

**Inversión**

# La inversión en España y en la UE

Rafael Doménech / Jorge Sicilia

15 febrero 2024

## 1. Resumen

- Con un nivel de partida similar hace poco más de dos décadas, la Formación Bruta de Capital Fijo por persona en edad de trabajar en España se situó en 2023T3 en 2.217 euros, un 5,3% menos que en 2001. Por el contrario, en la UE27 se situó en 3.282 euros, un 35,6% más que en 2001 y un 48,0% más que en España.
- Este pobre desempeño relativo de la inversión por persona en edad de trabajar durante más de una década es, sin duda, uno de los factores que explican que la renta per cápita relativa de España haya caído desde el 105,2% del promedio de la UE en 2006 hasta el 86,7% en 2023, así como de la productividad del trabajo.
- Todo apunta a que entre los distintos factores explicativos de este pobre desempeño relativo de la inversión de España se encuentran principalmente el aumento del gasto público y de la presión fiscal, así como el deterioro relativo respecto a la UE de la calidad institucional del sector público que muestran los indicadores del Banco Mundial.
- Otros factores explicativos (desapalancamiento, restricciones a la financiación, crisis del COVID, cuellos de botella y disrupciones en las cadenas mundiales de producción, o perturbaciones en los mercados energéticos) han podido ser importantes en diferentes momentos del tiempo, pero no parecen capaces de explicar un deterioro relativo de la inversión que dura ya 15 años, dada su transitoriedad.
- Al excluir la inversión en vivienda, se encuentra que el desempeño relativo del resto de la inversión de España por persona en edad de trabajar respecto a la UE ha sido similar al de la inversión total.
- España necesita una estrategia a medio y largo plazo para incentivar la inversión, mejorar las oportunidades de creación y crecimiento de las empresas, y atraer el capital físico productivo, humano y tecnológico necesario para afrontar la transición energética y digital, y retomar la senda de convergencia en empleo, productividad, renta per cápita y bienestar con los países de la UE.

## 2. La inversión en España y en la UE desde 2022

Los últimos datos disponibles indican que la inversión **es el componente de la demanda agregada con una recuperación más lenta tras la crisis del COVID**. Mientras el PIB de 4T2023 se encontraba 2,9 puntos por encima de su nivel precrisis, la Formación Bruta de Capital Fijo se encuentra 5,1 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 no es ni un fenómeno reciente, ni una evolución compartida con los países de nuestro entorno. De hecho, **se encuentra muy lejos de los niveles anteriores a la crisis financiera internacional** y está más

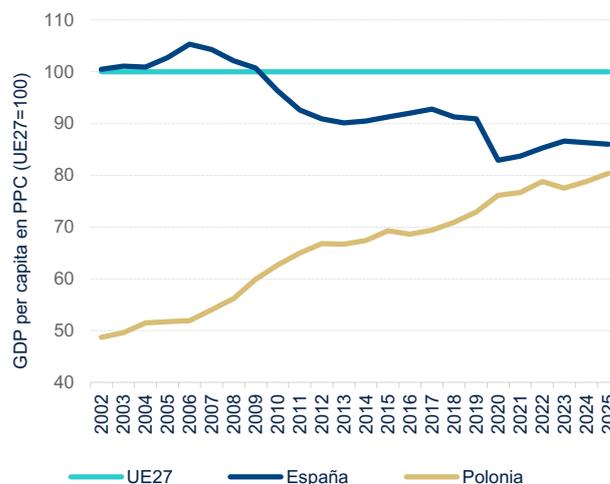
alejada de la tendencia creciente que se observa en el conjunto de la Unión Europea (UE27)<sup>1</sup>. En el Gráfico 1 se muestra el volumen deflactado de Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) trimestral por persona en edad de trabajar, PET, (15-64) en euros de 2022, desde 2021T1 hasta 3T2023 (datos desestacionalizados, CVEC), de España y de la UE27.<sup>2</sup> Con un nivel de partida similar, en poco más de dos décadas la FBCF por persona en edad de trabajar (PET) en España se situó en 2023T3 en 2.217 euros trimestrales, un 5,3% menos que en 2001. Por el contrario, en la UE27 se situó en 3.282 euros trimestrales, un 35,6% más que en 2001 y un 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.

Gráfico 1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO TRIMESTRAL POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (15-64), 2021T1-2023T3



Volumen deflactado en euros de 2022, CVEC, escala logarítmica.  
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

Gráfico 2. RENTA PER CÁPITA RELATIVA A LA UNIÓN EUROPEA EN PARIDAD DE PODER DE COMPRA (UE27=100)



Fuente: BBVA Research a partir de la variable HVGDP, AMECO, Comisión Europea (2024).

**Esta caída de la inversión por PET es preocupante** para las perspectivas de crecimiento a largo plazo. 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 por PET crece a largo plazo lo mismo que el PIB por PET, y **la tasa de inversión (particularmente la inversión privada) es el motor del crecimiento** (véase Doménech y Sicilia, 2021). En este sentido, la **evidencia empírica es contundente**: desde 1960 hasta la actualidad para una amplia muestra de países con distintos niveles de desarrollo, se obtiene que, a largo plazo, aumentos de 5 puntos porcentuales de la ratio de inversión 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 privada experimentan mayores tasas de

1: Si bien la inversión es un componente que puede presentar problemas de medición toda vez que cada vez una parte más importante de la misma es intangible, donde el proceso de deflactación puede ser más complejo, estos retos deberían ser similares a otros países europeos dada la convergencia de metodología de institutos de estadística europeos.

2: Como argumentan Boscá et al (2020) o Fernández- Villaverde et al (2023), las diferencias en la evolución de la población en edad de trabajar pueden ser de tal magnitud que las comparaciones en las tasas de crecimiento de los agregados económicos entre países o periodos temporales no tenga sentido, incluso si se expresan en términos per cápita. Por eso, desde la perspectiva de la teoría del crecimiento económico resulta más natural utilizar variables en términos de la población en edad de trabajar, que normalmente se definen entre los 15 y 64 años.

crecimiento y niveles de bienestar. Esta evidencia también se encuentra en los países de la OCDE (véase de la Fuente y Doménech, 2023).

Frente a la convergencia de países como Polonia y otras economías del centro y este de Europa, este pobre desempeño relativo de la inversión por persona en edad de trabajar respecto a la Unión Europea es, sin duda, uno de los factores que explican que, como muestra el **Gráfico 2, 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<sup>3</sup>**, así como de la evolución relativa de la **productividad del trabajo**, el motor de crecimiento que se apoya en la inversión, como muestran de la Fuente y Doménech (2023).

El Gráfico 1 sugiere que la Gran Recesión y la crisis de deuda soberana constituyen un punto de inflexión que ha tenido efectos muy persistentes sobre la inversión por PET, lo que no ha ocurrido en el caso del PIB y del empleo (que actualmente supera el máximo alcanzado en 2007) y de la tasa de desempleo (en el 11,8% en 2023T3, bastante por debajo de su media de las cuatro últimas décadas). Una década después, de la misma manera que se ha producido una recuperación cíclica de la actividad económica, lo normal hubiera sido que la inversión regresara a su senda de crecimiento equilibrado, como ha ocurrido en el caso de la UE.

### 3. Posibles factores explicativos

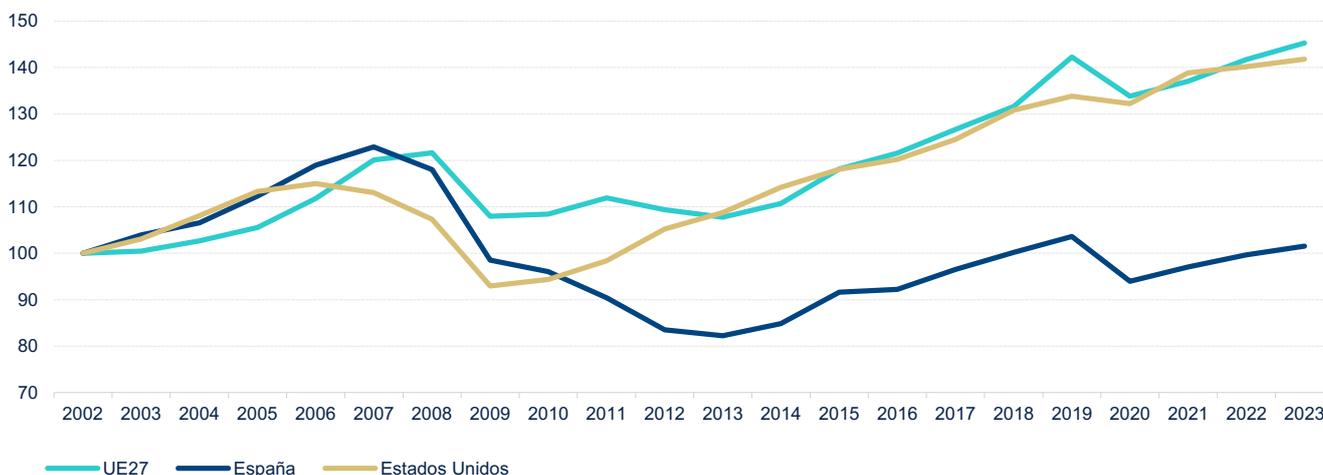
¿Qué puede explicar el menor crecimiento de la inversión por PET en España frente a la UE? Hay un amplio conjunto de potenciales factores explicativos. En primer lugar, podría pensarse que esta diferencia se debe al **ajuste del sector de la construcción en vivienda tras la burbuja inmobiliaria anterior a la Gran Recesión**. Aunque la disminución de la inversión en vivienda en España fue muy importante tras el boom inmobiliario de principios de siglo, otros países europeos han sufrido ajustes similares sin presentar este comportamiento en la inversión. Además, en España, este comportamiento también se replica excluyendo la inversión residencial. Eurostat no proporciona datos trimestrales por tipos de inversiones, pero sí disponemos de datos anuales en la base de datos de AMECO de la Comisión Europea, por lo que es posible realizar un ejercicio similar para analizar la evolución de la inversión total excluida la residencial por persona en edad de trabajar, y se constata que se obtiene una conclusión similar. Además, al utilizar la base de datos de AMECO es posible incluir a EE.UU. en la comparación. Como muestra el **Gráfico 3**, 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. Además, el Gráfico 3 permite comprobar que el impacto de la crisis financiera internacional de 2008 sobre la inversión fue más intenso en Estados Unidos que en la UE27, si bien ambas regiones han visto cómo su inversión productiva sobre PET ha crecido a tasas similares desde 2013.

Una segunda explicación posible es que el **endeudamiento de las empresas españolas durante la burbuja inmobiliaria** alcanzó niveles tan elevados que el desapalancamiento posterior -que ha permitido alcanzar niveles de deuda incluso inferiores a los de otros países europeos- lastró su capacidad de inversión. Aunque este ha sido un factor importante tras la Gran Recesión de 2009 y la crisis de deuda soberana de 2011, no puede explicar por sí solo lo ocurrido durante estas dos décadas. Primero, porque durante la expansión de 2001 a 2008 no se observó un comportamiento diferencial de la inversión por PET de España respecto a la UE, que hubiera exigido

3: La definición de la variable utilizada en esta comparación es "GDP per head, at current prices, relative to a country or aggregate (HVGDP)" de la base de datos AMECO de la Comisión Europea, consultada en enero de 2024.

una corrección mayor de sus empresas.<sup>4</sup> Segundo, porque desde antes de la pandemia las empresas españolas se encuentran menos endeudadas que sus homólogas europeas. Tercero, porque desde el final de la crisis de deuda soberana, en el Gráfico 3 se observa que el crecimiento tendencia en la UE27 es superior al de España.

Gráfico 3. **FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO SIN INVERSIÓN EN VIVIENDA POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (15-64), 2002-2023 (2002=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de AMECO ([OIGT-OIGDW]/NPAN).

Una tercera explicación ligada a la anterior es la posible presencia de **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 que se trasladó al sector bancario y empresarial, 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<sup>5</sup>, como Alemania, y los tipos de interés vienen determinados para la mayoría de los países de la UE27 por una política monetaria común por parte del BCE, y diferenciales de deuda soberana y corporativa muy estables, que ha proporcionado abundante liquidez desde 2015.

En cuarto lugar, **la crisis del COVID, cuellos de botella y disrupciones en las cadenas mundiales de producción, o 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, por el momento no han conseguido dinamizar el diferencial de inversión favorable a la economía española de manera significativa, si bien este factor puede tener un impacto rezagado y apoyar una mejor dinámica en los próximos años.

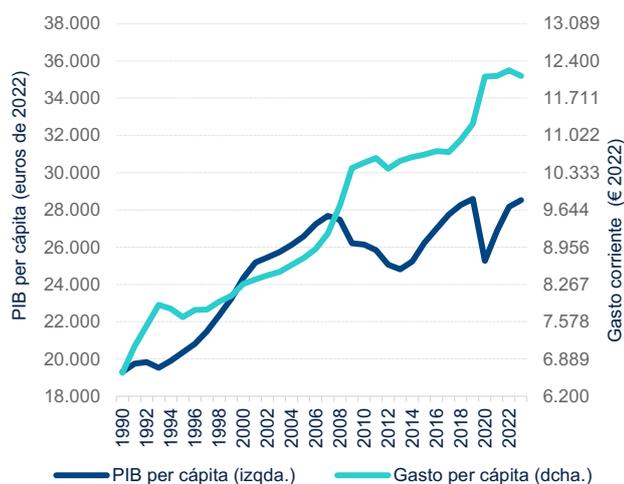
El quinto candidato posible es el **aumento del gasto público y de la presión fiscal**. A diferencia de los factores anteriores, el comportamiento del sector público sí que ha tenido un comportamiento diferencial y estructural durante estas dos décadas. Como muestra el **Gráfico 4**, entre 2008 y 2023 el PIB per cápita de España aumentó un **3,8% acumulado**, mientras el gasto público corriente (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

4: De hecho, excluyendo construcción, el sector inmobiliario y algún otro de servicios, para el que no tenemos información, el diferencial de endeudamiento bancario de las empresas españolas fue sólo de unos 15 puntos de PIB aproximadamente, con anterioridad a la Gran Recesión.

5: Véase "Bank interest rates on loans", BCE (2024).

per cápita un **19%** entre 2008 y 2023. Para hacer frente a este mayor gasto público en relación al PIB, España ha sido uno de los países que más ha aumentado la presión fiscal durante este periodo, hasta el punto de que ya se encuentra por encima del promedio de países de la UE, sin que lo haya hecho la eficiencia de su sector público. En este sentido, la hipótesis es que los recursos drenados del sector privado han tenido un uso menos productivo por parte del sector público, con un menor impacto en la productividad e inversión total de la economía. En este sentido, conviene notar que **el aumento impositivo ha estado sesgado hacia las cotizaciones sociales y rentas del capital**, con una menor presión fiscal indirecta sobre el consumo, reduciendo el coste relativo de consumir frente a invertir. Por el lado del gasto público, ha aumentado el gasto social y ha disminuido la inversión pública, con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento del PIB per cápita y el bienestar.

Gráfico 4.a **PIB PER CÁPITA Y GASTO PÚBLICO CORRIENTE PER CÁPITA, ESPAÑA, 1990-2023**



Fuente: BBVA Research a partir de la AMECO, Comisión Europea, INE e IGAE.

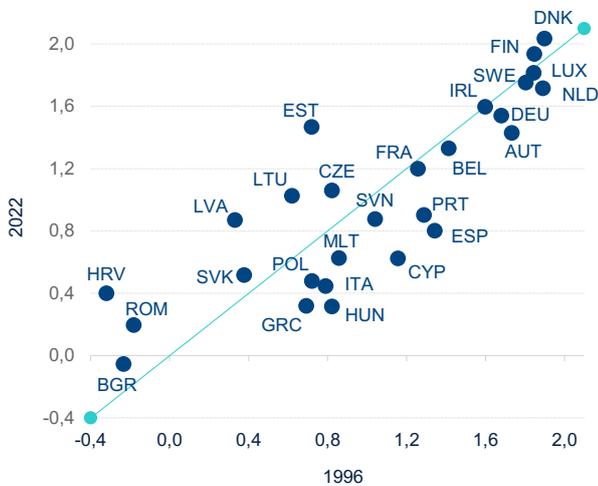
Gráfico 4.b **PIB PER CÁPITA Y GASTO PÚBLICO CORRIENTE PER CÁPITA, UE27, 1990-2023**



Fuente: BBVA Research a partir de la AMECO.

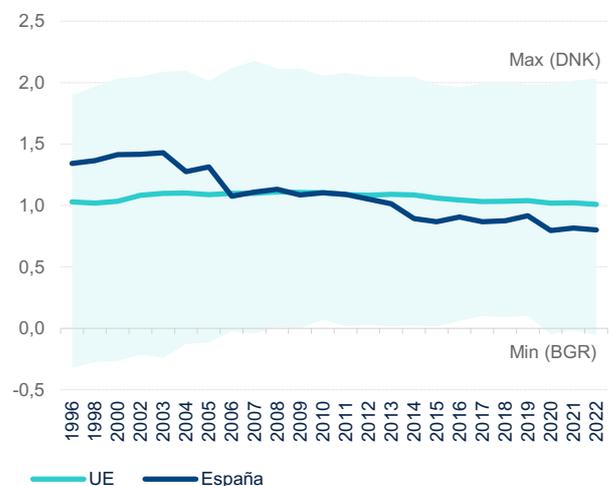
En quinto lugar, entre los determinantes de la inversión, tiene peso el nivel y la evolución de la **calidad institucional, y la incertidumbre regulatoria y en la política económica**. Las sociedades que han aumentado en mayor medida sus niveles de renta per cápita y productividad lo han hecho sobre la base de incentivar la inversión, mejorar su capital humano y la innovación, mediante la mejora de sus instituciones (véase Acemoglu y Robinson, 2012). Todo ello contribuye a que sus economías atraigan o generen más capital físico, humano y tecnológico, y que se usen de una manera más eficiente, contribuyendo a alcanzar mayores niveles de productividad y PIB per cápita. Como muestran los **Gráficos 5 y 6**, desde 1996 hasta 2022 España es el segundo país de la UE, detrás de Chipre y por delante de Hungría, donde más ha disminuido la calidad institucional, medida con el indicador del *World Governance Indicators* del Banco Mundial, y que se construye como el promedio de cuatro categorías: regla o imperio de la ley, calidad regulatoria, efectividad del sector público y control de la corrupción, cuyos valores oscilan entre -2,5 y +2.5 (véase, por ejemplo, Masuch et al., 2023). La creación de **impuestos sectoriales (sobre banca o energéticas)** y su incertidumbre sobre otros sectores productivos, los cambios regulatorios en algunos sectores como el inmobiliario y de alquiler, la expectativa de subida de cotizaciones sociales por el desequilibrio de pensiones que los activa automáticamente si no hay otras medidas son ejemplos de iniciativas que no ayudan a potenciar la inversión y reducir la brecha que se ha abierto con la UE.

Gráfico 5. **INDICADOR DE CALIDAD INSTITUCIONAL EN LA UE, 1996-2022**



Fuente: BBVA Research a partir de [World Governance Indicators](#), Banco Mundial.

Gráfico 6. **INDICADOR DE CALIDAD INSTITUCIONAL EN LA UE, 1996-2022**



Fuente: BBVA Research a partir de [World Governance Indicators](#), Banco Mundial.

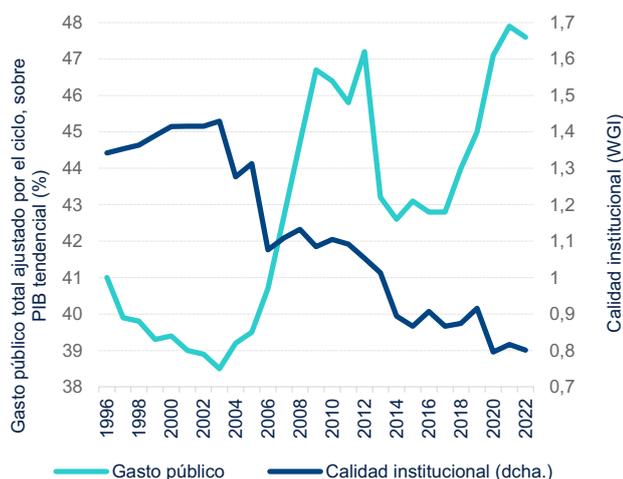
En el **Gráfico 7** se muestran las tendencias divergentes a lo largo de las dos últimas décadas entre el aumento del gasto público sobre PIB (corregido por los efectos del ciclo económico) y la disminución del indicador compuesto de calidad del sector público. Como muestran Andrés et al (2024) para los países de la OCDE entre 1960 y 2019, es la combinación entre ambas variables la que afecta a la actividad económica. El efecto del tamaño del gobierno sobre el crecimiento sigue una forma de U invertida: positivo para niveles inferiores al tamaño del sector público óptimo y negativo por encima de ese umbral. En otras palabras, tan perjudicial puede ser un tamaño del sector público insuficiente, como otro sobredimensionado. Como señalan Acemoglu y Robinson (2019), el corredor entre un estado demasiado débil y otro demasiado fuerte es estrecho, y las consecuencias de desviarse de la senda más virtuosa son que no sólo se pone en riesgo la libertad política, sino también la prosperidad económica y el bienestar social. Además, el rango de valores para los cuales el tamaño del gobierno afecta positivamente el crecimiento se expande significativamente con la calidad del gobierno, el gasto productivo y los bajos niveles de deuda pública. Un sector público eficiente en todos estos frentes es más importante para maximizar el bienestar social que el tamaño del gobierno per se.

El problema de la economía española es que la evidencia para las dos últimas décadas indica que mientras el indicador de calidad institucional y el peso del gasto público productivos sobre el total han disminuido, el gasto público sobre PIB, la presión fiscal y la deuda pública han aumentado. La combinación de estas tendencias ha afectado negativamente al crecimiento de la inversión productiva por PET.

Como resultado de todo lo anterior y consistente con el desempeño relativo de la inversión por persona en edad de trabajar, como muestra el **Gráfico 8**, 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 (en línea con la paradoja de Lucas, 1990), 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, de manera que la mayor rentabilidad del capital incentivaría que el capital productivo fluyese de las economías más ricas a aquellas

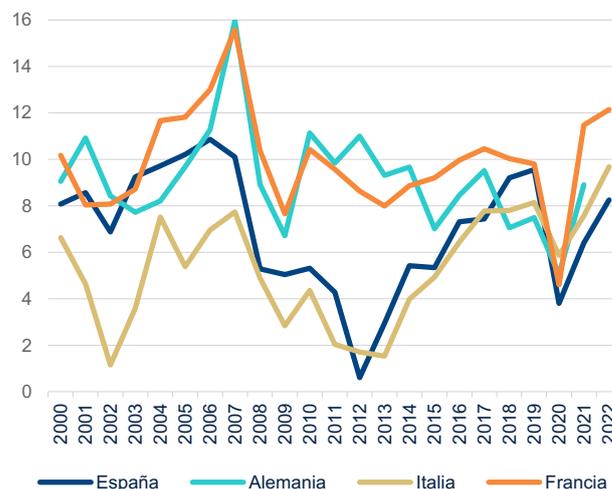
con mayores expectativas de crecimiento, lo que debería ser el caso en una economía como la española tan integrada en la economía europea.

Gráfico 7. **GASTO PÚBLICO SOBRE PIB (AJUSTADO POR EL CICLO ECONÓMICO) E INDICADOR DE CALIDAD INSTITUCIONAL EN ESPAÑA, 2002-2022**



Fuente: BBVA Research a partir de AMECO, variable UUTGA, y World Governance Indicators, Banco Mundial.

Gráfico 8. **RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS DESPUÉS DE IMPUESTOS, 2000-2022**



Fuente: BBVA Research a partir de BACH, variable R38\_WM.

**Afortunadamente, las perspectivas para que España pueda capitalizar esta convergencia en renta per cápita siguen presente en el contexto actual**, donde se pueden 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. Una mayor ambición en la formación para aumentar la cualificación y habilidades de trabajadores y empresarios, en la evaluación de las políticas de gasto para asegurar su eficiencia, y en generar un entorno económico que incentive inversión privada, con la profundización del mercado único en España y en Europa, que fomente la competencia entre empresas, su crecimiento para aprovechar economías de escala, y la integración de mercados de capitales que faciliten la financiación (bancaria y no bancaria) serán clave en los próximos años para revertir la tendencia actual y aprovechar las oportunidades existentes.

## 4. Bibliografía

Acemoglu, D., y J.A. Robinson (2012): *Why nations fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. Crown Publishing Group.

Acemoglu, D., y J.A. Robinson (2019): *The narrow corridor: How nations struggle for liberty*. Penguin Press.

Andrés, J., E. Bandrés, R. Doménech y M.D. Gadea (2024): "Social welfare and government size." BBVA Research WP 24/02. <http://t.ly/I5oH5>

Boscá, J. E., Domenech, R., Ferri, J., Méndez, R., y Rubio-Ramírez, J. F. (2020): Financial and fiscal shocks in the great recession and recovery of the Spanish economy." *European Economic Review*, 127, 103469. <http://t.ly/va9Eo>

de la Fuente, A. y R. Doménech (2023): "Renta per cápita y productividad en la OCDE de 1960 a 2022." BBVA Research. <http://t.ly/Rco6F>

Doménech, R. y J. Sicilia (2021): "Private investment as the engine of economic growth and social welfare." BBVA Research. <http://t.ly/Tdvc3>

Fernández-Villaverde, J., Ventura, G., y Yao, W. (2023): "The Wealth of Working Nations." (No. w31914). National Bureau of Economic Research. <http://t.ly/BLhP5>

Lucas, R. E. "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *The American Economic Review*, vol. 80, no. 2, 1990, pp. 92–96. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/2006549>.

Masuch, K., W. Modery, R. Setzer y N. Zorell (2023): "The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness," ECB Blog. <http://t.ly/Dza0r>

## 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.bbvarsearch.com](http://www.bbvarsearch.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.bbvarsearch.com](http://www.bbvarsearch.com)