal más lesivo para la propiedad en términos comparados.

Pues bien, **el anuncio y aprobación del Proyecto de Ley por el Derecho a la Vivienda, en vez de incorporar reformas estructurales que afianzan la propiedad privada en España, introduce el riesgo de un deterioro mayor de la misma, con propuestas como las de control de alquileres, moratorias de desahucios, permisividad con la ocupación, expropiaciones temporales de viviendas vacías o penalización de grandes tenedores de alquiler que aumentan la inseguridad jurídica y la incertidumbre con la consiguiente restricción de oferta de vivienda en alquiler.**

Los controles de precios en el mercado del alquiler de vivienda son una medida equivocada, ya que son ineficaces para lograr el fin perseguido, y terminan resultando distorsionadores y contraproducentes, generando efectos adversos en especial sobre los colectivos que se pretende proteger. Además, **son una medida de muy dudosa constitucionalidad**, que no solo no es eficiente para lograr mejorar el acceso al mercado del alquiler, sino que es, además, contraproducente, en la medida en que **reduce la oferta en cantidad y calidad, tensiona los precios en las zonas no reguladas y empeora la eficiencia en la asignación de recursos, dificultando, en mayor medida, el acceso a una vivienda en alquiler, en especial a los colectivos de menor renta a los que se pretende favorecer.**

El problema de este tipo de **medidas** (controles de precios, prohibición de desahucios, expropiaciones, etc.) es que, **al vulnerar la propiedad privada, generan incertidumbre e inseguridad jurídica, y pueden mermar permanentemente la confianza en el mercado**, lo que hace que sus efectos negativos se extiendan incluso más allá de su vigencia. **De esta forma, este tipo de medidas no contribuyen a anclar las expectativas de inflación de los agentes en el medio y largo plazo, siendo aún más contraproducentes por el escenario económico en el que se han introducido.**

En su lugar, **se deberían implementar medidas que abordaran la verdadera causa del problema, que es la falta de oferta de vivienda en alquiler.** Para incentivar esta oferta, **es clave un**



marco regulatorio simple, estable y predecible, que aporte certidumbre y seguridad jurídica, y que no genere un tratamiento asimétrico entre el arrendador y el arrendatario. Además, la **iniciativa privada** también se puede favorecer mediante **incentivos fiscales** a la **construcción de vivienda para alquilar**, así como mediante la **habilitación del suelo público disponible**. Por otro lado, también se puede **abordar la promoción de vivienda social mediante esquemas de colaboración público-privada** que aseguren una gestión eficiente y un menor coste para el sector público. A su vez, **las AA. PP. deben favorecer el desarrollo del suelo, ampliando la oferta disponible, así como eliminar rigideces y limitaciones de las normativas urbanísticas** que condicionan el adecuado desarrollo de viviendas en alquiler asequibles.

Dentro de la **tendencia normativa reciente en materia de vivienda**, merece mención aparte, por ser especialmente alarmante, la **creciente legitimación que está adquiriendo, en nuestro marco jurídico, el fenómeno de las ocupaciones de viviendas**, que supone negar el contenido esencial del legítimo derecho de propiedad y relegarlo frente a lo que no deja de ser una actividad delictiva en la mayor parte de los casos. Además, a nivel estatal, y con el pretexto de la situación de emergencia generada por la pandemia, **varios Reales decretos-leyes recogían la posibilidad de suspender los lanzamientos y desahucios en el caso de colectivos vulnerables**, incluso para **ocupaciones de hecho**, cuya vigencia, a pesar de que en un principio estaba prevista solo para el **período del estado de alarma**, **continúa extendiéndose hasta la actualidad**. Esta tolerancia de la regulación con el fenómeno de la ocupación ilegal y la vulneración de la propiedad hasta estos extremos es impropia de una sociedad avanzada y daña, profundamente, nuestro marco institucional, con todas las consecuencias negativas, en términos económicos, que eso conlleva. Desde un punto de vista económico, una de las **consecuencias más directas es la restricción de la oferta de vivienda en alquiler**, sobre todo para los colectivos más vulnerables a los que se pretendía proteger, ya que los propietarios exigirán mayores garantías y priorizarán individuos que demuestren solvencia, ante la posible materialización de los eventos de riesgo que amparan e incentivan estas medidas.



4.3. La mejora de la productividad como factor de minoración del impacto de la subida generalizada de los precios

En un **contexto económico** como el actual, donde se está poniendo en **compromiso la reactivación y consolidación de la producción en numerosos sectores**, es una prioridad que este crecimiento se traslade eficientemente a la **generación de empleo**, más aún cuando se ha generado un **escenario de cierta incertidumbre sobre cuál va a ser el impacto final de la subida de los precios** y cuando se está produciendo un desajuste temporal, aunque significativo, entre la evolución de la productividad aparente del factor trabajo y el coste laboral. En este sentido, **es necesario evaluar convenientemente cualquier anuncio o implementación de medidas por parte del Gobierno que pueda suponer una mayor restricción de la oferta o demanda de empleo**, así como un encarecimiento de las condiciones salariales. En este sentido, **es imprescindible avanzar en un marco institucional de las relaciones laborales, adaptado a las nuevas relaciones económicas y en el que la normativa laboral ofrezca opciones que**

permitan no aumentar los costes no salariales, mejore los mecanismos de flexibilidad interna de las empresas e incentive la creación de empleo.

Junto con lo anterior, **es necesario mejorar las políticas activas de empleo. El capital humano es un factor clave para competir en una economía global y la formación es un objetivo estratégico para hacer a las empresas más competitivas** en un mundo en constante evolución. De igual forma, también hay **nuevos desafíos, como una creciente brecha de competencias entre la población ocupada que impide aprovechar todas las oportunidades que provee la digitalización de la economía**. La composición de las tasas de paro, en cuanto a la predominancia de colectivos con bajo nivel de cualificación y **mayores dificultades para encontrar un puesto de trabajo, el desempleo de larga duración, junto a la cada vez mayor falta de perfiles profesionales y el envejecimiento de la población**, siguen constituyendo obstáculos para aumentar la productividad y el potencial de crecimiento. **El objetivo no es otro que alcanzar la formación que necesita nuestro país para acabar de consolidar un nuevo ciclo de crecimiento, cimentado sobre sólidas bases de productividad**.

Para ello es preciso situar a la **educación y a la formación como prioridades de la política de Estado y promover una mejora en la calidad de los sistemas educativos y formativos en su relación con el empleo**. Se trataría de corregir los desequilibrios del sistema educativo, tanto entre niveles como entre especialidades formativas, estimulando, particularmente, la formación profesional, para adecuar la cualificación de la población a las necesidades y retos del sistema productivo. Asimismo, **ante los retos que afrontan las empresas en cuanto a la sostenibilidad y la digitalización, es necesario detectar, tempranamente, las necesidades de cualificación que requiere el mercado de trabajo y trasladarlas, aceleradamente, a las ofertas de educación y formación**. De esta forma cualquier tensión que se produjera en la demanda de empleo de un sector se cubriría lo más rápidamente posible con su correspondiente oferta laboral, minimizando el encarecimiento de los costes que pudiera producirse por la escasez de mano de obra y, por tanto, repercutiendo, en menor medida, sobre la evolución futura de la inflación. **Igualmente habría que configurar un marco integral y coordinado de educación y formación que favoreciese el aprendizaje permanente a lo largo de toda la vida laboral e incentivar la inversión en capital humano e innovación aumentando la eficiencia del gasto en educación y formación**.

Unos mercados de factores flexibles y dinámicos facilitan, de igual forma, **la tarea de asignación y reasignación de los recursos hacia sus usos más productivos, favoreciendo la adaptación ágil a los distintos contextos económicos**, y, por tanto, favoreciendo tanto la creación como el crecimiento empresarial, así como su productividad. En este sentido, siempre desde el cumplimiento de principios que no sean discriminatorios o estén justificados por una razón imperiosa de interés general y sean proporcionados, **es fundamental que las actividades productivas puedan establecerse libremente y ejercer, de igual forma, su actividad empresarial**. Se requieren medidas que faciliten el crecimiento empresarial para que el conjunto de la economía se beneficie de las ventajas de este crecimiento, y también para que se consoliden **empresas de mayor tamaño**. Si bien la reciente Ley Crea y Crece incluye medidas de fomento



del crecimiento empresarial, estas son insuficientes al no considerar actuaciones que promuevan la eliminación o simplificación de las cargas regulatorias, incentivos para la unión de pequeñas y medianas empresas o medidas fiscales para la aportación de capital que apoye el crecimiento empresarial.

Por último, **el aumento de la productividad y, por tanto, del producto potencial de la economía española está íntimamente relacionado con una adecuada asignación y gestión de los fondos europeos «Next Generation»**, puesto que estos **fomentan y orientan las inversiones necesarias para la transformación económica que se sustenta tanto en la digitalización como en la transición energética y la sostenibilidad, y que impulsarían la competitividad de la economía**. Para ello es fundamental, en primer lugar, que el **estímulo presupuestario** procedente de estos fondos se acompañe con una **adecuada orientación de las reformas estructurales comprometidas**. Además, es imprescindible que **la ingente cantidad de recursos se traslade eficientemente hacia un porcentaje mayoritario de gasto en capital evitando, en la medida de lo posible, la generación de gastos recurrentes en el futuro** y, particularmente, **materializándose en proyectos que tengan una elevada participación de la colaboración público-privada**.

Si bien el efecto total de los fondos sobre la productividad de la economía española estará condicionado por la capacidad de absorción de los mismos, **en el corto plazo la agilidad de ejecución de los proyectos es fundamental**. En este sentido, y a falta de información detallada sobre el destino y ejecución de los fondos, según la Oficina de Proyectos Europeos de CEOE, **tan solo 1 de cada 4 euros procedentes de Bruselas habrían llegado a las empresas, lo que limitaría**, junto a la excesiva atomización de las convocatorias y la carga burocrática, dificultades y requisitos de las mismas, **el impacto positivo de los fondos sobre las empresas** y, por lo tanto, sobre la situación de la economía española.



Publicaciones del Instituto de Estudios Económicos

2022

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

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

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

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

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

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

2021

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2020

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2019

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

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

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Las buenas prácticas regulatorias.

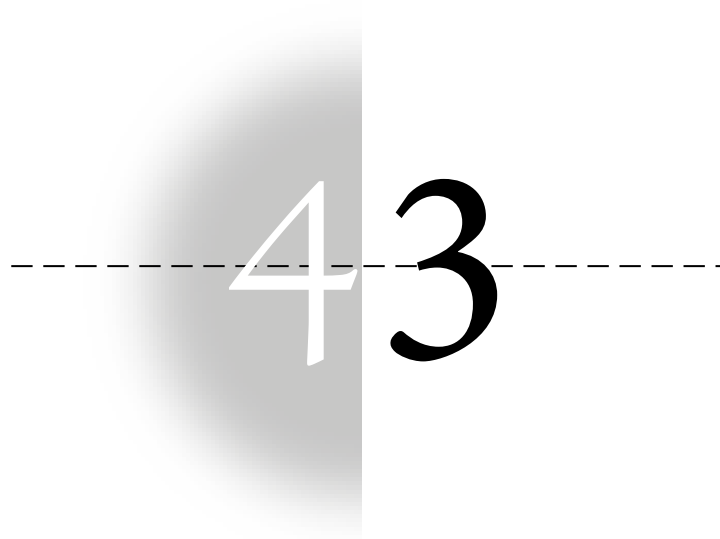
COLECCIÓN INFORMES. Noviembre. La propiedad privada en España. Índice de Derecho de Propiedad 2019.

COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Índice de Competitividad Fiscal 2019.

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

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

INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS



años
*por la economía
de mercado*

La economía mundial se está viendo condicionada por la evolución de la inflación. El encarecimiento de un amplio número de materias primas, así como distintos problemas de las cadenas de producción y restricciones al comercio internacional, han condicionado la actividad económica en un amplio conjunto de países durante el primer semestre de 2022. Ante este contexto, la reacción de las autoridades monetarias se encuentra con la disyuntiva de evitar que se produzca un desanclaje de las expectativas de inflación de familias y empresas sin que el encarecimiento de las condiciones de financiación aumente la probabilidad de recesión a lo largo de este año.

La economía española no es ajena a esta situación de incertidumbre y afronta, junto con las principales economías de la eurozona, un conjunto de riesgos que están afectando a los sectores más intensivos en el consumo de energía y a los hogares más vulnerables por sus niveles de renta. La evolución del empleo privado denota el esfuerzo que están realizando las empresas por mantener y contratar nuevos trabajadores, más aún cuando los resultados empresariales son, claramente, la variable más rezagada en la recuperación.

Este escenario económico presenta un conjunto de desafíos para la política macroeconómica que se puede sintetizar en cómo poder estabilizar y controlar la evolución de la inflación sin perjudicar demasiado el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Las claves serán el compromiso activo con los objetivos de estabilidad marcados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la implementación de reformas orientadas a la reducción de costes, el fomento de la inversión empresarial y la mejora de la competencia.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Tel.: 917 820 580

iee@ieemadrid.com

www.ieemadrid.es