

Análisis Regional España

La brecha de inversión y la ausencia de convergencia con la UE

Actualidad Económica, El Mundo (España)

Rafael Doménech

A diferencia de otros componentes del PIB, la inversión no acaba de recuperar los niveles previos a la crisis de la COVID-19. Mientras el PIB real del tercer trimestre de 2023 se encontraba 2,1 puntos por encima de su nivel precrisis, la inversión estaba 2,9 puntos por debajo. Esta caída del peso de la inversión sobre el PIB es de por sí preocupante, pero lo es aún más si tenemos en cuenta que se encuentra lejos de los niveles anteriores a la crisis financiera internacional de 2008 y de la tendencia creciente que se observa en el conjunto de la Unión Europea (UE). Una vez descontados los efectos de la inflación, la inversión trimestral por persona en edad de trabajar en España ha disminuido significativamente, ubicándose en 2.217 euros en el tercer trimestre de 2023, un descenso del 5,3% desde principios de 2002. En contraste, en la UE27, esta cifra ha aumentado a 3.282 euros trimestrales, un incremento del 35,6% desde aquel año y 48,0% más que en España. Una brecha de la que la diferencia en los [precios de los bienes de inversión](#), más baratos en España, sólo puede explicar una tercera parte.

Podría pensarse que el intenso ajuste del sector de la construcción en vivienda tras la burbuja inmobiliaria explica este comportamiento diferencial de la economía española respecto a la UE. Sin embargo, aunque la contracción de la inversión en vivienda en España fue muy importante tras el boom inmobiliario de principios de siglo, otros países europeos sufren también ajustes. De hecho, si de la inversión total excluimos la construcción residencial se obtiene una conclusión similar. Descontada la inflación y excluida la inversión en vivienda, en las últimas dos décadas el resto de las inversiones por persona en edad de trabajar ha aumentado en España un 1,5% frente al 45,3% en la UE27. En otras palabras, la brecha relativa de la economía española respecto a la UE se mantiene también en inversión en maquinaria, transporte, construcciones no residenciales y activos inmateriales.

Como señaló hace ya más de medio siglo el premio Nobel de Economía Robert M. Solow, recientemente fallecido, la inversión en capital supone una renuncia a consumir en el presente a cambio de aumentar la capacidad y generar mayores niveles de producción, productividad, renta, consumo y bienestar en el futuro. En condiciones normales, la inversión crece a largo plazo lo mismo que el PIB y el esfuerzo inversor en capital físico, humano y tecnológico es el motor del crecimiento de la productividad a largo plazo, como hemos mostrado en [estudios de BBVA Research](#). La evidencia empírica es contundente: desde 1960 hasta la actualidad para una amplia muestra de países con distintos niveles de desarrollo, se observa que, a largo plazo, aumentos de 5 puntos porcentuales de la ratio de inversión privada sobre PIB se corresponden con incrementos del crecimiento per cápita de 1,5 puntos. Aquellos países con políticas económicas que incentivan avances permanentes de la inversión experimentan mayores tasas de crecimiento y niveles de bienestar. Este resultado también se observa en los países de la [OCDE](#).

Teniendo en cuenta esta evidencia, el pobre desempeño relativo de la inversión por persona en edad de trabajar de España respecto a la Unión Europea es, sin duda, uno de los factores que explican que la renta per cápita relativa de España haya caído desde el 105,3% del promedio de la UE en 2006 hasta el 86,3% en 2023, de acuerdo con los datos más recientes de la [Comisión Europea](#) y de la productividad del trabajo.

¿Qué puede explicar el menor crecimiento de la inversión por persona en edad de trabajar en España frente a la UE? Hay un amplio conjunto de candidatos posibles, aunque no todos ellos son igual de importantes. En primer lugar, el desapalancamiento de las empresas españolas. Aunque fue un factor cíclico relevante en los años tras la Gran Recesión de 2009 y la crisis de deuda soberana, no puede explicar lo ocurrido durante todo el periodo porque desde

antes de la pandemia las empresas españolas se encuentran menos endeudadas que sus homólogas europeas. En segundo lugar, posibles restricciones de financiación y/o aumentos de su coste. De nuevo, estos factores fueron relevantes durante la crisis de deuda soberana, con un aumento de la prima de riesgo de España superior al de otros países, pero las condiciones de financiación en los mercados de capitales y bancarios son desde hace tiempo [similares](#) a las de países con menores primas de riesgo, como Alemania, y los tipos de interés vienen determinados para la mayoría de los países de la UE27 (la eurozona) por una política monetaria común por parte del BCE, que ha proporcionado abundante liquidez desde 2015. En tercer lugar, la crisis de la COVID-19, los cuellos de botella y las disrupciones en las cadenas mundiales de producción, o las perturbaciones en los mercados energéticos han sido factores comunes recientes y transitorios, incapaces de explicar un diferencial durante casi dos décadas. Además, en el sentido contrario, en los últimos años España ha podido disponer de abundantes fondos europeos a través del plan NGEU que, sin embargo, por el momento no han conseguido dinamizar el diferencial de inversión favorable a la economía española de manera significativa.

En cuarto lugar, el aumento del gasto público y de la presión fiscal. A diferencia de los factores anteriores, el sector público ha tenido un comportamiento diferencial y estructural durante los últimos 15 años. Entre 2008 y 2023, el PIB per cápita de España aumentó un 3,8% acumulado, mientras el gasto público corriente (el gasto total sin inversión pública) lo ha hecho en un 24,6%. Esta divergencia es menor en la UE, en donde el PIB per cápita ha crecido un 13,1% y el gasto corriente per cápita un 19% entre 2008 y 2023. Para hacer frente a este mayor gasto público sobre PIB, España ha aumentado la presión fiscal y la deuda pública, que ya se encuentra por encima del promedio de países de la UE, sin que lo haya hecho la eficiencia de su sector público. Además, el aumento impositivo ha estado sesgado hacia las cotizaciones sociales y rentas, con una menor presión fiscal indirecta sobre el consumo. La creación de impuestos sectoriales específicos y su incertidumbre sobre otros sectores o sobre su continuidad no ayuda a potenciar la inversión. Por el lado del gasto público, ha aumentado el gasto social y ha disminuido la inversión pública (complementaria con buena parte de la inversión privada), con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento del PIB per cápita y el bienestar.

En quinto lugar y ligado a lo anterior, desde 1996 hasta 2022 España es el segundo país de la UE, detrás de Chipre y por delante de Hungría, con un peor desempeño relativo de la calidad institucional y regulatoria, de la efectividad del sector público, del control de la corrupción, la seguridad jurídica y el imperio de la ley o principio de legalidad, de acuerdo con los indicadores del [World Governance Indicators](#) del Banco Mundial. Las sociedades que han mejorado en mayor medida sus niveles de renta per cápita y productividad lo han hecho sobre la base de incentivar la inversión, mejorar su capital humano y la innovación, mediante instituciones que aseguran un buen funcionamiento del estado de derecho y un grado elevado de seguridad jurídica, administraciones públicas eficientes y bajos niveles de corrupción. Todo ello contribuye a que sus economías atraigan y fomenten la acumulación de capital físico, humano y tecnológico, y que se usen de una manera más eficiente, alcanzando mayores niveles de productividad y PIB per cápita.

Como resultado de todo lo anterior y consistente con el desempeño relativo de la inversión por persona en edad de trabajar, la rentabilidad de los recursos propios de las empresas españolas después de impuestos se ha situado en los últimos 15 años varios puntos por debajo de sus homólogas en Alemania o Francia, y a niveles similares a los de Italia, de acuerdo con el proyecto [BACH](#), que recopila información de empresas no financieras de países de la UE. Esta evidencia es sintomática, puesto que en una senda de convergencia de España hacia los niveles de PIB per cápita y productividad más elevados de Alemania y Francia debería ocurrir justo lo contrario, incentivando que el capital productivo fluya de las economías más ricas a aquellas con mayores expectativas de crecimiento. Afortunadamente, España puede generar abundantes oportunidades de inversión, también en la transición energética y en la digital, que contribuyan a aumentar el crecimiento de la productividad y del empleo de calidad, y a disponer de más recursos con los que mejorar el bienestar social.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
www.bbvarresearch.com