

Análisis Regional España

No es país para la inversión

Invertia, El Español (España)

Miguel Cardoso

La economía española continúa creciendo, e incluso se acelera en los últimos meses. Sin embargo, lo hace con la inversión cayendo, a pesar del apoyo que supone el flujo constante de recursos provenientes de Europa. Si bien hay factores transitorios que podrían estar explicando el retroceso de la inversión y que revertirán parcialmente a corto plazo, [el problema parece más estructural](#).

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística, la inversión cayó en el cuarto trimestre de 2023 un 1,6% trimestral. En total, durante el segundo semestre de 2023 se redujo un 2,2% y permanece un 5,5% por debajo del máximo local alcanzado antes de la pandemia. Además, muestra un comportamiento diferencialmente negativo cuando se compara con lo observado en el resto de los países de la eurozona.

La situación no parece mejorar. El saldo de crédito empresarial sigue disminuyendo más de un 4% con datos hasta enero, con un flujo de nuevas operaciones que se mantiene relativamente constante desde hace un año y por debajo de los niveles alcanzados antes de la pandemia. Eso, a la vez que las cuentas nacionales nos dicen que los precios de los bienes y servicios de capital fijo se han incrementado un 23%. El Banco de España, en su [reciente actualización de proyecciones económicas](#), señala que “la inversión empresarial seguiría mostrando una cierta debilidad”.

Parte de este comportamiento se explica por factores cuyo impacto irá revirtiendo. Por ejemplo, el incremento en los tipos de interés está teniendo un efecto negativo sobre la disposición de empresas y familias para impulsar nuevos proyectos. El euríbor a 12 meses llegó a cifras superiores al 4% en el tercer trimestre de 2023, después de un período prolongado en territorio negativo. Un aumento tan significativo en la carga financiera en un plazo relativamente corto de tiempo redirecciona recursos hacia el pago por intereses y hace menos rentables nuevos proyectos. En todo caso, el sector privado tiene ahora mayor certidumbre en la medida en que los tipos han caído desde entonces y el Banco Central Europeo habla ahora ya de reducir el coste del dinero a partir de junio.

Por otro lado, el aumento en el precio de la electricidad frenó el crecimiento de la industria, un sector intensivo en el uso de capital. Los elevados costes energéticos han obligado a muchas empresas a cerrar, total o parcialmente. Proyectos que eran rentables a precios de 2018, dejaron de serlo en 2022. Sin embargo, la disminución en el precio del gas, junto con la mejora en el uso de la energía, la climatología y el aumento en la oferta de renovables, [han permitido que el coste de la electricidad regrese a un nivel similar al observado antes de la pandemia](#).

[También las restricciones que impedían la llegada de insumos han ido desapareciendo](#). Estos cuellos de botella son cada vez menos importantes, como refleja la mayor disponibilidad de vehículos y el crecimiento moderado de su precio. Afortunadamente, la tensión que se vive en el Mar Rojo no ha tenido efectos significativos en la disponibilidad de importaciones necesarias para la producción o en su coste en general.

No obstante, la evidencia apunta a factores estructurales que difícilmente desaparecerán durante los próximos meses. Uno de ellos es el pobre desempeño de la economía europea. Es posible que esto se deba precisamente a los elementos ya mencionados (tipos de interés, precio de la electricidad y cuellos de botella). Sin embargo, la divergencia de la eurozona respecto a la economía de los EE. UU. viene de antes. La pobre evolución de la productividad parece estar apuntando a una falta de infraestructuras en algunos países o a la necesidad de reformas estructurales en otros.

En España, la regulación está teniendo un efecto negativo. A pesar del fuerte incremento en la demanda de vivienda y en los precios, tanto de compra como de alquiler, la inversión en este componente se encuentra todavía un 8% por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Quizá la gravedad de la situación se perciba más al notar que el año pasado [el número de viviendas nuevas apenas habría representado un 40% de los nuevos hogares](#). Esto marcaría el tercer año consecutivo (y cuarto desde 2019) con una ratio inferior a 1. Dada la presión que existe en estos momentos, la falta de oferta de vivienda asequible parece achacable a los problemas que afectan a la oferta. La incertidumbre que han traído los distintos cambios regulatorios durante los últimos años parece parte de la respuesta. En todo caso, hay que mencionar que el volumen de trámites y lentitud en su aprobación que aqueja al desarrollo de suelo urbanizable es histórico.

Otra restricción de oferta que está afectando a la inversión es la [escasez de capital humano cualificado](#). Si bien es cierto que las vacantes sin cubrir no muestran niveles relativamente elevados respecto a los que se observan en el resto de la UEM y que la tasa de paro está lejos del promedio de la eurozona, la comparación relevante en España debería ser frente al ciclo de la economía local. Aquí estamos viendo que en regiones del norte, en sectores específicos, hay falta de mano de obra en las manufacturas. Lo mismo pasa en las comunidades turísticas para servicios cualificados, o en la construcción. Aunque la inmigración y el aumento de la tasa de participación están aliviando la situación, lo están haciendo en sectores de baja productividad.

Asimismo, los fondos asociados al Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia (PRTR) no están teniendo el impacto deseado. Esto, como consecuencia de la lentitud en su ejecución, pero no solamente. Por un lado, buena parte del dinero ha ido destinado a comprar bienes que no son producidos en la economía española. Por ejemplo, paneles solares, baterías o coches eléctricos. La mejora de la competitividad que supone esta inversión sólo se irá viendo lentamente y no impulsa inmediatamente la producción interna. Por otro lado, con la intención de acelerar la ejecución de los fondos, es posible que, sobre todo las entidades públicas, tiraran de proyectos que de todas maneras se hubieran desarrollado. Esto implica que el efecto multiplicador del plan esté siendo modesto.

Por último, y quizá más importante, está la incertidumbre de política económica. De particular importancia es la consolidación fiscal que todavía está por llegar. En el mejor de los escenarios, España se tendrá que comprometer a tomar medidas por entre 2 y 3 puntos porcentuales del PIB para reducir el déficit público durante los próximos 7 años. Dado el aumento reciente del gasto y la tendencia a recurrir al incremento de la carga impositiva sobre las empresas para compensarlo, estas podrían estar retrasando sus decisiones de inversión. La creación de impuestos a sectores específicos y el aumento de las cotizaciones sociales que pagan las empresas son ejemplos de políticas que han ido aumentando el coste de producción. A esto hay que añadir la inseguridad sobre qué otras cargas tendrán que enfrentar. Por ejemplo, la reducción de la jornada laboral, sin que se negocien medidas compensatorias o una mayor flexibilidad dentro de la empresa, puede afectar negativamente a la inversión.

En suma, la inversión podría reactivarse en los próximos meses, apoyada por la rebaja de los tipos de interés, el menor coste de la energía, y la desaparición de cuellos de botella. Sin embargo, la inercia actual hace poco probable que lo haga de manera intensa. Revertir esta tendencia requerirá de políticas que impulsen nuevas reformas en la eurozona. También habrá que evaluar en qué se han invertido los fondos asociados al PRTR y mejorar la regulación para acelerar la construcción de infraestructuras y vivienda. Será fundamental tener una política migratoria y de formación que incremente y mejore el capital humano. Finalmente, será clave reducir la incertidumbre sobre los costes fiscales a medio plazo.

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