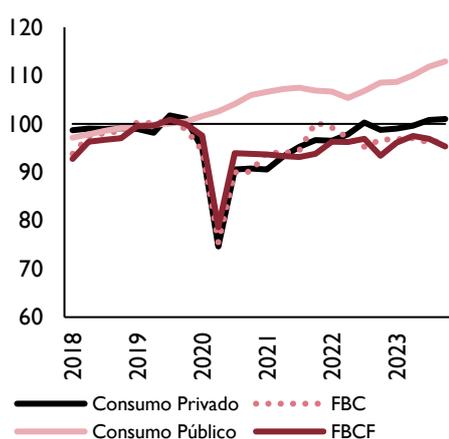


### RECUADRO 3. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

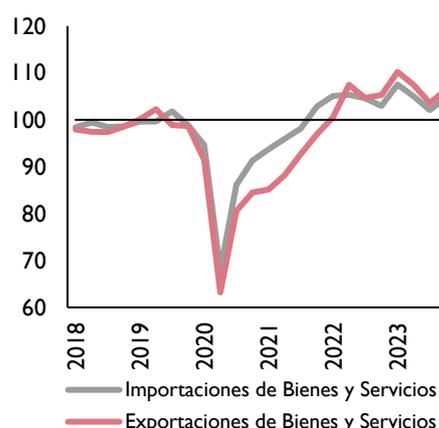
Uno de los aspectos más característicos de la economía española tras la irrupción del coronavirus y los posteriores shocks de oferta y demanda de los años 2021 y 2022 radica en el desigual crecimiento de los agregados por el lado de la demanda. Así, en comparación con el promedio del año 2019, el consumo público ha mantenido una tendencia acelerada durante todo el período; otros agregados como el consumo privado o las variables de sector exterior que mostraban un crecimiento muy acelerado hasta comienzos del año 2022 se han estabilizado a partir de esa fecha. Por su lado, la formación bruta de capital fijo en términos de volumen (FBCF), se habría mantenido prácticamente estabilizada desde mediados del año 2020, manteniendo un nivel inferior al previo a la crisis.

**GRÁFICO RE\_3.1. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS AGREGADOS DE LA DEMANDA. VOLUMEN (2019=100)**

**GRÁFICO RE\_3.1.A CONSUMO E INVERSIÓN**



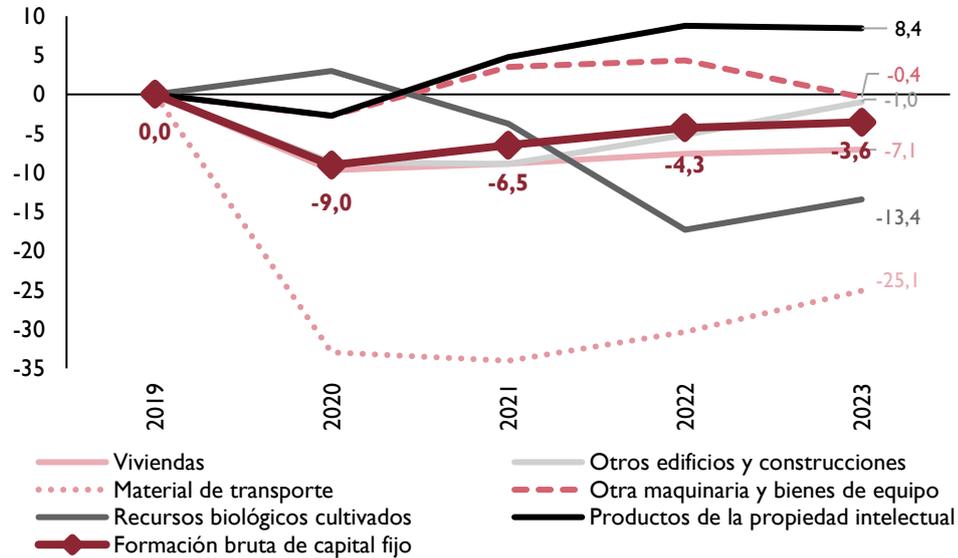
**GRÁFICO RE\_3.1.B EXPORTACIONES E IMPORTACIONES**



Fuente: INE

Atendiendo a la tipología de producto, en 2023 la FBCF en España sólo mostraba niveles superiores a los del año 2019 en el caso de los productos de la propiedad intelectual. En cambio, la inversión en material de transporte ha caído un 25% respecto al nivel de 2019 y la inversión en recursos biológicos cultivados es un 13,4% inferior, fruto de la persistente sequía y del aumento de los precios de insumos de la agricultura. La inversión en construcción, marcada por el comportamiento de la inversión en vivienda, se mantuvo un 4,5% por debajo de los niveles medios del año 2019, mientras que la inversión en otra maquinaria y bienes de equipo se mantiene estancada ya que en 2023 habría revertido parcialmente la mejora experimentada en los años 2021 y 2022.

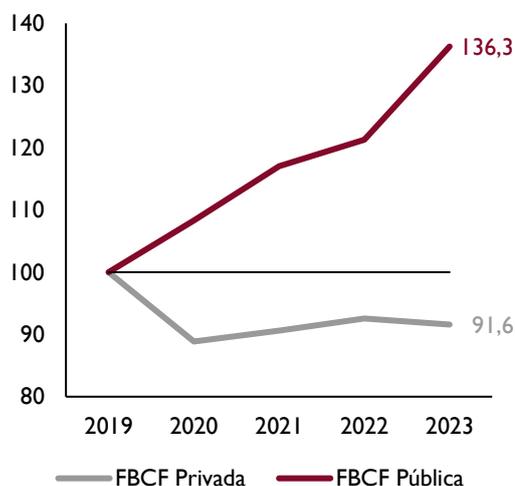
**GRÁFICO RE\_3.2. EVOLUCIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR TIPOLOGÍA DE PRODUCTO. (VARIACIÓN FRENTE A LOS NIVELES DEL AÑO 2019, %)**



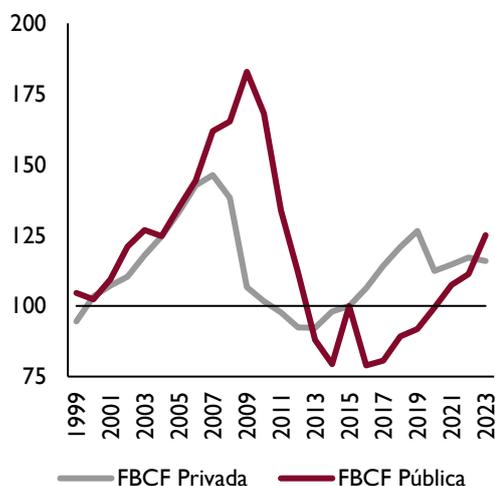
Fuente: INE

Aunque no existen datos sobre la inversión en términos de volumen que distingan entre pública y privada, se puede aproximar su comportamiento empleando el supuesto simplificador de que el deflactor implícito de la FBCF es idéntico en ambos casos e igual al del total de la inversión. Bajo esta premisa, a finales de 2023 el nivel de la inversión privada en términos reales sería un 8% inferior al registrado en 2019, mientras que la pública se encontraría más de un 30% por encima de la de ese año. Considerando un periodo de tiempo más largo, se podría decir que la inversión privada en términos reales se encuentra prácticamente estancada tras la pandemia, mientras que la pública proseguiría su tendencia ascendente iniciada en 2017, aunque se encontraría aún muy lejos de los máximos observados durante el año 2009.

**GRÁFICO RE\_3.3. ÍNDICE DE VOLUMEN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA 2019=100**



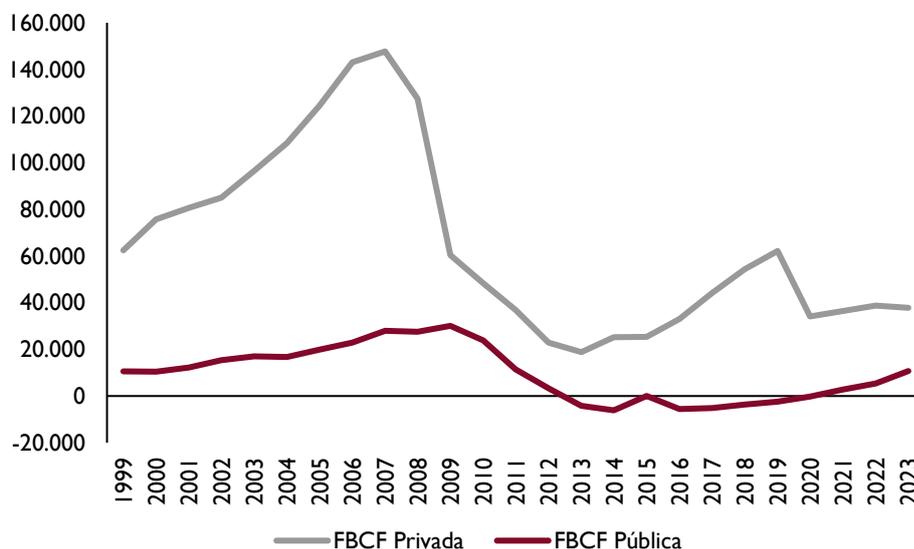
**GRÁFICO RE\_3.4. ÍNDICE DE VOLUMEN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA (2015=100)**



Fuente: INE y estimaciones AIReF

En términos nominales, y una vez detraído el consumo de capital fijo, se observa como la inversión pública neta, tras casi una década de contracción, habría sido nuevamente positiva, en tanto que la privada permanece estancada.

**GRÁFICO RE\_3.5. FBCF NETA (MILLONES DE EUROS)**

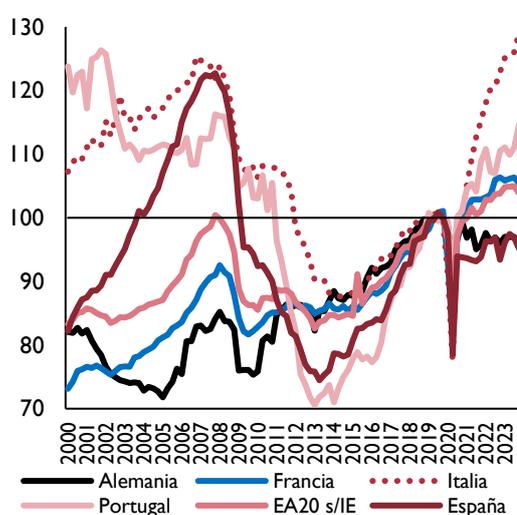


Fuente: INE

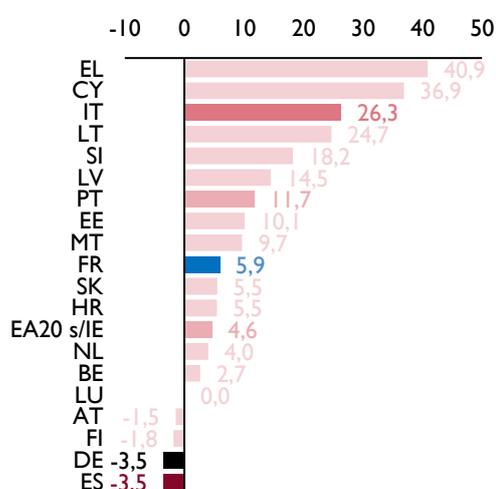
En comparación con el resto de los países del área del euro, la FBCF ha tenido una evolución muy dispar entre los principales países del área del euro. Tras un periodo de evolución similar en la dinámica de la FBCF de España, Alemania, Francia, Italia y Portugal (2013-2019), este agregado se ha comportado nuevamente de manera muy diferenciada tras la irrupción de la COVID-19.

Mientras que en el caso de Francia se observa una tendencia en línea con el promedio del área del euro, Portugal y especialmente Italia presentan una tendencia creciente de la inversión con niveles en 2023 muy superiores a los registrados antes de la irrupción del coronavirus. En claro contraste, en países como Alemania y España la FBCF mantiene un perfil estabilizado y niveles claramente inferiores a los previos a la crisis, distinguiéndose como los países con el peor comportamiento de la inversión del conjunto del área del euro.

**GRÁFICO RE\_3.6. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO. VOLUMEN (ÍNDICE 2019=100)**



**GRÁFICO RE\_3.7. VARIACIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO ENTRE 2019 Y 2023. VOLUMEN (%)**

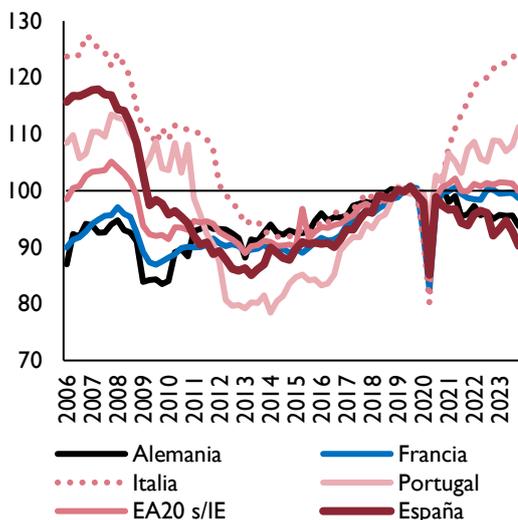


Fuente: Eurostat.

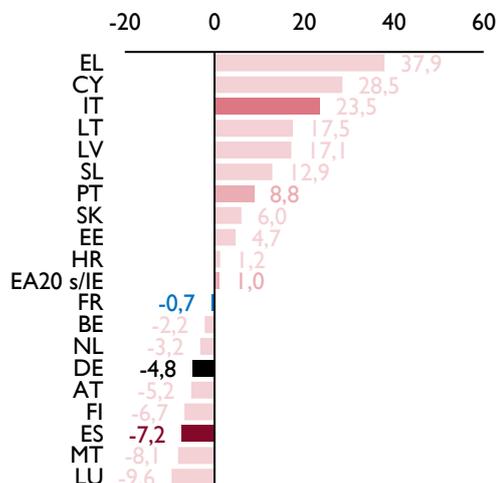
Nota: EA20 s/IE representa al área del euro sin Irlanda.

Esta evolución, junto con la fuerte expansión del empleo hace que la ratio de la inversión sobre el número de personas ocupadas posea en España una de las dinámicas más contractivas de la intensidad de inversión por trabajador de entre los países del área del euro.

**GRÁFICO RE\_3.8. FBCF VOLUMEN/ PERSONAS OCUPADAS (ÍNDICE 2019=100)**



**GRÁFICO RE\_3.9. VARIACIÓN DE LA RATIO DE FBCF VOLUMEN SOBRE EMPLEO ENTRE 2019 Y 2023 (%)**

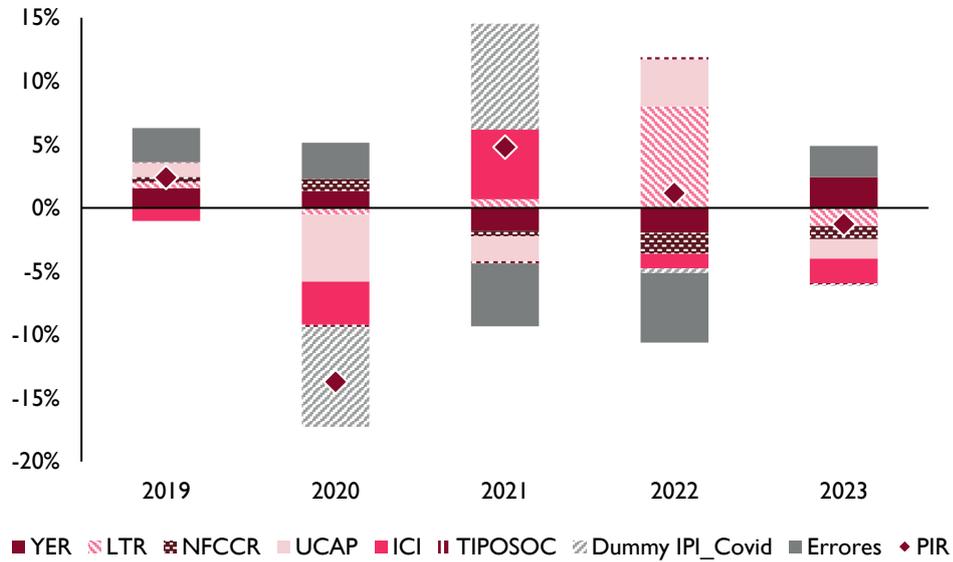


Fuente: Eurostat.

Nota: EA20 s/IE representa al área del euro sin Irlanda

De acuerdo con el modelo trimestral que utiliza la AIReF para estimar y proyectar la inversión -descritos en el anexo- se puede observar cómo en 2021 y 2022 los modelos no consiguen explicar la debilidad de este agregado, siendo necesario un residuo de naturaleza negativa. En 2023 el crecimiento de la inversión se puede aproximar en mayor medida por sus determinantes: destacando la contribución negativa de los tipos de interés reales de largo plazo (LTR), del estancamiento de la utilización de la capacidad productiva en la industria (UCAP) que ha podido reducir las necesidades de inversión y del deterioro del indicador de clima industrial (ICI).

**GRÁFICO RE\_3.10. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DE LAS DIVERSAS VARIABLES DEL MODELO SIMPLIFICADO DE CORRECCIÓN DE ERROR**



Fuente: AIReF

Más allá de este modelo simplificado, existen otros factores que podría justificar la debilidad de la inversión. Entre ellas destaca la orientación del crecimiento de la economía hacia actividades como la educación, actividades profesionales, más intensivas en conocimiento que en capital físico (véase el recuadro 2).

Además, desde diversos ámbitos se argumenta el papel que ha podido tener la incertidumbre económica. La relación entre la incertidumbre y la actividad económica ha sido estudiada en numerosos artículos académicos cuyas principales conclusiones se resumen en la siguiente tabla y que en general tienden a encontrar una relación negativa entre la inversión y la incertidumbre económica, si bien la relación de causalidad es ambigua.

**CUADRO RE\_3.1. RESUMEN DE BIBLIOGRAFÍA SOBRE LA RELACIÓN ENTRE DIVERSAS MEDIDAS DE INCERTIDUMBRE Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**

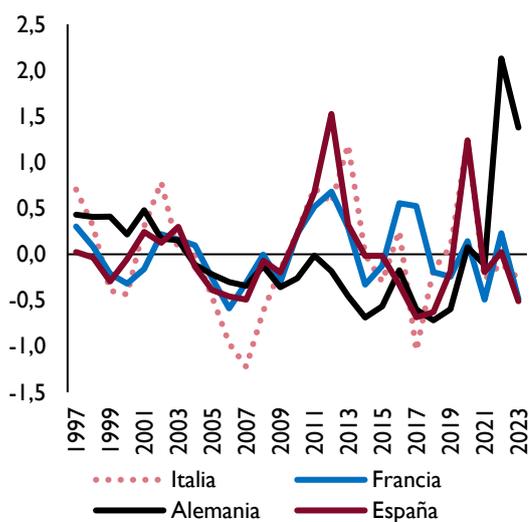
Autores	Artículo	Conclusiones	Impacto estimado en el caso de España
Koetse et al (2006)	The Impact of Uncertainty on Investment: A Meta-Analysis	Por lo general la incertidumbre afecta de manera negativa aunque existen numerosos condicionantes	No ofrece estimaciones específicas
Meinen et al (2016)	On Measuring Uncertainty and its impact on investment: cross-country evidence from the euro area	La volatilidad condicional de los componentes impredecibles de los indicadores macroeconómicos impacta significativamente en la inversión en de los países considerados (Alemania, Francia Italia y España).	Empleando la crisis financiera de 2008-2008 como ejemplo encuentra que aproximadamente un 30% del shock sobre la FBCF podría estar ligado a la incertidumbre
Basile R, Girardi A (2018)	Uncertainty and Business Cycle: A Review of the Literature and Some Evidence from the Spanish Economy	El impacto de la incertidumbre resulta prácticamente inmediato, sin que se perciban efectos significativos una vez transcurridos siete trimestres	La reducción del nivel de actividad económica es de aproximadamente un 0,2% frente al escenario base, alcanzándose el nivel máximo del impacto en uno a dos trimestres y reduciéndose su efecto paulatinamente
Ghirelli et al (2019)	Measuring Economic and Economic Policy Uncertainty and Their Macroeconomic Effects: The Case of Spain	Se detectan efectos significativos de los shocks de incertidumbre sobre el PIB, el consumo y la inversión en bienes de equipo, especialmente en dos de las medidas de incertidumbre empleadas	Los efectos sobre el PIB son prácticamente inmediatos, al canzando su máximo tras dos trimestres (-0.1% frente al escenario base). Los efectos se disipan, resultando no significativos tras 6-7 trimestres. Los efectos estimados sobre el consumo resultan menos potentes (-0.2, en función del indicador empleado) que los efectos sobre la inversión en bienes de equipo (entre -0.5 y -0.8). Sin embargo, los efectos sobre el consumo resultan estadísticamente más persistentes que aquéllos sobre la inversión (entre 4 y 7 trimestres los efectos sobre el consumo, frente a 1 a 2 trimestres en el caso de la inversión)
Ghirelli et al (2021)	Economic Policy Uncertainty and Investment in Spain	Se observa un efecto negativo y no lineal, especialmente en el caso de las empresas altamente endeudadas y las PyME en contextos de de condiciones financieras más restrictivas, sugiriendo que las fricciones financieras y la aversión al riesgo juegan un importante papel en la transmisión de la incertidumbre.	En el modelo base se estima que el efecto de la variación en una desviación típica del promedio anual del índice EPU sobre la ratio de inversión sobre capital podría ascender a unos 4,7 puntos.

En todo caso, resulta muy complejo aproximar y cuantificar la incertidumbre existente en la economía. A continuación, se muestra el índice elaborado por Economic Policy Uncertainty<sup>4</sup>, que trata de medir el grado de incertidumbre de política económica para una serie de países a través de la frecuencia de aparición de ciertos términos económicos aparecidos en los principales periódicos. Se aprecia cómo en todos los países y particularmente en el caso de Alemania el índice -normalizado y una vez eliminada la tendencia, véase gráfico RE\_3.11- se incrementó en el año 2022 reflejo de la invasión de Ucrania y de su fuerte impacto sobre los precios de la energía. En todo caso, tras el shock inicial de 2022, se observa en el año 2023 una reducción del indicador/incertidumbre para el conjunto de los cuatro países, posiblemente

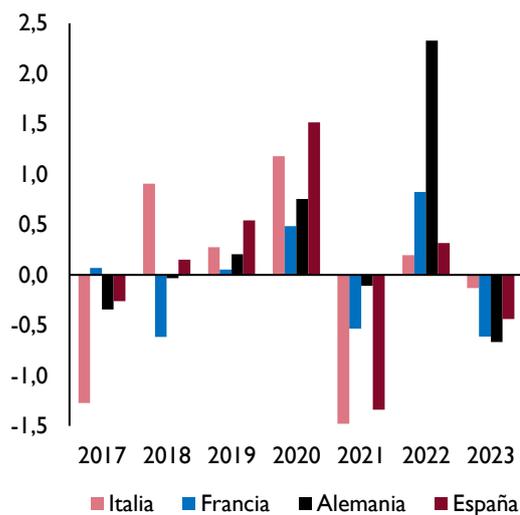
<sup>4</sup> Véase [Baker et al \(2016\)](#)

como consecuencia de la superación del shock inicial de precios. De acuerdo con estos indicadores, España no destaca por tener niveles de incertidumbre económica superiores, algo que si sucedió durante la crisis financiera y en 2020 durante la pandemia.

**GRÁFICO RE\_3.11. INDICE ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY. NORMALIZADO Y SIN TENDENCIA 1997-2023**



**GRÁFICO RE\_3.12. VARIACIONES DEL ÍNDICE EPU ANUAL NORMALIZADO DESDE 2017**



Fuente: Economic Policy Uncertainty