

Dossier de prensa

25/01/2024 – 01/02/2024



NOTICIAS

Jueves, 25 de enero de 2024

Santiago Carbó

Opinión sobre la caída de las hipotecas firmadas. *RTVE, La hora de La 1, entrevista a partir del minuto 2:08:30.* ([enlace](#))

Opinión sobre los tipos de interés. *Cadena SER, Hora 25 de los Negocios, a partir del minuto 14:20.* ([enlace](#))

Domingo, 28 de enero de 2024

Rafael Doménech

La brecha de inversión y la ausencia de convergencia con la UE. *El Mundo, Actualidad Económica, Opinión.* (**PDF**)

Lunes, 29 de enero de 2024

Santiago Carbó

Mercado de vivienda. *Cadena SER, Hora 25 de los Negocios, entrevista a partir del minuto 13:25.* ([enlace](#))

Miércoles, 31 de enero de 2024

Santiago Carbó

La situación financiera de las empresas españolas. *RTVE, Telediario de la 1, entrevista a partir del minuto 16:50.* ([enlace](#)).

Jueves, 1 de febrero de 2024

Santiago Carbó

Las bajadas previstas de tipos en 2024: se requiere un poco de calma. *Cinco Días, Opinión.* (**PDF**)

Déficit de inversión. La inversión trimestral por persona en edad de trabajar ha caído un 53% desde 2002.



ESPAÑA

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



Rafael Doménech*

España no ha sido capaz de recuperar su volumen de inversión desde la crisis financiera en comparación con la UE. La menor deuda de las empresas y la mayor presión fiscal, algunas de las razones

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 53% desde principios de 2002. En contraste, en la UE27, esta cifra ha aumentado a 3.282 euros

La inversión no se ha recuperado tras la pandemia al mismo ritmo que el PIB

El pobre desempeño de la inversión explica el retroceso de la renta per cápita

trimestrales, un incremento del 35,6% desde aquel año 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.

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 de 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

Segundo peor país de la UE. España solo mejora a Chipre dentro de la unión en calidad institucional y regulatoria.

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 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 *Next Generation EU* 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. ■

Los fondos europeos no han conseguido dinamizar la inversión hasta la fecha

Las empresas españolas son menos rentables que las francesas o alemanas



Rafael Doménech es catedrático de la Universidad de Valencia y responsable de análisis económico de BBVA Research.

Opinión

Las bajadas previstas de tipos en 2024: se requiere un poco de calma

kioskoymas#franrod@ugr.es

kioskoymas#franrod@ugr

Por Santiago Carbó Valverde. Los riesgos geopolíticos y los precios de los combustibles siguen afectando a las perspectivas de inflación

Catedrático de Economía de la Universitat de València y director de estudios financieros de Funcas

Las reuniones de ayer de la Reserva Federal y del jueves pasado del Banco Central Europeo han dejado inalterados los tipos de interés. Era lo previsto, pero los inversores esperaban señales más claras sobre cuándo empezarán las disminuciones del precio oficial de dinero, y, aún más, aguardaban confirmación –en especial en Estados Unidos– sobre si ya en marzo podrían llegar. Parece que llevará más tiempo. Lo que sí parecen reconfirmar los últimos mensajes de esos bancos centrales es que ya han terminado las subidas. No es poco, aunque se haya estado descontando desde hace unos pocos meses.

Los inversores han estado apostando por una disminución de tipos de la Reserva Federal ya en marzo, y eso hoy parece prematuro. Hace unos días, el semanario británico *The Economist* era muy crítico con las predicciones sobre tipos de interés de inversores y traders y las catalogaba de "terribles". Quizás un adjetivo excesivamente duro por la dificultad para predecir de todos los agentes –incluidos organismos internacionales o bancos centrales– lo relacionado con la economía y las finanzas en los últimos años.

Sirve de alerta para evitar efectos manada o excesiva euforia en los mercados. Desde hace un año, aproximadamente, muchos inversores se han precipitado en dar fechas a las bajadas de tipos. Sus deseos parecen confundirse con frecuencia con sus predicciones. Las proyecciones actuales de la propia Reserva Federal son acometer tres bajadas a lo largo de 2024. Sin embargo, los operadores de los mercados van mucho más allá, y sus expectativas alcanzan la cifra de cinco o seis, la primera en marzo.

Las últimas noticias sobre la inflación no son tan alentadoras –tampoco deben causar pánico–, ni parecen compatibles con una bajada de tipos tan pronto como marzo por parte de la Reserva Federal, que sería el pistoletazo de partida para el resto de los bancos centrales, incluido el BCE. La reducción de la inflación de la segunda mitad de 2023 en Estados Unidos y Europa tuvo mucho que ver, sin duda, con las políticas monetarias restrictivas, pero también con ciertos vientos de cola, como la caída de los precios de la energía y la falta de tensiones



Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo. GETTY IMAGES

en la cadena de suministro tras años de aprietos.

Sin embargo, el año ha comenzado con el fin de la caída de los precios de la energía y con dificultades –aún no completamente materializadas, pero ya causando problemas significativos– en los transportes internacionales y cadenas de suministro por el conflicto del mar Rojo. Tampoco se puede descartar, tras lo sucedido entre Estados Unidos e Irán, una escalada del conflicto de Oriente Próximo, que amplificaría y mucho estos problemas.

Mientras el entorno geopolítico y los mercados de combustibles sigan afectando a las expectativas de inflación e impidan acercarse completamente al objetivo de inflación de los bancos centrales (2%), puede ser prematuro apostar por bajadas más intensas de las proyectadas por los bancos centrales. En todo caso, si la inflación no sube significativamente, la debilidad de la actividad económica –con algunos países en el entorno de

la recesión técnica– parece confirmar que, pase lo que pase, se va a producir ese alivio en el precio oficial de dinero a lo largo de 2024. Lo normal es que esa reducción de los tipos venga en varias dosis este año, también en el BCE.

La situación de la zona euro requiere más cautelas. Las palabras de Christine Lagarde el pasado jueves tras la reunión del consejo de gobierno lo dejaban claro: "Se espera que la inflación siga bajando a lo largo de 2024, pero el BCE necesita confirmar que se está en una fase más avanzada del proceso de desinflación para tener la suficiente confianza para comenzar a reducir los tipos". Parece totalmente descartado marzo para iniciar las bajadas en la zona euro.

El BCE comienza los cambios de rumbo en su política monetaria más lentamente y con muchas más cautelas que la Fed. Avanzada la primavera o verano parece mucho más probable, más aún si el PIB europeo muestra más debilidades en su crecimiento. En todo caso, en materia de evolución de precios, los próximos datos de inflación serán muy importantes en la hoja de ruta del BCE. El dato adelantado de enero de la zona euro que se publica hoy dará señales –aunque no sean definitivas– de cuándo se puede comenzar a esperar una reducción de tipos en la eurozona. Por lo pronto, los datos de inflación de enero de países individuales publicados esta semana apuntan, en general –aunque España es una excepción–, a que sigue bajando, pero aún lejos del objetivo del 2%.

Aunque el BCE sigue preocupado con la evolución de los salarios en la zona euro –los famosos efectos de segunda ronda–, que afectarían más al sector servicios, intensivo en mano de obra, hasta ahora no han supuesto grandes quebraderos de cabeza. La inflación en los bienes debería bajar, pero dependerá de si escala el conflicto del mar Rojo. Ya tiene algún efecto sobre el precio de los bienes, pero, hasta ahora, parece manejable. El BCE también deberá estar pendiente de los efectos sobre la inflación de la retirada de los subsidios a la energía por parte de los Gobiernos europeos.

En suma, parece necesario continuar manteniendo la calma con respecto a las bajadas de tipos, que podrían hacerse esperar hasta bien entrada la primavera o el verano, sobre todo en el caso del BCE. La Reserva Federal actuará antes, pero tampoco parece inminente.



Aunque el BCE sigue preocupado con los salarios, hasta ahora no han supuesto grandes quebraderos de cabeza