



# Ciclo económico e inversión en España tras la revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral

JOSÉ E. BOSCA

RAFAEL DOMÉNECH

JAVIER FERRI

VICENTE PALLARDÓ

CAMILO ULLOA

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

Estudios sobre la Economía Española 2023/32

**Octubre de 2023**

**fedea**

*Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores  
y no coinciden necesariamente con las de Fedea.*

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

# Ciclo económico e inversión en España tras la revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral

José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri, Vicente Pallardó y Camilo Ulloa

27 de octubre de 2023

## Mensajes principales

- En este Observatorio se evalúan los factores que explican el **comportamiento de la economía española hasta el 2T2023, después de la importante revisión realizada por el INE** en septiembre.
- **El PIB por PET**, tras la acusada caída experimentada durante 2020, inició una vigorosa recuperación que, tras la revisión efectuada por el INE, **muestra todavía un mayor dinamismo que el detectado en anteriores observatorios**.
- Sin embargo, desde **el cuarto trimestre de 2022** el PIB por PET se ha mantenido en torno a medio punto por debajo del valor alcanzado en el último trimestre previo a la pandemia, lo que ha situado **la brecha con respecto a su tendencia todavía en -2,4 pp**.
- Se confirma la pauta ya detectada en el anterior observatorio de **fuerte ralentización del crecimiento económico**. En concreto, desde el 2T2022 hasta el 2T2023 **la tasa de crecimiento interanual del PIB por PET se ha reducido en 5,8 pp**, hasta situarse en el ritmo de crecimiento de la tendencia.
- Se consolida la aportación negativa de las perturbaciones de demanda en los dos primeros trimestres de 2023, encadenando cuatro trimestres consecutivos de aportaciones negativas. En concreto, **los shocks de demanda detraerían alrededor de 0,8 pp del crecimiento interanual observado en el 2T2023**.
- **El shock procedente de la política monetaria habría detraído de media en los últimos cuatro trimestres 1,2 pp al crecimiento interanual del PIB por PET**.
- En comparación con lo sucedido durante el año 2022, **parece detectarse un cambio en la participación de los shocks estructurales, ganando peso, entre los factores que tiran del PIB hacia arriba, los shocks al capital residencial en detrimento de la PTF**.
- **El indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España ha aumentado un 47% desde el cuarto trimestre de 2019**, en un contexto en el que los márgenes de salarios han tenido una contribución positiva al crecimiento del PIB.
- La acusada caída observada en la tasa de crecimiento del PIB por PET se explica, sobre todo, por la **caída en la tasa de crecimiento en el número de horas trabajadas por PET**, mientras que **la productividad por hora crece un 1,1% en términos interanuales en el 2T2023**.
- En los dos últimos trimestres se ha producido un **descenso del EBE**, de modo que en 2T2023 se sitúa todavía al nivel prepandemia, mientras que **las rentas salariales llevan desde el 2T2021 por encima del nivel prepandemia, aunque con un comportamiento prácticamente estancado en los últimos dos años**.
- **La inversión privada por PET se encuentra 3 puntos por debajo del nivel prepandemia**, y mostrando un estancamiento en los últimos tres años
- Desde que se observan tasas de crecimiento interanuales positivas, han sido las perturbaciones de oferta las que han empujado de un modo importante la inversión. El comportamiento de **los márgenes** y la **PTF** han

sido los de **mayor peso por el lado positivo de las perturbaciones de oferta**. Por el contrario, la imposición sobre el trabajo y el capital, y los shocks sobre la inversión residencial han detraído, por lo general, fuerza al crecimiento de la inversión. **La información sobre el 2T2023 apunta, sin embargo, a una reversión en la contribución de estos factores.**

- **El crédito, y desde el 3T2021, la política monetaria, han jugado un papel relevante en la detración de crecimiento a la inversión.**
- **Las tasas de inversión** en el periodo 2000-2022 presentan una mayor volatilidad y persistencia en España que en la UE8, y **se sitúan en 2022 muy por debajo de su nivel en 2000, a diferencia de lo que sucede en la UE8.**
- Nuestro **Indicador multidimensional de Inversión** muestra desde el año 2000 un **peor desempeño en España que en la UE-8**, aunque con mejoras en ciertos componentes, como la deuda de las empresas no financieras.

## 1. Introducción

Esta nueva versión del Observatorio aborda el estudio de los determinantes del ciclo económico en España con la información disponible hasta el **segundo trimestre** de 2023, teniendo en cuenta la importante revisión llevada a cabo por el INE en septiembre de este año, y que ha afectado a las series de la Contabilidad Nacional Trimestral de España desde el primer trimestre de 2020. Para nuestro fin, utilizamos una descomposición de *shocks* a partir del modelo macroeconómico EREMS (véase Boscá et al. 2020). De este modo, es posible **analizar y evaluar los factores que han contribuido a la estabilización de la economía tras la crisis asociada al COVID-19**, teniendo en cuenta que la salida de dicha crisis coincidió con un **entorno de fuertes cambios en los precios relativos de bienes frente a servicios, importantes estímulos monetarios y fiscales, disrupciones en las cadenas mundiales de producción, y cambios en las regulaciones del mercado de trabajo**. A todo ello, desde mediados del primer trimestre de 2022 se sumó **la guerra de Ucrania**, que aumentó el coste de las materias primas, especialmente de productos energéticos, **acelerando el crecimiento de los precios a tasas no vistas desde hace décadas**. Ante la presión inflacionista, el Banco Central Europeo ha actuado con contundencia, elevando significativamente, en un corto periodo de tiempo, los tipos de interés nominales. Teniendo en cuenta los desfases inherentes en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, sus efectos deben de estar notándose ya en las economías, y han de verse reflejados en el comportamiento de las variables macroeconómicas.

En este Observatorio descomponemos las tasas de crecimiento del PIB y de la inversión de la economía española según la contribución de las distintas perturbaciones identificadas por el modelo. En particular, el modelo incorpora un sector bancario que permite estimar distintos tipos de perturbaciones financieras, además de fiscales y monetarias, a la competencia en el mercado de bienes y servicios, procedentes de distintos tipos de cambios tecnológicos, perturbaciones procedentes de la economía exterior, y otras perturbaciones macroeconómicas.

Utilizando los supuestos teóricos y las ecuaciones que describen la toma de decisiones por parte de los agentes, es posible estimar las 21 perturbaciones estructurales que se describen en el Anexo 1 y sus contribuciones al comportamiento de los principales agregados económicos a lo largo del tiempo, lo que lo convierte en un complemento útil a las herramientas de modelización disponibles. Diversas instituciones internacionales como,

por ejemplo, la Comisión Europea (véase Kollmann et al., 2016, o Albonico et al., 2017) disponen de herramientas similares para la eurozona y EE. UU.

En particular, en este Observatorio identificamos el origen de las perturbaciones y la intensidad y persistencia con las que están afectando a un conjunto de agregados macroeconómicos que han sido objeto de atención en un periodo en el que la inflación medida a partir del Índice general de Precios al Consumo (IPC), y los tipos de interés nominales, han vuelto a alcanzar niveles que no se veían en las últimas décadas, afectando de modo importante a la toma de decisiones de los agentes. Más en concreto, en la segunda sección del presente observatorio, como es habitual, se analizan los **factores de oferta, demanda y crédito que subyacen a la evolución del PIB por población en edad de trabajar (PIB por PET)**, para pasar en el apartado tercero a un análisis de **la caracterización cíclica del mercado de trabajo**. Tras estas dos secciones, que son fijas en todos los observatorios, nos centramos, en las secciones cuarta y quinta, en el análisis de la inversión. Así, la sección 4 estudia los **determinantes estructurales del ciclo de la inversión**, mientras que en la quinta y última sección se realiza una **comparación intertemporal**, con respecto a ocho países de referencia de la Unión Europea (UE8), de **un indicador de cinco dimensiones relacionadas con la inversión**.

## 2. El crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar

El **Gráfico 1** representa el PIB real por población en edad de trabajar (PIB por PET) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir el crecimiento y la renta de una economía, y para realizar comparaciones internacionales. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el segundo de 2023. A finales de 2019, tras haber dejado atrás la crisis financiera y de deuda soberana, el PIB por persona en edad de trabajar se encontraba un 3,3% por encima del máximo alcanzado en el anterior ciclo expansivo, que sucedió en el último trimestre de 2007.

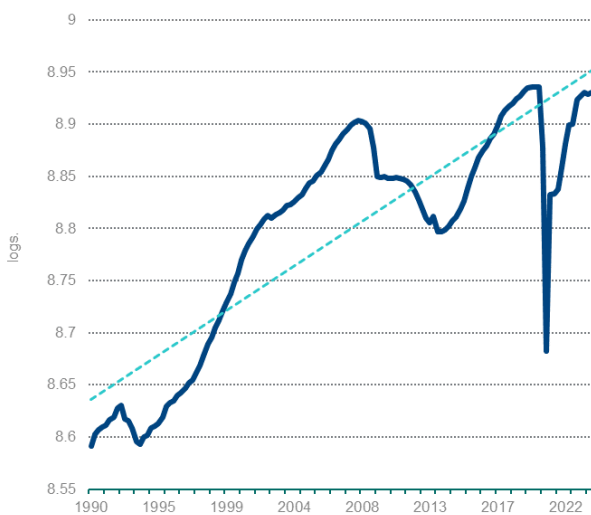
Bajo el supuesto de que la tendencia lineal aproxima adecuadamente la senda de equilibrio a largo plazo, la caída de la producción tan acusada en el año 2020 ha reducido ligeramente **el crecimiento tendencial del PIB por persona en edad de trabajar desde 1990, que se estima entorno a un 1% anual**.

**El PIB por PET**, tras la abrupta caída experimentada durante 2020, inició una vigorosa recuperación que, tras la revisión efectuada por el INE, **muestra todavía un mayor dinamismo que el detectado en anteriores observatorios. No obstante, el crecimiento de esta variable se interrumpió en el cuarto trimestre de 2022**. Desde entonces, el PIB por PET se ha mantenido en torno a medio punto por debajo del valor alcanzado en el último trimestre previo a la pandemia, lo que ha situado **la brecha con respecto a su tendencia todavía en -2,4 pp** en el 2T2023. Cerrar dicha brecha en los próximos cuatro trimestres requeriría crecer a tasas intertrimestrales del PIB por PET que no se han observado desde el segundo trimestre de 2022, algo que se prevé de difícil consecución en el presente contexto de acusada ralentización del ritmo de actividad económica, como se verá a continuación.

En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar con respecto a su media muestral desde 2008. Un valor cero indica que la tasa de crecimiento interanual observada coincide con la tendencial, mientras que valores positivos (negativos) recogen tasas de crecimiento interanuales superiores (inferiores) a la de la tendencia. Aún con la profunda revisión estadística

realizada por el INE, se confirma la pauta ya detectada en el anterior observatorio de **fuerte ralentización del crecimiento económico. En concreto, desde el 2T2022 hasta el 2T2023 la tasa de crecimiento interanual del PIB por PET se ha reducido en 5,8 pp**, hasta situarse en el ritmo de crecimiento de la tendencia. Si caracterizamos el ciclo económico como los periodos de tiempo en los que el crecimiento interanual del PIB por PET permanece por encima (debajo) de su tendencia, podríamos estar a las puertas de la reversión del ciclo expansivo que se inició en el 2T2021.

Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-2T2023**



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 2. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T2009-2T2023 (%)**



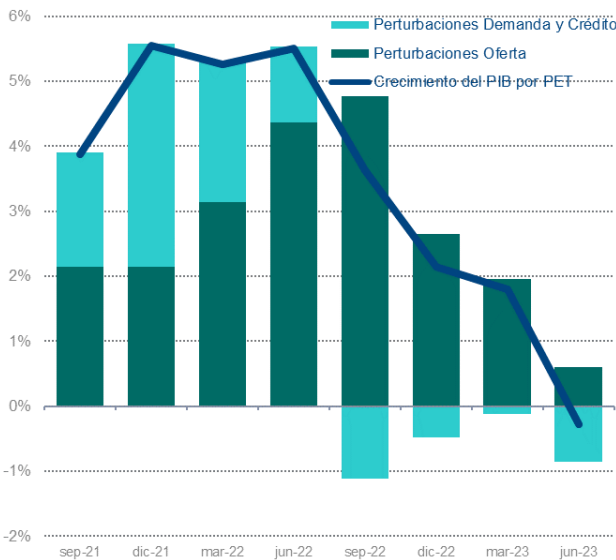
Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales esconden cambios sustanciales en los **factores de oferta y demanda** que contribuyen a explicar su dinámica temporal. El **Gráfico 3** presenta la **contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento** interanual del PIB por PET en los últimos ocho trimestres. Las barras por encima del eje horizontal indican que la respectiva perturbación ha contribuido positivamente al ciclo económico, mientras que aquellas por debajo se corresponden con contribuciones negativas. La suma de todas las contribuciones es igual a la desviación respecto a su promedio de largo plazo de la tasa de crecimiento interanual del PIB por persona en edad de trabajar, que coincide con los últimos años del Gráfico 2, y se representa con una línea continua.

Para la correcta interpretación de los resultados, conviene destacar que, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, la observación de las series correspondientes a un periodo recoge el efecto sobre la suma acumulada de tasas de crecimiento intertrimestrales en los cuatro trimestres anteriores a dicho periodo.

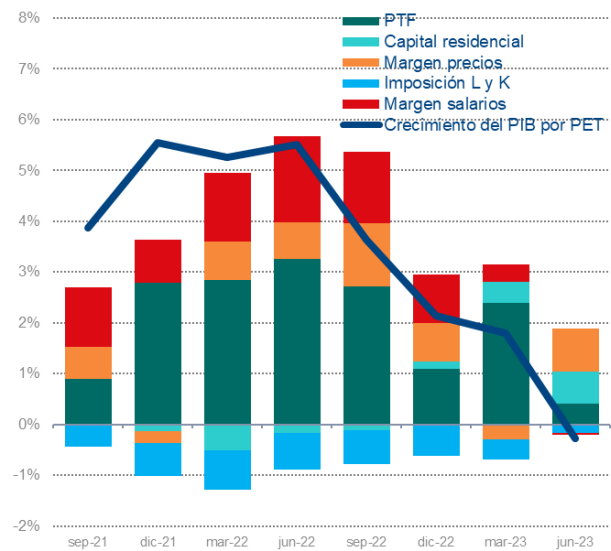
En el anterior observatorio (Boscá, et al., 2023) apuntábamos a que los factores de oferta habían ido ganando peso en la recuperación del ciclo económico conforme avanzaba el año 2022, mientras que las de demanda iban perdiendo peso a medida que aumentaba la inflación y la incertidumbre, con contribuciones negativas en el tercer y cuarto trimestre de 2022. **La última información disponible consolida la aportación negativa de las perturbaciones de demanda en los dos primeros trimestres de 2023, encadenando cuatro trimestres consecutivos de aportaciones negativas (Gráfico 3). En concreto, los shocks de demanda detraerían alrededor de 0,8 pp del crecimiento interanual observado en el 2T2023.**

**Gráfico 3. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2021-2T2023**



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

**Gráfico 4. CONTRIBUCIONES DE LA COMPETENCIA EN MERCADOS, EL CAPITAL RESIDENCIAL, LA IMPOSICIÓN SOBRE TRABAJO Y CAPITAL, Y DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, 3T2021-2T2023**



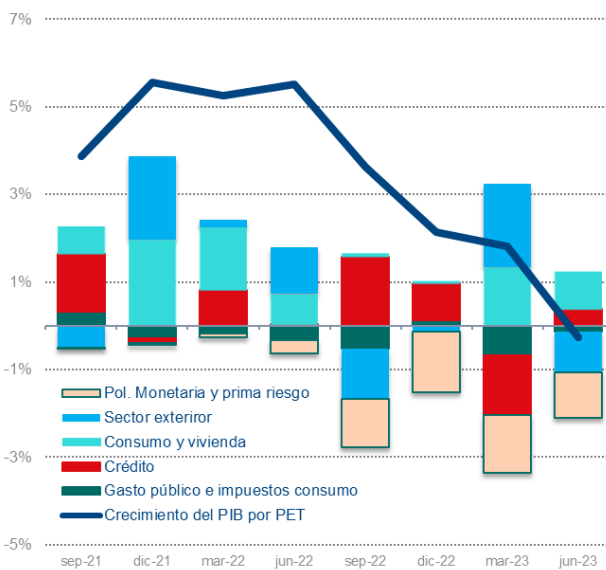
Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

**Durante el año 2022, la aportación positiva al crecimiento del PIB por PET de los shocks de oferta estuvo sustentada, fundamentalmente, por perturbaciones a la productividad total de los factores (PTF) y por el comportamiento de los márgenes salariales y de precios (Gráfico 4). Sin embargo, con la información disponible para los observables del 2T2023, parece detectarse un cambio en la participación de los shocks estructurales, ganando peso, entre los factores que tiran del PIB hacia arriba, los shocks al capital residencial en detrimento de la PTF, indicativo del tirón que aún experimenta la construcción pese al viento de cara de la política monetaria. Por otra parte, la contribución positiva de los márgenes de precios y salarios durante todo el periodo considerado, apuntaría a la ausencia de tensiones inflacionistas procedentes de un comportamiento no competitivo en los mercados de bienes y de trabajo.**

El único factor entre los de oferta que ha mostrado una persistente contribución negativa en los últimos ocho trimestres ha sido **la imposición sobre el trabajo y el capital, que ha reducido en media el crecimiento del PIB por PET -0,5 pp durante este periodo**. Las ganancias recaudatorias, guiadas en parte por el periodo inflacionista, se han cobrado cierto peaje en términos de crecimiento.

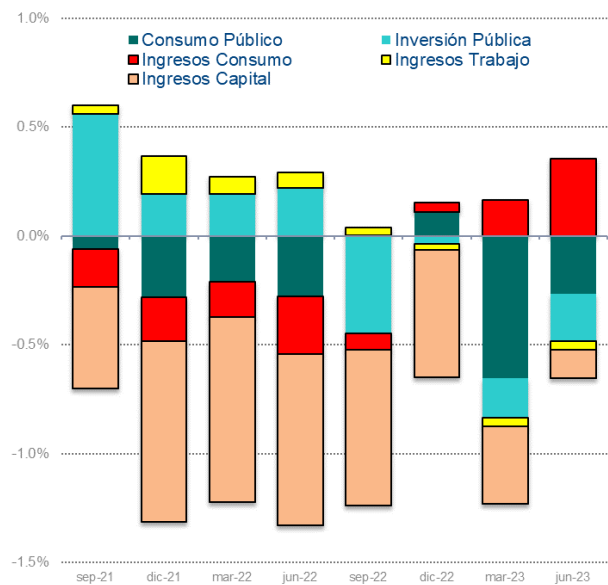
Como ya hemos comentado, los shocks de demanda y crédito han tenido una contribución negativa al crecimiento en los últimos cuatro trimestres. De acuerdo con la desagregación de las perturbaciones de demanda y crédito del **Gráfico 5, el shock procedente de la política monetaria ha detraído de media en los últimos cuatro trimestres 1,2 pp al crecimiento interanual del PIB por PET**. El endurecimiento de la política del Banco Central Europeo estaría sin duda detrás de los efectos negativos que captan los shocks monetarios en el modelo.

**Gráfico 5. CONTRIBUCIONES DE POLÍTICA MONETARIA, GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, SECTOR EXTERIOR, CONSUMO PRIVADO Y VIVIENDA, 3T2021-2T2023**



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia

**Gráfico 6. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET DE LOS COMPONENTES DEL GASTO Y LOS INGRESOS PÚBLICOS, 3T2021-2T2023**



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia

Junto con la política monetaria, es el comportamiento del sector exterior (debido al shock negativo de exportaciones) el otro responsable de la contribución negativa de la demanda al crecimiento interanual del PIB por PET en el 2T2023, detrayendo casi 1 pp de crecimiento. El shock de consumo y vivienda (con una contribución positiva de 0,9 pp) y, en menor medida, el de crédito (0,4 pp) han compensado en parte el drenaje de los shocks demanda. Sin embargo, la contribución del gobierno a través del gasto en consumo e inversión públicas, y de los impuestos al consumo, ha jugado un papel poco relevante, o incluso negativo, en el periodo considerado.

El **Gráfico 6** amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicas, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **La contribución conjunta de estos componentes ha sido predominantemente negativa en los últimos dos años, restando una media de 0,4 pp al crecimiento del PIB por PET en los últimos cuatro trimestres.** En el 2T2023 el consumo público y la inversión pública detrajeron conjuntamente 0,5 pp al crecimiento interanual del PIB por PET, mientras que los impuestos al consumo han contribuido positivamente con 0,4 pp.

### 3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

El **Gráfico 7** muestra el comportamiento de las tasas de desempleo y de vacantes en la economía española desde el primer trimestre de 1981 hasta el segundo de 2023. Es bien conocido el buen comportamiento de la tasa de desempleo durante la crisis del coronavirus. De hecho, pese a la ralentización observada en el PIB por PET que ya se ha mostrado, la tasa de desempleo recuperó las cifras prepandemia en el cuarto trimestre de 2021, reduciéndose desde entonces en dos puntos porcentuales hasta el 11,8% de 2T2023. Por su parte la tasa de vacantes todavía experimentó una recuperación más rápida, cruzando el nivel prepandemia (0,47%) en el segundo trimestre de 2021. Desde entonces, y hasta el cuarto trimestre de 2022, la tasa de vacantes creció ininterrumpidamente hasta situarse en un 0,66%, tasa equivalente a la que se observó en el año 2002 en pleno ciclo expansivo y con tasas de vacantes crecientes. Sin embargo, en los dos últimos trimestres ha habido un retroceso en la tasa de vacantes, quedando la misma en un 0,59% en el 2T2023. Pese a ello, **el indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España, definido como las vacantes entre el desempleo, ha aumentado un 47% desde el cuarto trimestre de 2019, y esto ha sucedido en un contexto en el que, como ya hemos visto, los márgenes de salarios han tenido una contribución positiva al crecimiento del PIB.**

**La curva de Beveridge (Gráfico 8) permite estudiar la relación entre vacantes y desempleo** desde otra óptica. Los desplazamientos a lo largo de la curva de Beveridge, como entre 2010 y 2013, son principalmente resultado del ciclo económico. Sin embargo el desplazamiento hacia el exterior observado entre 2007 y 2009, coincidiendo con la Gran Recesión, puede interpretarse como un aumento del desajuste en el mercado de trabajo y una menor eficiencia en el emparejamiento de desempleados y vacantes debido a una reducción en la eficiencia de la asignación entre empleadores que buscan trabajadores y las habilidades específicas que poseen los trabajadores, a una reducción en la intensidad del esfuerzo de búsqueda de los empleadores, o a un aumento en porcentaje de desempleados de larga duración, con mayores dificultades para dejar el desempleo (Barlevy, Faberman, Hobijn y Sahin, 2023).

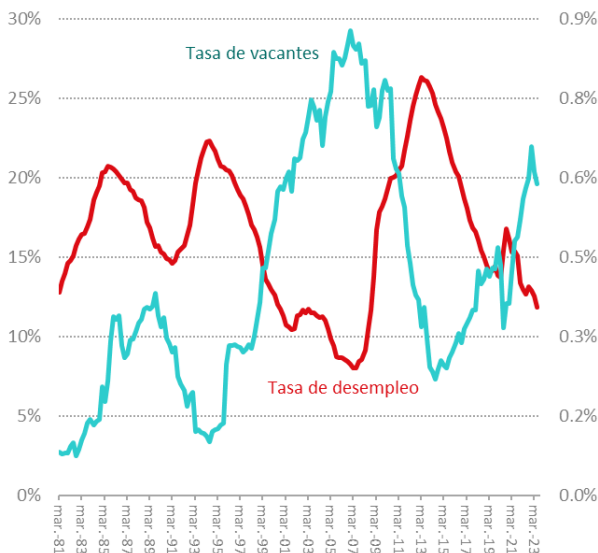
Durante la recuperación de la Gran Recesión entre 2013 y 2019, la curva de Beveridge deshizo el camino realizado durante la crisis, con desplazamientos hacia el origen de esta curva y aumentos de la relación vacantes/desempleados, de modo que, en el último trimestre de 2019, la ratio entre vacantes y desempleo se situaba en un nivel consistente con el ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.

Durante la crisis de la Covid, la relación entre las tasas de vacantes y desempleo no se alejó de la curva de Beveridge inicial, a diferencia de lo observado en Estados Unidos, donde los procesos de recontractación, abandonos de puestos de trabajo, y reubicación de trabajadores supuso un fuerte desplazamiento hacia la derecha de la curva de Beveridge (Barlevy, Faberman, Hobijn y Sahin, 2023). De hecho, **en el 2T2023 la relación entre vacantes y desempleo, y la posición en la Curva de Beveridge de la economía española, es**



consistente con el ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión. Más en particular, la tasa de desempleo y de vacantes coinciden casi por completo con la observada en el 3T2000.

Gráfico 7. **TASAS DE VACANTES Y DE DESEMPLEO (CVEC)**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 8. **CURVA DE BEVERIDGE**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

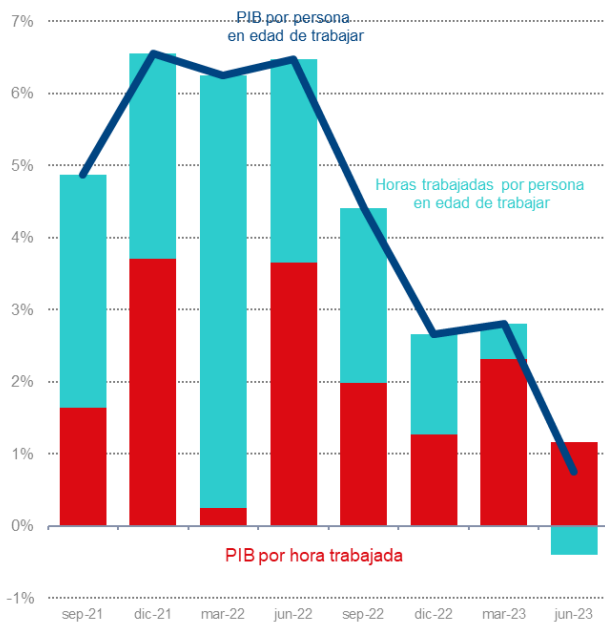
Sin embargo, aunque los datos del mercado de trabajo sitúan a la economía española en la curva de Beveridge más eficiente de nuestro pasado reciente, lo hacen con un nivel de tensionamiento superior al de 2019 (el índice de tensionamiento -vacantes sobre desempleo – ha pasado de 0,034 a 0,050). Esto supone una señal de alerta pues puede indicar que continuar reduciendo la tasa de desempleo al mismo ritmo que en los últimos trimestres requerirá aumentos proporcionalmente mayores del número de vacantes.

El **Gráfico 9** descompone la variación interanual del PIB por PET, en PIB por hora trabajada (productividad) y el número de horas trabajadas por PET. Se trata de una descomposición contable no basada en perturbaciones estructurales. Con respecto al anterior observatorio, la revisión del INE ha cambiado la imagen obtenida de esta descomposición. **La acusada caída observada en la tasa de crecimiento del PIB por PET se explica, sobre todo, por la caída en la tasa de crecimiento en el número de horas trabajadas por PET, mientras que la productividad por hora crece un 1,1% en términos interanuales en el 2T2023.** Aunque la reforma laboral desplegada a lo largo de 2022 ha permitido reducir significativamente la tasa de temporalidad del sector privado, estos resultados apuntan a que la creación de empleo no ha venido acompañada de un aumento proporcional en el número de horas trabajadas.

El **Gráfico 10** muestra la **remuneración de asalariados sobre el PIB al coste de los factores y su relación con la tasa de desempleo.** En el último trimestre de 2019 anterior a la pandemia de la Covid, la participación de los salarios en la renta agregada fue del 51,9%, con una tasa de desempleo del 13,8%. Desde entonces, la

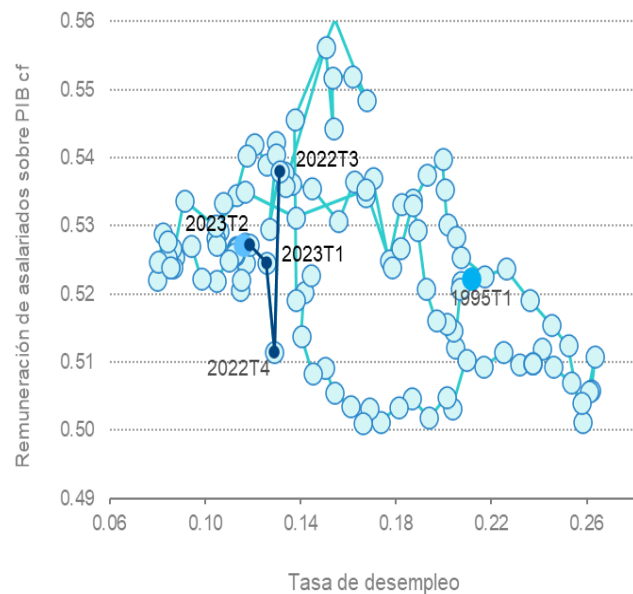
participación de los salarios en la renta se ha situado hasta finales de 2022 en tasas superiores (2,6 pp superiores en media) a excepción del 4T2022, cuya caída es atípica y está ligada a los anticipos de ayudas para paliar los efectos de la guerra en Ucrania. Sin embargo, obviando esta circunstancia, **la evolución de las series en los dos primeros trimestres de 2023 reflejan cierta caída tanto de la participación de los salarios como de la tasa de desempleo, lo que es consistente con un crecimiento del salario medio por empleado inferior al crecimiento del PIB.**

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 3T2023-2T2023**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 10. **PARTICIPACIÓN DE LA REMUNERACIÓN DE LOS ASALARIADOS SOBRE PIB A COSTE DE LOS FACTORES Y TASA DE DESEMPLEO, 1T1995-2T2023**



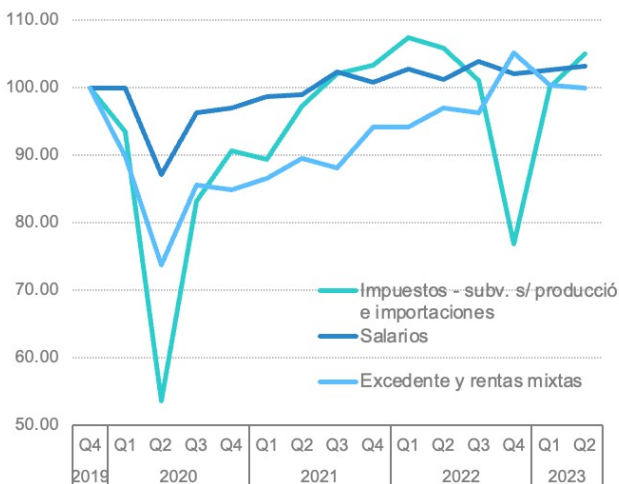
Datos desestacionalizados. Fuente: Elaboración propia a partir del INE

La caída temporal y atípica de los impuestos sobre la producción y las importaciones netas de subvenciones aumentó artificialmente el excedente bruto de explotación y rentas mixtas (que se estima como el residuo de rentas consistente con el PIB estimado por el lado de la demanda y de la oferta), como se observa en el 4T2022 del **Gráfico 11** en la CNTR. De hecho, **en los dos últimos trimestres se ha producido un descenso del EBE, de modo que en 2T2023 se sitúa todavía al nivel prepandemia, mientras que las rentas salariales llevan desde el 2T2021 por encima del nivel prepandemia, aunque con un comportamiento prácticamente estancado en los últimos dos años.**

**El margen de explotación de las empresas**, definido como la ratio del resultado económico ordinario sobre el importe neto de la cifra de negocios, que en el 3T2022 todavía se situaba 20 pp por debajo del nivel anterior a la

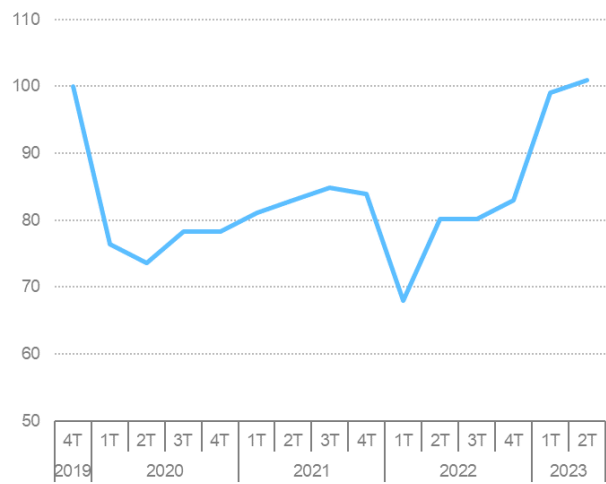
pandemia, **recuperó los niveles prepandemia en el 1T2023, situándose 1 pp por encima en el 2T2023, según datos de la Central de Balances del Banco de España (Gráfico12).**

**Gráfico 11. SALARIOS, EBE Y RENTAS MIXTAS E IMPUESTOS NETOS DE SUBVENCIONES (DEFLACTADOS CON EL DEFLACTOR DEL PIB), 4T2019-4T2022**



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

**Gráfico 12. MARGEN DE EXPLOTACIÓN: RESULTADO ECONÓMICO ORDINARIO SOBRE IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS (4T2019=100)**



Fuente: Elaboración propia en base a Central de Balance del Banco de España, serie BE\_15\_20.1. .

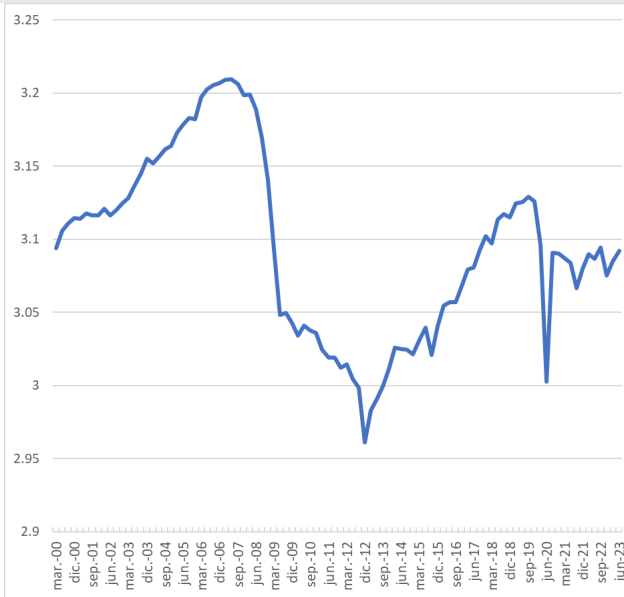
## 4. Análisis de la inversión privada

En esta sección nos centramos en el estudio de la formación bruta de capital, excluyendo la inversión pública. El **Gráfico 13** muestra la evolución de esta variable por PET en logaritmos desde 1T2000 hasta 2T2023. La crisis provocada por la pandemia de Covid detuvo el proceso de recuperación de la inversión por PET que se había iniciado en 2013. En el 2T2020 la serie se desplomó un 12 por cien, para recuperarse un 9 por cien en el 3T2020. Desde entonces **la inversión privada por PET ha fluctuado en torno a una constante, situándose en un valor sobre un 3 por cien inferior al nivel prepandemia, y mostrando un estancamiento en los últimos tres años.** Además, la varianza de la inversión por PET parece haber aumentado significativamente desde el inicio del periodo del Gran Contagio.

En el **Gráfico 14** se presenta la dinámica de las tasas de crecimiento interanuales de la inversión privada por PET con respecto a su media histórica en los últimos 8 trimestres, así como la descomposición de estas tasas de crecimiento en perturbaciones de oferta y de demanda. El periodo de aumento de la varianza detectado en los datos se asocia con una elevada volatilidad también de los shocks subyacentes, reflejando un periodo de elevada incertidumbre y acontecimientos no previstos, que han afectado muy particularmente a los factores relacionados con la inversión. En general, **desde que se observan tasas de crecimiento interanuales**

positivas, han sido las perturbaciones de oferta las que han empujado de un modo importante la inversión.

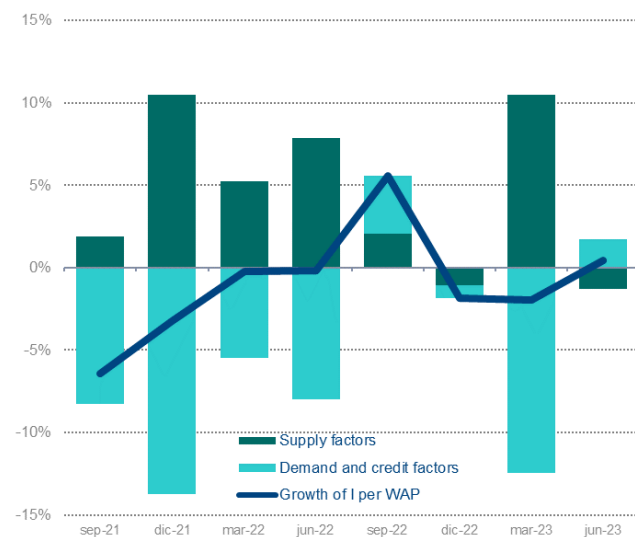
Gráfico 13. **INVERSIÓN PRIVADA POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T2000-2T2023**



Logaritmos

Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 14. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRIVADA POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y FINANCIERAS, 3T2022-2T2023**



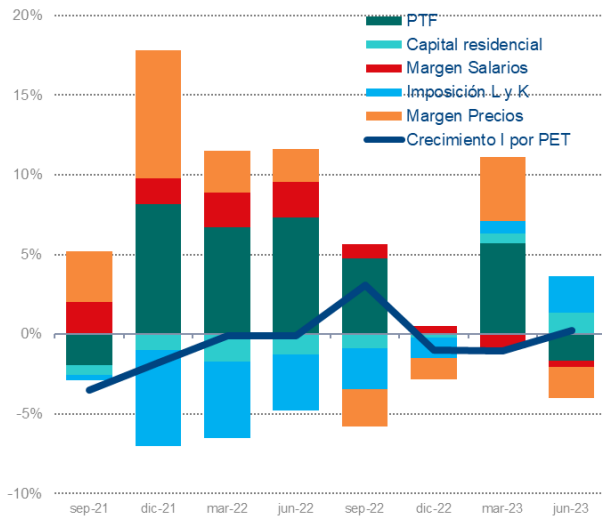
Desviaciones respecto al promedio muestral.

Fuente: Elaboración propia

En el **Gráfico 15** se detalla el peso de los distintos factores de oferta. **El comportamiento de los márgenes de precios**, pero también de salarios, ha jugado un papel importante en el mantenimiento de las tasas de crecimiento de la inversión por PET. Estos componentes, **junto con la PTF, han sido los que mayor peso han tenido por el lado positivo de las perturbaciones de oferta**. Por el contrario, **la imposición sobre el trabajo y el capital, y los shocks sobre la inversión residencial han detraído, por lo general, fuerza al crecimiento de la inversión**. La información sobre el 2T2023 apunta, sin embargo, a una reversión en la contribución de estos factores, con márgenes y PTF contribuyendo negativamente, e impuestos y capital residencial empujando el crecimiento de la inversión.

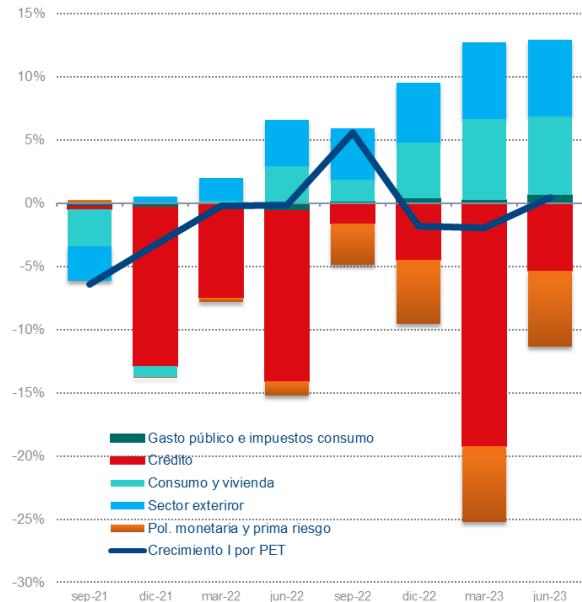
El **Gráfico 16** ofrece la contribución de los factores de demanda. Desde el 4T2021 los shocks procedentes del mercado exterior, al que paulatinamente se le han ido uniendo las perturbaciones relacionadas con el consumo y la preferencia por la vivienda, han sido los principales responsables, por el lado de la demanda, de aguantar las tasas de crecimiento interanuales de la inversión privada por PET. Sin embargo, **el crédito, y desde el 3T2021, la política monetaria, han jugado un papel muy relevante en la detracción de crecimiento a la inversión, siendo responsables de la contribución negativa de los shocks de demanda en agregado**. En el 2T2023, tanto el crédito como la política monetaria detraerían por separado aproximadamente 5 pp de crecimiento interanual a la inversión.

Gráfico 15. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRIVADA POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 3T2021-4T2023



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRIVADA POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE DEMANDA, 3T2021-4T2023



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia

## 5. La inversión española en el contexto internacional

Esta sección ofrece una visión más internacional del comportamiento de la inversión en España. En concreto, ofrecemos, como es habitual, una comparación entre España y un conjunto de países, con perfiles macroeconómicos e institucionales sólidos, que denotamos como UE8: Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Suecia, Austria, Dinamarca y Finlandia.

El Gráfico 17 muestra la evolución de la **tasa de inversión empresarial** no financiera en el periodo 2000-2022, fijando la misma a un índice 100 en 2000. **Esta tasa presenta una mayor volatilidad y persistencia en España que en la UE8, reflejando una caída en picado a principio de la crisis financiera, y una recuperación posterior que ha quedado incompleta, de modo que en 2022 la tasa de inversión se situaba un 7 por cien por debajo de la del año 2000.** Por el contrario, la tasa de inversión empresarial no financiera en la UE8 fue en el año 2022 un 11 por cien superior a la de 2000.

El Gráfico 18 recoge la evolución de la **tasa de inversión pública**. **En el año 2019 la tasa de inversión pública en España era un 42 por cien inferior a la del año 2000. Desde entonces, la tasa de inversión pública ha aumentado un 15 por cien, aunque todavía queda un 26 por cien por debajo de la observada en**

**el año 2000.** En contraste, la tasa de inversión pública en la UE8 presenta un comportamiento mucho más estable en los últimos 22 años.

Gráfico 17. **TASA DE INVERSIÓN EMPRESARIAL NO FINANCIERA 2000-2022. ESP VS UE8**

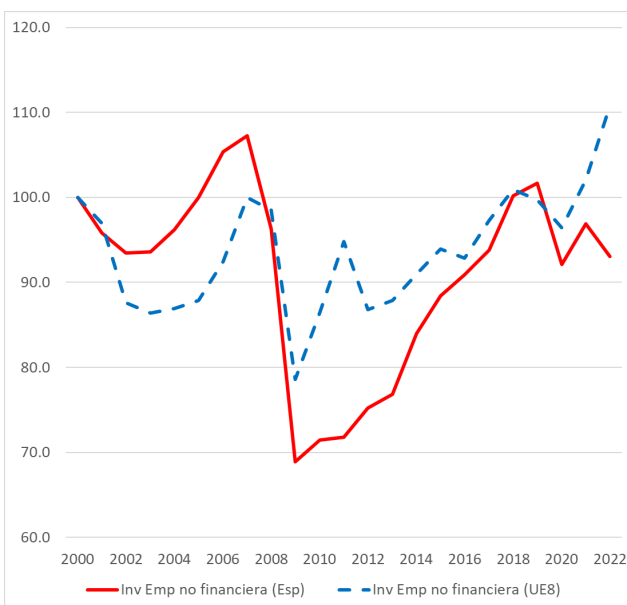
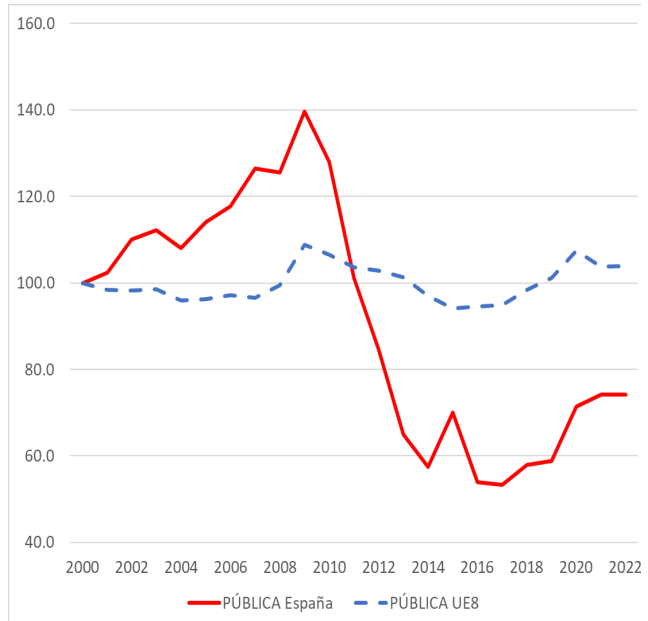


Gráfico 18 **TASA DE INVERSIÓN PÚBLICA 2000-2022. ESP VS UE8**



### Indicador de Inversión. España vs. UE8

A continuación, realizamos una comparación multivariante de la inversión en España y en la UE8, por medio de un indicador que sintetiza cinco variables. Además, dotamos al ejercicio de una cierta perspectiva temporal, al realizarlo para cuatro subperíodos que abarcan las dos últimas décadas: la fase expansiva previa a la Gran Recesión (2000-2008); los años centrales de la crisis (2009-2013); el período de moderado crecimiento posterior (2014-2019) y el trienio de la pandemia y el rebote económico tras la misma (2020-2022).

El Indicador de Inversión que se presenta incorpora tres componentes que recogen el comportamiento de la formación bruta de capital, en su conjunto o en ámbitos específicos, así como dos componentes que pueden condicionar el comportamiento inversor. Todos ellos están basados en la información proporcionada por instituciones públicas y privadas de reconocida solvencia. Nuestra selección viene en parte condicionada por la necesidad de disponer de series que se extiendan, al menos, durante el período antes referido.

Los cinco componentes del Indicador de Inversión son los siguientes<sup>1</sup>:

- *Formación Bruta de Capital*, reflejando el esfuerzo inversor total realizado por la economía.
- *Formación Bruta de Capital de las Empresas no financieras*, indicando la actividad inversora empresarial más directamente ligada al proceso productivo, no considerando el sector construcción y el sector financiero.
- *Índice de Inversión en Actividades Estratégicas*: mostrando el compromiso de la economía en actividades de inversión/gasto con un potencial impacto diferencial no solo en la producción corriente sino en mejorar el posicionamiento para la producción futura. El cálculo del índice se realiza mediante la equiponderación de las cuatro dimensiones consideradas.
- *Deuda empresas no financieras*: señalando el mayor o menor condicionamiento para la inversión derivado del nivel de endeudamiento acumulado por las empresas del sector no financiero.
- *Ahorro doméstico*: recogiendo la disponibilidad de ahorro interno para financiar los procesos inversores sin el recurso a la captación de ahorro del resto del mundo.

Como en Observatorios anteriores, acompañamos las reflexiones sobre los resultados más significativos del indicador con una aproximación gráfica (**Gráfico 19**) que facilita una mejor visión general de la evolución, absoluta y relativa a la UE-8, de la economía española. Las cinco variables que componen el Indicador de Inversión aparecen situadas en los radios del pentágono. En cada caso, valores más exteriores implican mejores resultados, al contrario que los valores más cercanos al origen. Ello implica que áreas mayores suponen una situación más favorable para la zona económica considerada. Para facilitar la comparación entre los gráficos de períodos sucesivos, los valores extremos de cada radio del pentágono se han hecho corresponder al dato más favorable y el dato más desfavorable de cada variable, para cualquiera de las dos áreas que se comparan y en cualquiera de los períodos. De esta forma, no solo se puede comparar España con la UE8 en cada momento del tiempo, sino la evolución absoluta de cada uno de los dos espacios económicos y la evolución relativa entre ellos.

El nivel (respecto al PIB) del conjunto de la Formación Bruta de Capital (FBC) en España alcanzó un diferencial positivo significativo respecto a la UE-8 en los primeros años del siglo XXI, debido a la intensidad de la inversión en construcción residencial. Una vez cerrada la fase expansiva del ciclo inmobiliario, la FBC mostró una debilidad relativa a esos ocho países, ampliada a lo largo de la pasada década, y pese a que, en términos de los estándares internacionales, las tasas de inversión del 21-22% del PIB, habituales en la UE-8 durante todo el período previo a la pandemia, se consideran, a lo sumo, modestas. Como refleja el gráfico (áreas más amplias), la FBC se ha elevado tanto en España como en la UE-8 en el trienio 2020-2022, probablemente en respuesta a demandas específicas (desde la “transformación verde” a una cierta relocalización de actividades estratégicas) y a los planes diseñados para responder a las mismas. Sin embargo, se mantiene el diferencial negativo de tres puntos porcentuales de PIB entre España y los países tomados como referencia.

Sin embargo, cuando nos ceñimos a la FBC realizada por las empresas no financieras (y excluyendo el sector construcción), las cifras de España son muy similares a las de la UE-8, aunque con mayor variabilidad procíclica, en la medida en que tanto el ciclo expansivo de principios de siglo como la crisis a raíz de la Gran Recesión

<sup>1</sup> El detalle de la descripción de las variables y las fuentes originales de los datos se presenta en el Anexo 2 al final del presente documento.

fueron más intensos en la economía española. Eso sí, mientras la segunda mitad de la pasada década fue testigo de una recuperación de las tasas de inversión de ese sector no financiero en España más intenso que en la UE-8, el último trienio muestra una continuidad en el avance del peso de esta inversión sobre el PIB en nuestros socios europeos, frente al estancamiento en España.

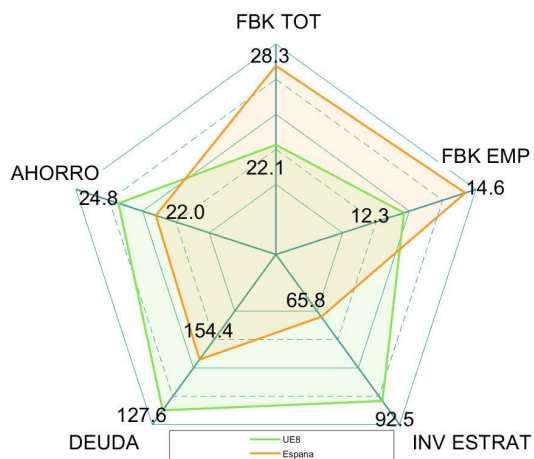
En relación con los ámbitos de inversión que hemos seleccionado como estratégicos, el retraso de la economía española es muy significativo, aunque decreciente con el transcurrir del tiempo (los 27 puntos de diferencia entre 2000 y 2008 se reducen a 17 entre 2020 y 2022). La mejoría es lenta pero continuada en el caso español desde el primer subperíodo (durante el cual el esfuerzo inversor se concentró desmesuradamente en la construcción, conduciendo presumiblemente a un cierto abandono de la inversión en otras actividades), mientras en la UE-8, tras un impacto negativo en los años posteriores a la crisis iniciada en 2008, aumenta la proporción del PIB dedicada a esos ámbitos desde mediados de la pasada década. En particular, las cifras de la economía española siguen estando muy distantes de las de la UE-8 en el *gasto en I+D* y en los *productos de la propiedad intelectual*, mientras se sitúan muy próximas tanto en maquinaria y equipamiento como en TICs (categorías ambas que, en todo caso, han perdido peso respecto al conjunto del PIB tanto en la UE-8 como en España) en el conjunto del período de nuestro análisis.

La deuda de las empresas no financieras revela un comportamiento muy dispar en nuestras dos áreas de interés. En la UE-8, no ha dejado de incrementarse, de manera regular y generalizada, hasta alcanzar el 160% del PIB. Por el contrario, en España, después de elevarse de manera acelerada antes de y durante la Gran Recesión (hasta niveles cercanos al 190% del PIB), la deuda de este sector no financiero descendió (ciertamente, solo en parte por la satisfacción de la misma, mientras reducciones pactadas y quiebras explican también una parte sustancial del descenso) más de sesenta puntos sobre el PIB, para mantenerse en el último trienio cerca de 20 puntos por debajo de la de nuestros socios.

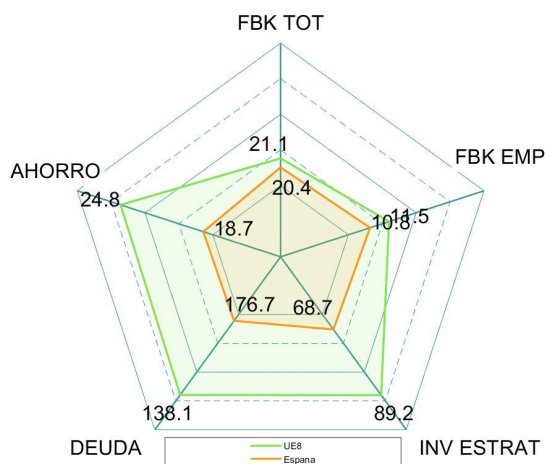
Menos favorable es la evolución del ahorro doméstico, anclado en todo el período de análisis a cierta distancia de los niveles europeos, pero con una diferencia especialmente reseñable (seis puntos sobre el PIB) en el trienio 2020-2022. Aunque ya en los años posteriores a la Gran Recesión se alcanzó ese gap, hubo una modesta reducción de este (gracias a la recuperación del ahorro en España) en el quinquenio previo a la COVID-19. No obstante, un aumento adicional del ahorro en la UE-8 en los pasados tres años (con un máximo en este siglo del 28.7% del PIB en 2021), mientras permanecía estable en España, vuelve a situar la diferencia en las tasas de ahorro doméstico en los ya referidos seis puntos sobre el PIB.



Gráfico 19. **INDICADOR DE INVERSIÓN: ESP-UE8**



Periodo 2000-2008



Periodo 2009-2013



Fuente: Elaboración propia

## Anexo 1

### Perturbaciones de oferta

1. Perturbación tecnológica debido a perturbaciones que afectan a la productividad total de los factores.
2. Perturbación sobre los márgenes salariales por perturbaciones que afectan el poder de mercado de los trabajadores.
3. Perturbación sobre los márgenes de precios por perturbaciones en el poder de mercado de los productores de bienes.
4. Perturbación sobre el margen de la banca en la fijación de los tipos de interés de préstamos a empresas.
5. Perturbación sobre el margen de la banca en fijación de los tipos de interés de préstamos a hogares.
6. Perturbación sobre el margen de la banca en la fijación de los tipos de interés de los depósitos de los hogares.
7. Perturbación sobre la eficiencia en que los nuevos bienes de inversión son transformados en capital residencial.
8. Perturbación sobre el capital bancario (en la transformación del beneficio a capital financiero en el sector bancario).
9. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor trabajo.
10. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor capital.

### Perturbaciones de demanda

11. Perturbación al precio de la vivienda, que tienen su origen en perturbaciones relacionadas con la demanda de vivienda.
12. Perturbación a la demanda de bienes de consumo, originado por cambios en las expectativas sobre la situación económica o en la tasa de descuento temporal de los hogares.
13. Perturbación al gasto público debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
14. Perturbación a la inversión pública debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
15. Perturbación de política monetaria, debido a perturbaciones que afectan al tipo de interés de referencia fijado por el BCE (política monetaria convencional).
16. Perturbación a las importaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de la demanda de importaciones al tipo de cambio real y a la renta doméstica.
17. Perturbación a las exportaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de las exportaciones al tipo de cambio real y a la renta del resto del mundo.
18. Perturbación a la prima de riesgo, originado por perturbaciones que afectan al modo en el que el tipo de interés de mercado sufre variaciones debido al comportamiento de la deuda exterior neta.
19. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava el consumo.

### Perturbaciones de crédito

20. Perturbación al crédito a las empresas, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de las empresas.

21. Perturbación al crédito a los hogares, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de los hogares.

## Anexo 2

### 1. Economías integrantes de la UE-8 y ponderaciones (según PIB a PPA)

| Economía     | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Alemania     | 41,8 | 41,7 | 41,4 | 41,0 | 40,6 | 40,3 | 40,5 | 40,5 | 40,6 | 40,0 | 40,5 | 40,9 | 40,9 | 40,8 | 41,5 |
| Austria      | 4,3  | 4,3  | 4,3  | 4,4  | 4,4  | 4,4  | 4,4  | 4,5  | 4,5  | 4,5  | 4,5  | 4,5  | 4,6  | 4,6  | 4,5  |
| Bélgica      | 5,2  | 5,2  | 5,2  | 5,3  | 5,3  | 5,4  | 5,3  | 5,4  | 5,4  | 5,5  | 5,5  | 5,4  | 5,5  | 5,5  | 5,5  |
| Dinamarca    | 3,1  | 3,1  | 3,1  | 3,1  | 3,1  | 3,1  | 3,2  | 3,1  | 3,1  | 3,0  | 3,0  | 3,0  | 2,9  | 3,0  | 2,9  |
| Finlandia    | 2,5  | 2,5  | 2,5  | 2,6  | 2,6  | 2,7  | 2,7  | 2,7  | 2,8  | 2,6  | 2,6  | 2,6  | 2,6  | 2,5  | 2,5  |
| Francia      | 29,3 | 29,4 | 29,5 | 29,7 | 29,8 | 29,9 | 29,7 | 29,5 | 29,3 | 29,8 | 29,5 | 29,3 | 29,0 | 29,3 | 29,0 |
| Países Bajos | 9,3  | 9,3  | 9,3  | 9,3  | 9,3  | 9,3  | 9,3  | 9,4  | 9,5  | 9,6  | 9,4  | 9,3  | 9,3  | 9,3  | 9,0  |
| Suecia       | 4,5  | 4,5  | 4,6  | 4,7  | 4,8  | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 5,0  | 5,0  | 5,1  | 5,0  | 5,0  |

### 2. Composición indicadores de inversión

| Variable / Índice                                    | Descripción   | Fuentes originales |
|--|---|--------------------|
| Formación Bruta de Capital                           | Formación Bruta de Capital total como porcentaje del PIB  | Eurostat           |
| Formación Bruta de Capital – Empresas no financieras | Formación Bruta de Capital de las empresas no financieras (excluido sector construcción) como porcentaje del PIB  | Eurostat / BCE     |
| Índice de Inversión en Actividades Estratégicas      | ** Inversión en maquinaria, equipamiento y sistemas de defensa<br>** Inversión en Tecnologías de la Información y las Comunicaciones<br>** Productos de la propiedad intelectual<br>** Gasto en Investigación y Desarrollo (en todos los casos como porcentaje del PIB) | Eurostat / OCDE    |
| Deuda empresas no financieras                        | Deuda de las empresas no financieras (todos los instrumentos) como porcentaje del PIB   | FMI                |
| Ahorro doméstico                                     | Ahorro doméstico total como porcentaje del PIB  | FMI                |

Nota: los datos sobre Gastos en Investigación y Desarrollo no disponibles para 2022.

## Bibliografía

Albonico, A., Calès, L., Cardani, R., Croitorov, O., Ferroni, F., Giovannini, M., ... y Ratto, M. (2017): "The Global Multi-Country Model (GM): An Estimated DSGE Model for the Euro Area Countries (No. 2017-10)." Joint Research Centre, European Commission. <https://goo.gl/fGNhbU>

Barlevy, G.; Faberman, R. J.; Hobijn, B.; y A. Sahin (2023): "The Shifting Reasons for Beveridge-Curve Shifts", WP 2023-38, Federal Reserve Bank of Chicago.

BBVA Research (2020): "(Im)productividad: ¿la enfermedad española?" <https://bit.ly/3vFU8QZ>

BBVA Research (2021a): "Situación España. Segundo trimestre 2021". <https://bit.ly/3aHrAxp>

BBVA Research (2021b): "Situación España. Cuarto trimestre 2021". <https://bit.ly/3C40s79>

Boscá, J. E., Doménech R., Ferri J., Méndez, R. y Rubio-Ramírez, J. (2020): "Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy." *European Economic Review* (en prensa).

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri, J.R. Garcia y C. Ulloa (2023): "La economía española en el primer año de la guerra de Ucrania", <https://shorturl.at/giAGN>

Kollmann, R, B. Pataracchia, R. Raciborski, M Ratto, W. Röger y L. Vogel, L. (2016), "The Post-Crisis Slump in the Euro Area and the US: Evidence from an Estimated Three-Region DSGE Model", *European Economic Review* 88, 21-41.

## 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.