

## UN ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO Y DE SUS DETERMINANTES

Este artículo ha sido elaborado por Diana Posada, Alberto Urtasun y José González Mínguez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El comportamiento de la inversión a lo largo del ciclo económico cobra una relevancia especial, desde una perspectiva macroeconómica, por la naturaleza dual de este agregado. Por un lado, sus fluctuaciones cíclicas son, por lo general, mucho más pronunciadas que las del resto de componentes de la demanda agregada, por lo que tienden a ser responsables de una elevada proporción de la variabilidad del producto de la economía. Por otro lado, el gasto en inversión se traduce en incrementos del *stock* de capital, de modo que da lugar a aumentos de la producción potencial corriente y futura de la economía.

La evolución cíclica en el período comprendido entre el inicio de la crisis económica y el momento actual no es una excepción en términos de la amplitud de los movimientos de este componente de la demanda, de modo que la recesión de los años 2008 y 2009 y el leve repunte de 2010 vinieron acompañados de oscilaciones en la misma dirección —aunque con una magnitud muy superior— de la inversión, ocurriendo otro tanto con la recaída posterior y la actual recuperación. El objetivo de este artículo es evaluar si, en comparación con la pauta histórica, la amplitud cíclica de las variaciones de la inversión durante esta última crisis se ha visto amortiguada o amplificada, y cuáles han podido ser los factores que explicarían tal evolución. En concreto, el período aquí analizado se ha caracterizado por la existencia de momentos en los que las empresas han tenido que adoptar sus decisiones de inversión en un contexto de elevada incertidumbre agregada y condiciones complejas para la financiación empresarial, y de recomposición de la demanda con respecto a la fase expansiva, al aumentar el peso relativo de las ventas al exterior con relación a la demanda interna.

El gasto en inversión de las empresas comprende la adquisición de activos de distinta naturaleza, que, en particular, incluyen los bienes de equipo, las construcciones de fábricas, almacenes, locales comerciales y oficinas, y los activos inmateriales, como el *software*. En este artículo se va a aproximar la inversión empresarial por la materializada en bienes de equipo<sup>1</sup>.

Para analizar el impacto que han podido ejercer los factores antes mencionados sobre la amplitud del ciclo inversor, en la siguiente sección se documenta el comportamiento de la inversión durante los últimos años. Posteriormente, se describen los posibles determinantes de tal evolución, haciendo especial hincapié en los que han podido desempeñar un papel más relevante en la etapa analizada. En el cuarto apartado se presenta un modelo empírico que trata de cuantificar estos efectos. La última sección del artículo resume las principales conclusiones.

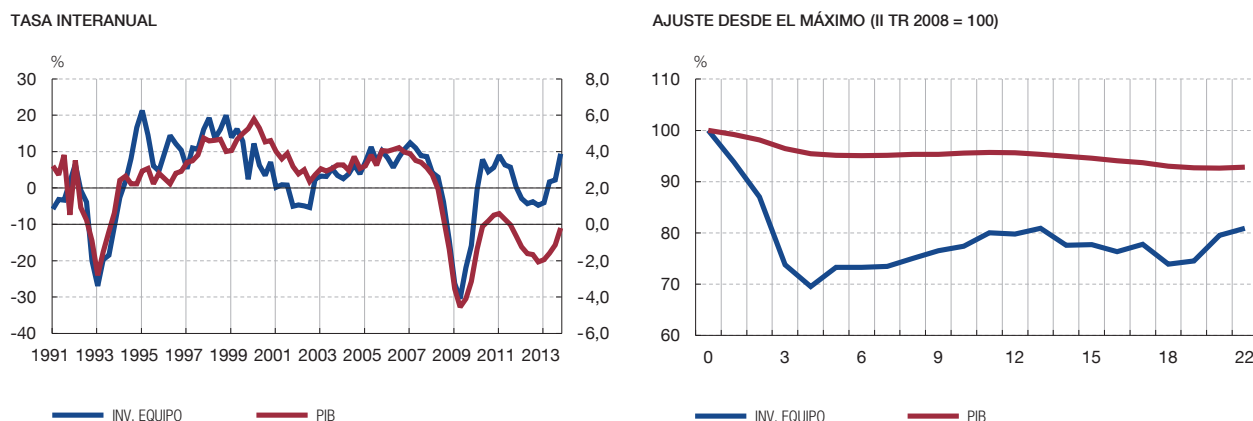
### La evolución cíclica reciente de la inversión en equipo

El panel izquierdo del gráfico 1 revela el patrón fuertemente procíclico de la inversión en equipo, así como la mayor amplitud de sus oscilaciones en comparación con las de la propia actividad económica. Así, tras crecer de forma sostenida durante la mayor parte

<sup>1</sup> Este agregado solo ofrece una visión aproximada de la inversión empresarial en la medida en que, por un lado, se incluye la inversión pública en bienes de equipo y, por otro, se excluye la inversión empresarial en construcción y en activos fijos inmateriales (así como el gasto en I + D, que en el marco de la Contabilidad Nacional, hasta la entrada en vigor del SEC 2010 el próximo otoño, se contabiliza como consumo intermedio).

## EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO

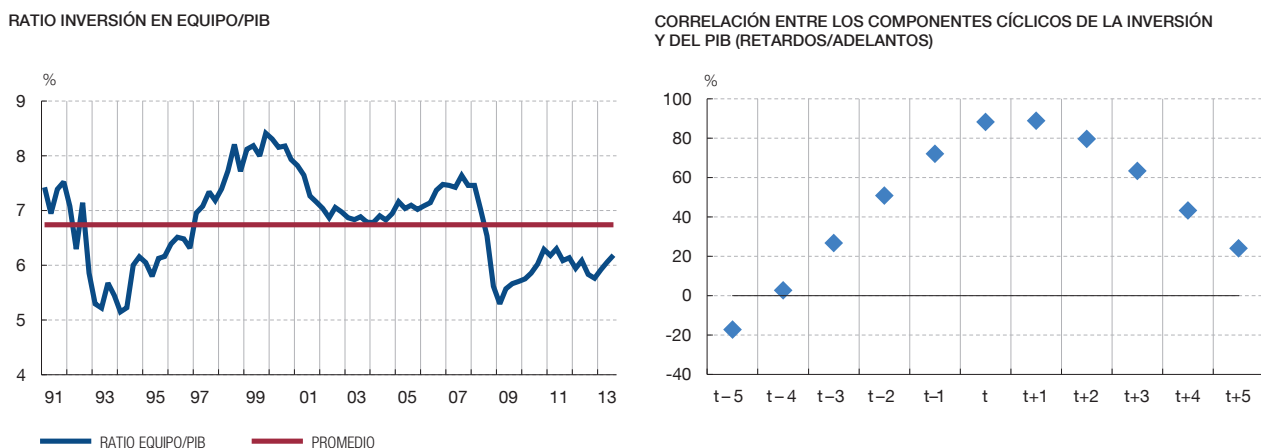
GRÁFICO 1



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## AJUSTE DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO

GRÁFICO 2

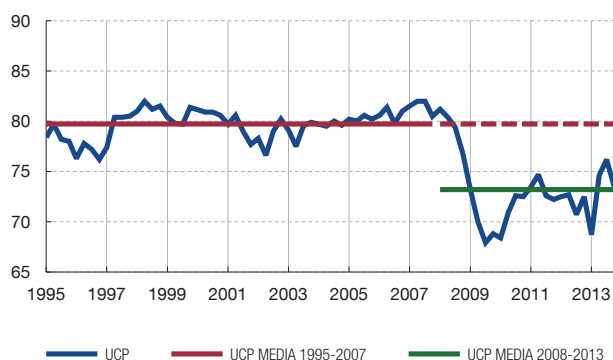


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

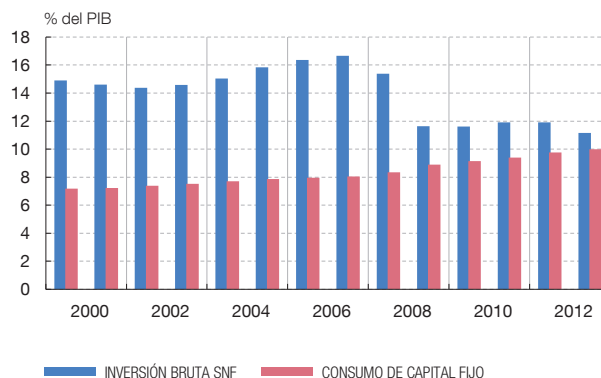
del ciclo expansivo de la pasada década, el gasto en equipo se contrajo intensamente en la recesión de 2008 y 2009, hasta situarse un 30 % por debajo de su máximo previo (véase el panel derecho del gráfico 1). Tras recuperarse transitoriamente en 2010 y 2011, retomó el perfil de caída en 2012, antes de volver a crecer a partir del primer trimestre de 2013, dos trimestres antes de que lo empezara a hacer el PIB. No obstante, en la actualidad se sitúa todavía casi un 20 % por debajo del nivel previo a la recesión.

El fuerte patrón procíclico de la inversión en equipo puede apreciarse también en la evolución de la ratio entre esta variable y el PIB (véase el panel izquierdo del gráfico 2). Este cociente desciende durante las recesiones, pero tiene una media estable a largo plazo, en consonancia con la relación teórica según la cual el *stock* de capital y el producto de la economía crecen, en horizontes amplios, a la misma tasa. Como se puede observar, la evolución relativamente favorable de la inversión desde 2010 en comparación con la que se derivaría de la senda del producto no ha impedido que la ratio entre ambas variables se sitúe todavía en la actualidad por debajo de su media histórica. El panel derecho del gráfico 2 muestra cómo la correlación máxima entre el componente cíclico de la inversión en bienes

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA



CONSUMO DE CAPITAL FIJO E INVERSIÓN NOMINAL SNF



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.

de equipo y del PIB se produce con carácter contemporáneo o incluso parece que la inversión podría adelantar en torno a un trimestre a la actividad.

La comparación de la respuesta de la inversión en equipo en la crisis reciente con la que se produjo en la de los años noventa no es sencilla, ya que la duración y la intensidad de ambos episodios recesivos son muy diferentes. La literatura tiende a aportar evidencia de que las recesiones que van acompañadas de procesos severos de desapalancamiento suelen comportar efectos más persistentes sobre la inversión<sup>2</sup>. Esta observación apuntaría, en principio, a una evolución comparativamente más desfavorable de la inversión en el ciclo más reciente. Sin embargo, el panel izquierdo del gráfico 1 parece mostrar más bien que el crecimiento de la inversión desde 2010 ha sido más elevado que el que se desprendería de su relación histórica con la correspondiente variable de escala, esto es, la actividad económica<sup>3</sup>.

La debilidad de la demanda se ha traducido en una sustancial disminución de la utilización de la capacidad instalada desde el inicio de la crisis, hasta alcanzar niveles históricamente reducidos (véase gráfico 3). La persistencia de un exceso de capacidad instalada elevado no parece plenamente coherente con el comportamiento menos negativo de la inversión en el período más reciente. Un factor que ayudaría a compatibilizar ambos desarrollos sería la posibilidad de que, en esta última etapa, la inversión se hubiera orientado en mayor medida a hacer frente a la depreciación del capital y a reponer la parte de este que se ha quedado obsoleta, en lugar de destinarse a aumentar la capacidad productiva. De hecho, existe evidencia en este sentido, pues, desde el inicio de la recesión, la inversión bruta ha sido solo ligeramente superior al consumo de capital fijo (véase el panel derecho del gráfico 3).

El resto de este artículo busca contrastar la hipótesis tentativa según la cual la evolución de la inversión en equipo en los últimos cuatro años ha sido algo más favorable que la que se derivaría de la propia evolución de la actividad, para lo cual acude al análisis de los determinantes de este componente de la demanda.

<sup>2</sup> Véase Honkapohja y Koskela (1999) para el caso finlandés.

<sup>3</sup> Esta evidencia preliminar contrasta con los resultados obtenidos en Banco de España (2013) para el conjunto de la formación bruta de capital en el área del euro, según los cuales, desde el inicio de la crisis, el retroceso de esta variable habría superado al que vendría explicado por sus determinantes.

## Los principales determinantes de la inversión en bienes de equipo

El comportamiento de la inversión ha sido tradicionalmente un importante objeto de estudio de la teoría económica, dado su papel clave para explicar no solo las fluctuaciones cíclicas de la economía, sino también su crecimiento a largo plazo. En el modelo más sencillo, que parte del problema de maximización del beneficio por parte de una empresa representativa, el nivel de capital óptimo —y, por tanto, los flujos de inversión necesarios para alcanzarlo— depende positivamente del nivel de producción y negativamente del coste de uso del capital, que a su vez viene determinado por el propio coste de adquisición del capital, el coste de la financiación externa y la tasa de depreciación del capital. No obstante, este marco conceptual, en su versión más básica, adolece de ciertas limitaciones a la hora de contrastar sus principales implicaciones en el plano empírico. Una objeción radica en la no observabilidad de los valores futuros de los determinantes de los beneficios de las empresas —demanda y precios—. Ello puede suplirse a través de la valoración de la sociedad en los mercados de valores. Estos proporcionan un indicador sobre las expectativas acerca del valor presente descontado de los flujos futuros de beneficios empresariales mediante la denominada *q de Tobin*<sup>4</sup>, que se define como el cociente entre el valor de la empresa en los mercados de capitales y el valor de su capital instalado. De este modo, un valor de la *q de Tobin* superior a la unidad llevaría a la decisión de invertir, pues el rendimiento de la inversión superaría a los costes totales de esta.

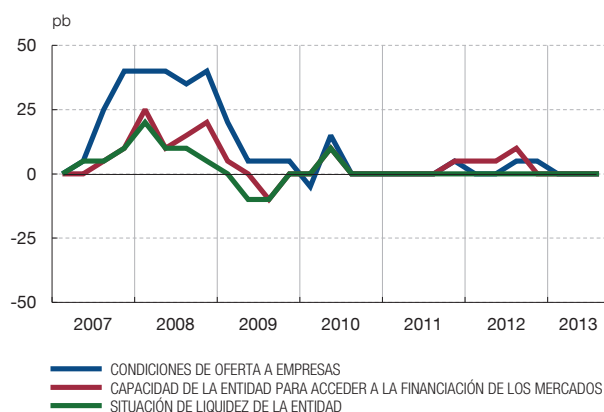
Además de estos determinantes más tradicionales de la inversión empresarial (demanda, coste de uso del capital y posibilidad de captación de fondos propios en los mercados de capitales), existen una serie de factores adicionales que podrían haber desempeñado un papel relevante en el ciclo inversor más reciente de la economía española. En particular, las posibles limitaciones a la disponibilidad de financiación crediticia, así como su encarecimiento o el elevado nivel de endeudamiento (y de la carga financiera asociada) de las empresas españolas al inicio de la crisis, aparecerían, *a priori*, como elementos que podrían haber limitado la inversión empresarial durante este período. Por el contrario, la disponibilidad, comparativamente más holgada, de recursos propios o la recomposición de la demanda desde su componente interno al externo habrían constituido factores de soporte de la inversión. Finalmente, el aumento de la incertidumbre económica en las fases más agudas de la crisis habría sido también un factor negativo, que, no obstante, habría experimentado una sustancial relajación recientemente. A continuación se analiza la posible relevancia de estos factores a la hora de explicar el ciclo inversor más reciente. Posteriormente, en la sección cuarta se evalúa la capacidad relativa que, para explicar la evolución de este componente de la demanda, tienen el modelo empírico que incluye solo los determinantes más sencillos (demanda, coste de uso y *q de Tobin*) y otros modelos alternativos que incluyan además los determinantes adicionales.

## LOS FACTORES FINANCIEROS

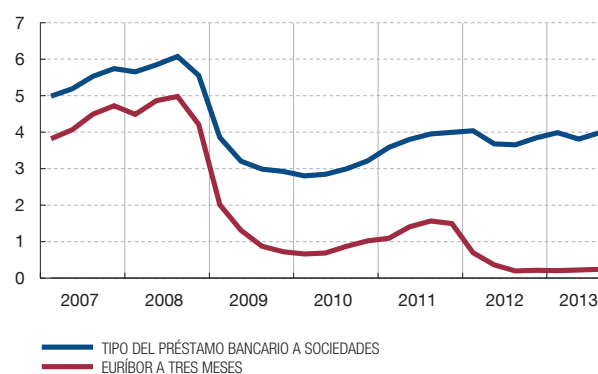
El modelo de inversión más sencillo, esbozado anteriormente, otorga un papel muy limitado a los factores financieros a la hora de explicar la inversión. En concreto, en ese marco conceptual, los determinantes financieros de la inversión se circunscriben al coste de la financiación externa. Sin embargo, la teoría económica ha apuntado a otras variables financieras como posibles condicionantes del gasto empresarial. Así, mientras que ese modelo presupone el libre acceso de las empresas a la financiación ajena, en la práctica, los prestamistas disponen de información incompleta acerca de la calidad de los proyectos de inversión o de las empresas que pretenden desarrollarlos, lo que puede conducir tanto a una menor disponibilidad de financiación externa como a un aumento en

4 Véase Tobin (1969).

ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS



COSTE DE FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS



FUENTE: Banco de España.

su coste<sup>5</sup>. La consecuencia es, en ambos casos, un mayor recurso a los fondos propios para acometer el gasto en inversión, ya sea de modo obligado (ante la no disponibilidad de fondos ajenos) o voluntario (ante el menor coste relativo de los fondos propios). Ello explica la inclusión en los modelos empíricos de la inversión de alguna medida de beneficios empresariales, como variable aproximativa de la capacidad de generación de fondos propios. Adicionalmente, ante los problemas de información asimétrica, los prestamistas pueden utilizar como indicadores de la solvencia del prestatario variables tales como el endeudamiento empresarial o la carga financiera (aparte de la propia capacidad de generación de recursos propios), lo que justifica la introducción de estas variables en las ecuaciones que explican el comportamiento de la inversión<sup>6</sup>.

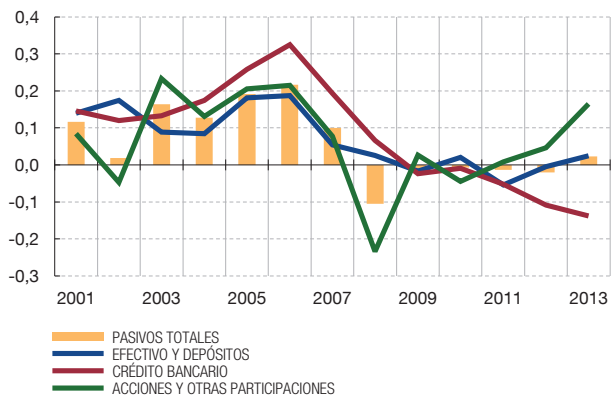
Existen motivos que sugieren que todos estos factores han podido tener una especial relevancia al explicar el comportamiento de la inversión en equipo en España desde el inicio de la crisis, tanto por el impacto que esta ha tenido sobre la oferta de crédito como por el elevado nivel de endeudamiento empresarial al que se había llegado al final de la fase expansiva. Por lo que respecta al primero de estos dos factores, en las etapas iniciales de la crisis las dificultades de acceso a los mercados financieros mayoristas tuvieron un impacto sobre la oferta de crédito bancario (véase gráfico 4). Además, las instituciones financieras han trasladado el encarecimiento de su coste de financiación, que ha tenido lugar, en parte, como consecuencia de la fragmentación de los mercados financieros del área del euro, a sus operaciones de crédito a las empresas. En una economía tan bancarizada como la española, estos desarrollos indujeron a los prestatarios a la sustitución de crédito bancario por fuentes alternativas de financiación (emisión de valores, en el caso de las empresas de mayor dimensión, y aumentos del excedente bruto de explotación —EBE—, con carácter más general —véase gráfico 5—).

En cuanto a la posición patrimonial de los prestatarios, la fase expansiva previa a la crisis se caracterizó por un aumento notable del nivel de endeudamiento de las empresas, que

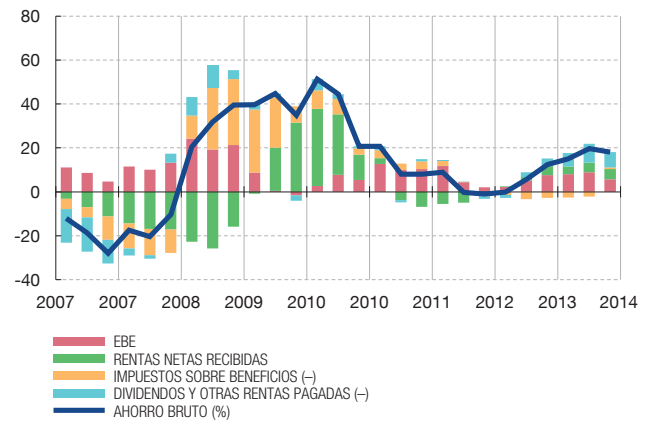
5 Véanse Dixit y Pindyck (1994) y Leary y Roberts (2010).

6 Además, una reevaluación de las expectativas de rentas futuras puede conducir, tras una fase de pronunciado aumento del endeudamiento, al deseo de los prestatarios de desapalancarse. Para ello optarán por reducir su gasto, añadiendo así un canal de demanda por el que un elevado endeudamiento puede traducirse en un menor gasto en bienes de inversión.

FUENTES DE FINANCIACIÓN (% a/a)



CRECIMIENTO DEL AHORRO BRUTO EMPRESARIAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

tuvo lugar a un ritmo mucho mayor que el de aumento de sus rentas. Tras la revaluación de expectativas posterior al estallido de la crisis financiera, el nivel de endeudamiento ha adquirido un papel determinante para explicar la evolución de la inversión por una doble vía. Por un lado, las políticas de concesión de crédito se han hecho más exigentes a la luz del mayor nivel de riesgo crediticio de los posibles prestatarios. Por otro lado, las empresas han iniciado un proceso de corrección del sobreendeudamiento previo<sup>7</sup>.

#### EL PAPEL DE LA INCERTIDUMBRE

Una de las características del proceso inversor es que existe una discordancia temporal entre los costes de la ampliación del capital productivo en los cuales la empresa incurre en el corto plazo y los flujos de rentas obtenidos a partir de la inversión realizada, que se materializan solamente a lo largo de un horizonte temporal mucho más dilatado y no pueden ser estimados con precisión *ex ante*. De este modo, un aumento del grado de incertidumbre hace que las empresas pospongan sus proyectos de inversión hasta que dispongan de mejor información. En este sentido, resulta razonable pensar que el aumento de la incertidumbre durante la crisis, así como su reducción posterior, haya desempeñado un papel importante en el ciclo actual.

La medición del grado de incertidumbre es una cuestión compleja, existiendo diversos indicadores, de naturaleza imperfecta, que permiten aproximarla. Varios de estos indicadores se construyen a partir de los precios en diversos mercados financieros primarios y secundarios. Este es el caso de la volatilidad de las cotizaciones en el mercado bursátil, los niveles de los tipos de interés de emisión de deuda corporativa a largo plazo o el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana con respecto a la del activo sin riesgo de la misma naturaleza. Una alternativa a los indicadores procedentes de los mercados financieros viene dada por el denominado «índice de incertidumbre económica», de amplio uso reciente en la literatura, que se basa tanto en una combinación de la dispersión de las proyecciones macroeconómicas como en la frecuencia de aparición en la prensa de determinadas palabras asociadas con la incertidumbre (véase gráfico 6)<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Existe evidencia, a escala microeconómica, acerca de la existencia de una relación inversa entre inversión y endeudamiento empresarial (véase el recuadro 2.1 del *Informe Anual*, 2013).

<sup>8</sup> La fuente del indicador es: *Economic Policy Uncertainty Index*, <http://www.policyuncertainty.com> [véase Baker et al. (2013)].

La evolución de estos indicadores dista de ser homogénea, lo que, más allá de las diferencias metodológicas en su construcción, pone de manifiesto que posiblemente aproximan distintos tipos de incertidumbre. En particular, el índice de incertidumbre económica mide riesgos de naturaleza más global. Al inicio de la pasada década se produjo un incremento de la incertidumbre medida por este indicador, que estuvo ligado a sucesos tales como los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos o la guerra de Irak. A partir de entonces, la incertidumbre comenzó a remitir, hasta alcanzar un mínimo en torno a 2007. Con el comienzo de la recesión en 2008, el nivel de incertidumbre volvió a aumentar notablemente, permaneciendo en niveles elevados con posterioridad, si bien ha mostrado un cierto retroceso reciente.

#### EL INCREMENTO DE LA BASE EXPORTADORA

La crisis ha conllevado una disminución del PIB de la economía española, cuyo nivel se encontraba, en el primer trimestre de 2014, casi un 7 % por debajo del observado antes del inicio de la recesión<sup>9</sup>. Sin embargo, esta reducción del producto ha sido compatible con un marcado aumento de las ventas al resto del mundo, que han aumentado un 20,2 % en el mismo período, en tanto que la demanda nacional ha experimentado una disminución del 15,4 %. La favorable evolución de las ventas al exterior se ha apoyado en varios factores, que incluyen la recuperación de la competitividad-precio que la economía española había perdido durante la etapa de expansión y la búsqueda de nuevos mercados ante la debilidad del interno, que se ha traducido en un aumento del número de empresas exportadoras.

En la medida en que las empresas que satisfacen la demanda orientada al mercado nacional y al resto del mundo no sean las mismas, la reorientación de la producción hacia las actividades exportadoras podría haber hecho que la evolución en términos agregados de la utilización de la capacidad productiva a la que se ha aludido en la sección segunda esconda comportamientos muy dispares a escala sectorial. De este modo, es posible que los sectores exportadores se hayan aproximado, durante la recesión, a la plena utilización de su capacidad productiva, lo que contribuiría a explicar que el comportamiento reciente de la inversión haya sido más favorable que el que se deriva de la evolución de la demanda agregada.

#### Una cuantificación de los factores determinantes de la inversión

En el epígrafe anterior se han descrito los factores que podrían ayudar a explicar la evolución de la inversión en equipo durante la última recesión y el inicio de la recuperación. Para cuantificar sus contribuciones respectivas, se han estimado, con datos trimestrales para el período comprendido entre el inicio de 1995 y el cuarto trimestre de 2013, varias versiones de un modelo empírico [inspirado en Bardaji *et al.* (2006)], que se diferencian entre sí en las variables incluidas en cada una de ellas, al objeto de tratar de aislar los efectos diferenciales de algunos de estos factores.

En las distintas variantes del modelo empírico, se asume que, en el largo plazo, las empresas determinan su inversión en función de la evolución de la demanda —recogida a través del PIB—, del precio relativo de los factores de producción capital y trabajo, y de la rentabilidad esperada de sus proyectos de inversión, medida por la *q de Tobin* media.

$$\log(I_t) = c + \alpha_1 \log(\text{PIB}_t) + \alpha_2 \log(\text{Precios}_t) + \alpha_3 \log(q \text{ Tobin}_t)$$

donde  $I_t$  es la inversión en equipo,  $\text{PIB}_t$  el producto interior bruto,  $\text{Precios}_t$  recoge el precio relativo del factor trabajo frente al capital, mediante la ratio entre la remuneración por asalariado y el coste de uso del capital, y  $q \text{ Tobin}_t$  el índice IBEX-35 respecto al *stock* de capital productivo.

<sup>9</sup> En concreto, respecto al nivel alcanzado en el primer trimestre de 2008.

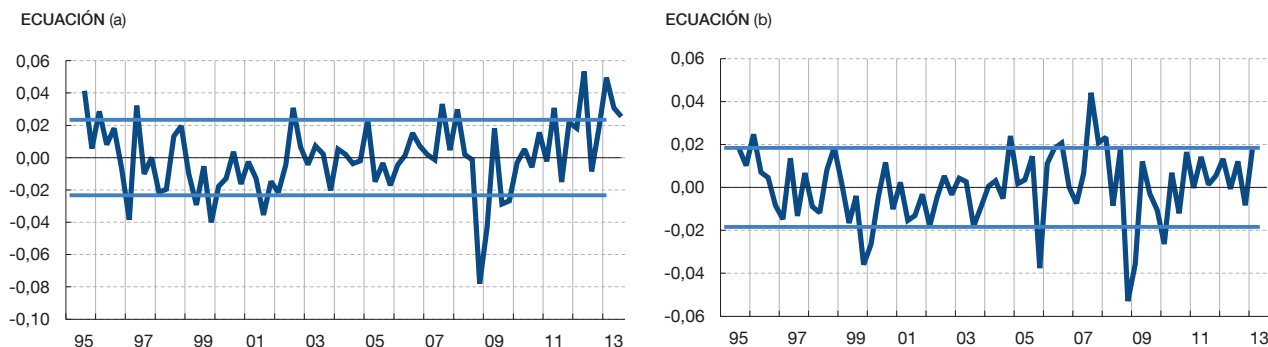
Ecuación de largo plazo	Coefficiente	Desviación estándar	
Constante	-1,78	0,098	
Precios relativos	0,20	0,033	
Q de Tobin	0,25	0,020	
PIB	1,00	0,000	
Ecuación de corto plazo	(1)	(2)	(3)
Constante	-0,009	-0,185	-0,143
	(0,003)	(0,053)	(0,048)
MCE (t - 1)	-0,276	-0,232	-0,094
	(0,056)	(0,049)	(0,048)
Δ PIB	3,220	3,426	--
	(0,419)	(0,427)	
Δ Exportaciones	--	--	0,372
			(0,088)
Δ Consumo privado	--	--	1,954
			(0,310)
Δ Inv. otros productos	--	--	0,225
			(0,094)
Δ Q de Tobin	6,203	5,473	3,513
	(2,480)	(2,185)	(2,142)
Δ Efectivo y depósitos/activos (t - 1)		0,924	1,417
		(0,486)	(0,468)
Δ Utilización capacidad productiva (t - 1)	--	0,003477	0,003
		(0,002)	(0,002)
Δ Incertidumbre (t - 1)	--	-0,014723	-0,016
		(0,010)	(0,011)
Márgenes (t - 1)	--	0,004787	0,004
		(0,001)	(0,001)
D98Q4	0,036	0,032446	0,031
	(0,014)	(0,012)	(0,011)
R2	0,61	0,73	0,77

FUENTE: Banco de España.

La versión básica del modelo estimado —columna (1) del cuadro 1— no considera variable adicional alguna que determine las decisiones de inversión de las empresas en el corto plazo. En esta estimación, se aprecia que el coste de uso del capital resulta no ser significativo. Por lo demás, los restantes signos son los esperados, de modo que la elasticidad de la inversión a la demanda es positiva y muy superior a la unidad, y un aumento de la rentabilidad de la inversión con respecto a su coste (esto es, de la *q de Tobin*) conduce asimismo a un mayor gasto en equipo.

La segunda versión del modelo, recogida en la columna (2), incluye además, como variables explicativas del comportamiento de la inversión en el corto plazo, dos indicadores de la posición financiera de las empresas (sus márgenes —aproximados por la ratio entre excedente y VAB de las sociedades no financieras— y sus flujos de caja —medidos a través de la variación en la ratio entre sus activos líquidos y el total de activos) y el indicador de incertidumbre económica descrito en la sección dedicada al papel de la incertidumbre. Como se puede observar, la introducción conjunta de estas variables mejora notablemente la capacidad explicativa del modelo. En concreto, una mejora de los márgenes y de los flujos de caja hace aumentar la inversión, confirmando la relevancia de la posición financiera de las empresas.





FUENTE: Banco de España.

a Véase la ecuación 1 del cuadro 1.

b Véase la ecuación 3 del cuadro 1.

Entre las posibles explicaciones, está el hecho de que una empresa con márgenes y flujos de caja elevados se debería enfrentar, teóricamente, a una menor restricción y a un menor coste de la financiación ajena. Finalmente, el efecto de un aumento de la incertidumbre sobre la inversión resulta negativo y significativo, de modo que esta variable habría contribuido a explicar tanto la debilidad del gasto en equipo durante la fase más aguda de la crisis como la recuperación posterior.

Por último, la tercera versión del modelo reemplaza el crecimiento del PIB como variable de escala por sus distintos componentes de la demanda, en un intento de captar el impacto sobre el gasto en equipo del intenso proceso de recomposición de aquella entre el gasto externo y el interno. El resultado es un aumento adicional de la capacidad explicativa del modelo.

En el gráfico 7 se representan los residuos del modelo básico frente al que incluye todas las variables explicativas adicionales<sup>10</sup>. Como se puede observar, ambos modelos parecen explicar adecuadamente el comportamiento de la inversión hasta aproximadamente 2009. No obstante, el primer modelo no consigue hacerlo en el período más reciente, para el cual presenta residuos positivos y crecientes (es decir, la inversión en equipo creció por encima de lo que dirían sus determinantes más básicos). En cambio, la inclusión del resto de determinantes, de acuerdo con la tercera especificación, mejora considerablemente el ajuste de la ecuación a partir de 2010.

## Conclusiones

Este artículo analiza la evolución de la inversión empresarial en la economía española, aproximada por la inversión en equipo, durante la última crisis. Para ello se considera inicialmente el papel desempeñado por las variables que intervienen en dos modelos tradicionales: por un lado, uno en que la inversión depende de la demanda y del coste de uso del capital y, por otro lado, el de la *q* de Tobin, que incluye información acerca del retorno esperado futuro de la inversión. Tras una evaluación de los posibles determinantes adicionales, en un paso posterior se incluyen además una serie de variables que podrían haber desempeñado un papel muy relevante durante el ciclo económico más reciente, tales como la posición financiera de las empresas, el nivel de incertidumbre económica y la reorientación de la producción de la economía española desde la demanda interna a la externa.

<sup>10</sup> La comparación del modelo básico se establece frente al que incluye todas las variables adicionales, dado que este posee una mayor capacidad explicativa de la inversión que el modelo que solo considera parte de ellas.

En particular, la inversión en equipo ha mostrado desde 2010 un comportamiento más dinámico que el que se desprende de los determinantes considerados en el modelo básico. Por el contrario, la evolución de este componente de la demanda se explica mejor cuando se tienen en cuenta las variables adicionales que, en conjunto, habrían tenido una aportación positiva al crecimiento del gasto en equipo en los últimos años. Concretamente, los flujos de activos líquidos y los márgenes de las sociedades no financieras, la reasignación de recursos hacia el sector exportador —algunas de cuyas empresas se podrían haber acercado al nivel de plena utilización de la capacidad productiva— y, más recientemente, la reducción de la incertidumbre habrían contribuido a que la inversión mostrara una evolución más sostenida que la que se derivaría de las variables del modelo más sencillo (y, en particular, de la senda de la demanda agregada de la economía). *A priori*, cabe esperar que, en los próximos trimestres, estos factores continúen apoyando el comportamiento positivo de la inversión, junto con la propia recuperación paulatina de la actividad.

16.6.2014.

## BIBLIOGRAFÍA

- BAKER, S., N. BLOOM y S. DAVIS (2013). *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, n.º 13-02.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). «Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions», *Monthly Bulletin*, abril.
- BANCO DE ESPAÑA (2013). «La formación bruta de capital fijo en la UEM», recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- BARDAJI, J., L. CLAVEL, M. CLÉMENT, A. BESSONE, B. OURLIAC, B. PLUYAUD y S. SORBE (2006). *Equipment investment in France and the euro zone: similarities and differences with respect to the previous cycle*, INSEE, diciembre.
- COMISIÓN EUROPEA (2013). «Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment», *Quarterly report on the euro area*, junio.
- DIXIT, A., y R. PINDYCK (1994). *Investment under uncertainty*, Princeton University Press.
- HONKAPOHJA, S., y E. KOSKELA (1999). «The economic crisis of the 1990's in Finland», *Economic Policy*, 14, pp. 401-436.
- LEARY, M., y M. ROBERTS (2010). «The pecking order, debt capacity, and information asymmetry», *Journal of Financial Economics*, 95, pp. 332-355.
- McCAFFERTY, I. (2014). «Achieving a sustainable recovery: where next for business investment?», Bank of England, speech given in the Nottingham Business School.
- TOBIN, J. (1969). «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, pp. 15-29.