

## *Inversión, productividad y saldo exterior en la economía española (2000-2023)*

Joan-Ramon Rovira Homs, *Cambra de Comerç de Barcelona*

### **Policy Brief núm. 21**

Abril, 2025

ISSN 2014-7457

La evolución de la economía española durante la última década se caracteriza por dos fenómenos que rompen con patrones históricos anteriores. El primero es un diferencial de inversión negativo (como porcentaje del PIB) en comparación con los principales países europeos, del que se ha señalado que podría afectar negativamente el crecimiento de la productividad. El segundo es un saldo por cuenta corriente positivo y persistente durante la fase expansiva del ciclo. Mientras el primer fenómeno parecería apuntar a déficits estructurales de la economía española, el segundo es indicativo de una mejora de la competitividad. Ambos fenómenos están relacionados, ya que la contrapartida a un saldo exterior positivo es una transferencia de recursos a otras economías, que contribuye a reducir la deuda acumulada en el pasado en vez de reforzar la formación bruta de capital en el propio país. En el informe sobre el futuro del mercado único coordinado por Enrico Letta, se hace referencia explícita a la brecha sistemática entre ahorro e inversión a escala europea, que se traduce en un flujo anual de unos “300.000 millones de euros de ahorros de las familias europeas [...] hacia el exterior, principalmente hacia la economía americana, debido a la fragmentación de nuestros mercados financieros” (Letta, 2024, p. 11; traducción del autor).

El objetivo del presente informe es analizar la relación entre inversión, productividad y saldo exterior en el caso concreto de la economía española. En el apartado siguiente se analiza la formación de capital a nivel agregado, con perspectiva histórica y comparada, partiendo del porcentaje que representa la inversión en el PIB, para después poner el foco en la evolución del stock de capital. En esta parte del análisis es importante la distinción entre inversión (un flujo periódico) y stock de capital (el resultado de los flujos de inversión acumulados en el pasado, descontando la fracción

destinada a reponer el capital amortizado). La principal conclusión que se desprende de este apartado apunta a que el déficit de inversión bruta de los últimos años, en porcentaje del PIB, es atribuible en gran parte a la necesidad de reconducir la excesiva tasa de crecimiento del stock de capital heredada del pasado hacia valores más sostenibles a largo plazo. La moderación del flujo inversor permitió que la evolución del stock de capital acumulado se fuera ajustando gradualmente al potencial de crecimiento de la economía. A medida que el ajuste se producía la brecha de inversión con el núcleo europeo se iba reduciendo, y aunque el proceso de convergencia se vio truncado por la pandemia, es previsible que se complete en los próximos años. Por otro lado, la evolución de la rentabilidad agregada del capital en la economía española, como factor determinante de la inversión a largo plazo, muestra en los últimos años valores compatibles con una tasa de acumulación de capital similar a la registrada por las principales economías europeas.

El segundo apartado del informe se centra en la relación que existe entre el stock de capital acumulado y la productividad del trabajo. El déficit de productividad con las principales economías europeas responde en parte a una menor dotación de capital por trabajador, pero también refleja una menor productividad del stock de capital acumulado. La causa principal sería un sesgo de la inversión hacia actividades de bajo valor añadido, en detrimento de las más intensivas en activos tangibles e intangibles asociados con el progreso tecnológico.

El tercer apartado retorna sobre la cuestión del saldo exterior y su relación con un modelo productivo en el que predominan las actividades de mediana y baja cualificación. La mejora del saldo exterior se corresponde en el tiempo con la pérdida de peso de la inversión en el PIB, principalmente la residencial, como resultado de la contracción de la demanda y en

contrapartida a los excesos acumulados en el pasado. En sentido contrario, un mayor dinamismo de la formación bruta de capital en los próximos años podría ir acompañado de una reducción del superávit exterior. Y aunque la posición de inversión internacional (PII) negativa de la economía española todavía excede los parámetros de seguridad que establece la Comisión Europea, la valoración del saldo exterior debería tener en cuenta hasta qué punto este refleja la contribución de bienes y servicios exportables de alto o de bajo valor añadido, y si los pasivos netos contraídos con el exterior lo son en forma de deuda para financiar consumo y/o inversión residencial, o de inversión directa a largo plazo para impulsar actividades intensivas en capital humano y tecnológico. El principal déficit de inversión de la economía española es el que afecta a los activos con mayor contenido tecnológico y mayor capacidad para aumentar la productividad en el conjunto de la economía. Si una mayor inversión tuviera como destino los sectores que más contribuyen a aumentar la productividad, el posible impacto negativo sobre la PII sería poco o nada relevante —en la medida que el rendimiento del capital invertido financiaría con creces las obligaciones contraídas.

Finalmente, en el último apartado se plantean algunas orientaciones de política económica dirigidas a fortalecer la formación de capital productivo en la economía y se destaca el papel crucial de las políticas públicas, en conjunción con las estrategias empresariales, para acelerar el crecimiento de la productividad y del PIB per cápita.

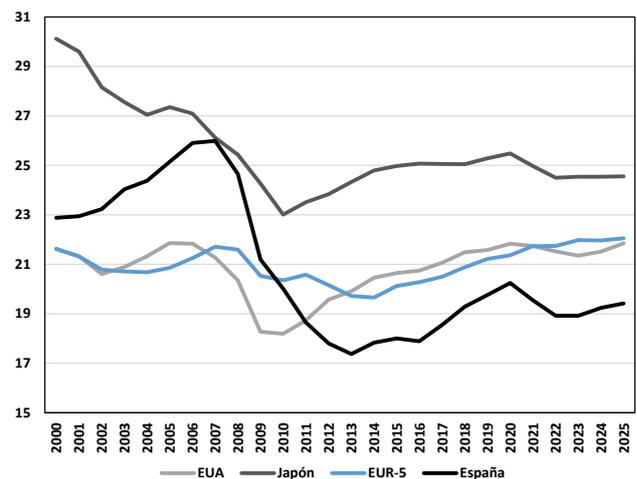
## 1. El déficit de inversión

### Evolución de la inversión (I): flujos

El gráfico 1 muestra el porcentaje que representa la formación bruta de capital fijo (FBCF) en el PIB en cuatro áreas: Estados Unidos (EUA), Japón (JAP), EUR-5 (la suma de Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y Bélgica) y España. Las dos variables están calculadas a precios constantes, utilizando el deflactor apropiado para cada magnitud. La serie temporal graficada abarca desde el año 2000 al 2025. Entre 2000 y 2023 se trata de datos observados o estimados provisionalmente, y en 2024 y 2025, de proyecciones de la Comisión Europea. La FBCF de la economía española (ESP) alcanza un máximo del 26,0 % del PIB en 2007, hasta igualar los valores atípicamente elevados de la economía japonesa (JAP), y

cae en años sucesivos, hasta situarse por debajo de las economías americana (EUA) y europeas (EUR-5) a partir de 2012. La trayectoria de la inversión en las economías europeas de la muestra seleccionada es similar a la seguida por la economía americana, mientras que la economía japonesa supera en unos 3 o 4 puntos porcentuales a las occidentales a lo largo de la última década.

Gráfico 1. FBCF/PIB (%). Precios constantes. 2000-2025



Fuente: elaboración propia a partir de AMECO.

Como muestra el cuadro 1, en el conjunto del período 2000-2023 el porcentaje promedio de la FBCF sobre el PIB es muy similar en las tres zonas occidentales: 20,8 % en los EUA, 20,9 % en EUR-5 y 21,0 % en España —en contraste con un 25,7 % en Japón. A largo plazo no se observa una relación clara entre el porcentaje que representa la inversión sobre el PIB en cada una de las áreas y las respectivas tasas de crecimiento de la productividad y del PIB per cápita. La economía americana, invirtiendo de media un 20,8 % del PIB alcanzó un aumento acumulado del PIB per cápita (PIB/POB) de un 32,4 % y del PIB por ocupado (PIB/OCU) del 35,8 %. Superó con creces en crecimiento del PIB por habitante y de la productividad en Japón, que invirtió un 25,7 % del PIB en el mismo período, y también a los cinco países representados en EUR-5, que invirtieron un porcentaje similar al de la economía americana (un 20,9 %).

Cuadro 1. FBCF/PIB, PIB/población, PIB/ocupación (%). Variaciones acumuladas. 2000-2023

	EUA	Japón	EUR-5	España
FBCF/PIB	20,8	25,7	20,9	21,0
PIB/POB	32,4	18,4	16,7	17,5
PIB/OCU	35,8	10,8	7,2	10,5

Fuente: elaboración propia a partir de AMECO.

En el conjunto del período 2000-2023 la economía española muestra valores de inversión sobre el PIB y de crecimiento acumulado del PIB por habitante y por ocupado similares o algo superiores a los del grupo EUR-5 (cuadro 1). No obstante, como se aprecia en el gráfico 1, el perfil temporal de la inversión sigue una trayectoria muy diferenciada, con valores muy por encima de la media europea en la primera década y algo por debajo en la segunda. Por lo tanto, la caída registrada durante la segunda década de este siglo se podría interpretar como la corrección del exceso de inversión que tuvo lugar en la década precedente. El hecho de que entre 2013 y 2020 el peso de la inversión bruta en el PIB de la economía española vaya aumentando progresivamente y tienda a convergir de nuevo con la media europea parecería sustentar esta hipótesis. El impacto de la pandemia, en una economía con un peso muy importante de las actividades más afectadas, interrumpe el proceso de convergencia en curso. Las cifras de 2024 y 2025 son proyecciones de la Comisión Europea, y está por ver hasta qué punto se retoma o no la trayectoria de convergencia.

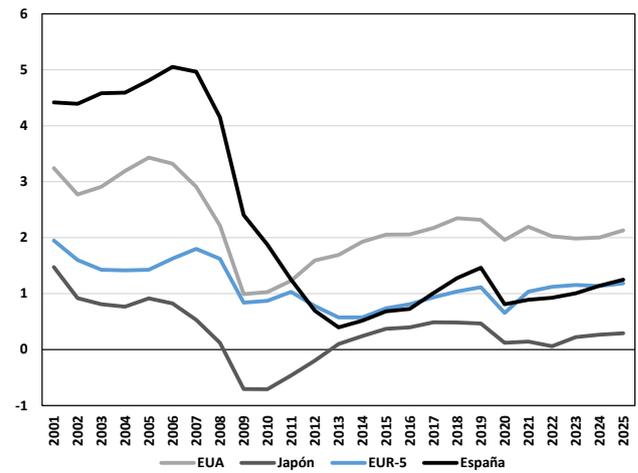
En qué medida un determinado porcentaje de inversión bruta en el PIB se traduce en crecimiento del PIB y de la productividad dependerá de factores como la tasa de depreciación y la intensidad de capital de los procesos productivos en cada economía. Por ejemplo, una economía que soporte una mayor tasa de depreciación de sus activos y opere con una mayor intensidad de capital crecerá a un ritmo inferior que otra que registre una menor tasa de depreciación y opere con una menor proporción de capital neto en el PIB, aunque ambas economías dediquen un mismo porcentaje del PIB a la inversión.

### Evolución de la inversión (II): stocks

El crecimiento del PIB potencial y de la productividad no depende tanto del peso relativo de la inversión en el PIB, como del perfil de crecimiento del stock de capital neto —en su conjunto y en términos relativos respecto del PIB potencial y del factor trabajo. El gráfico 2 muestra la tasa de crecimiento del stock de capital neto a precios constantes en las cuatro áreas de referencia, EUA, Japón, EUR-5 y España, para el período 2000-2025 (los datos de los dos últimos años son proyecciones). La conclusión que se desprende de este gráfico contrasta significativamente con la del gráfico anterior: la tasa de crecimiento del stock de capital neto de la economía española es prácticamente igual a la registrada en el grupo de referencia EUR-5. La caída de la FBCF como

porcentaje del PIB en la segunda década del siglo es el mecanismo que permite que ambas tasas de crecimiento converjan, que sustenta la hipótesis que apunta a una corrección del exceso de inversión ocurrido durante el período anterior. Si se toma como referencia la evolución del stock de capital neto, la economía española no muestra un déficit de inversión en comparación con las principales economías europeas.

**Gráfico 2. Stock de capital neto a precios constantes. Tasas de variación anual. 2000-2025**



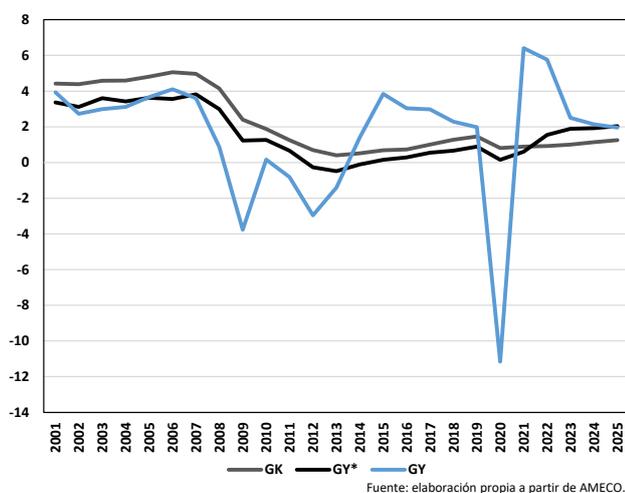
También es destacable la brecha entre las economías americana y japonesa. Se invierten los valores en comparación con el gráfico 1: el crecimiento del stock de capital (y por lo tanto de la capacidad productiva) de la economía americana (en torno al 2 %) prácticamente dobla el valor observado en la economía japonesa (algo superior al 1 %). En otras palabras, aunque el porcentaje que representa la inversión bruta sobre el PIB en Estados Unidos es inferior al de Japón, es suficiente para que la economía americana alcance una tasa de aumento de la capacidad productiva asociada con el stock de capital neto muy superior a la japonesa.

### Capitalización y crecimiento

Quedarían dos preguntas por responder en este primer apartado. La primera es hasta qué punto la tasa de crecimiento del stock de capital de la economía española se puede considerar excesiva, deficiente o adecuada en cada período. La segunda es en qué medida la rentabilidad del capital, como factor determinante de la inversión a largo plazo, se puede considerar adecuada para impulsar la tasa de formación de capital que la economía española requiere.

Para responder la primera pregunta se parte de la premisa que el crecimiento del stock de capital ha de evolucionar acompasado con el del producto, en tendencia a largo plazo. El gráfico 3 muestra las tasas de variación anuales del stock de capital neto (GK), del PIB real (GY) y del PIB potencial (GY\*) en la economía española a lo largo del período de referencia. Como puede apreciarse, las tasas de crecimiento del stock de capital y del PIB potencial evolucionan con perfiles similares, mientras que la acumulación de capital y el crecimiento observado del PIB muestran evoluciones divergentes.

**Gráfico 3. Stock de capital neto (GK), PIB actual (GY) y PIB potencial (GY\*). Tasas de variación anuales. España, 2000-2025**



En concreto, entre 2001 y 2014 el stock de capital creció sistemáticamente por encima del producto, de manera que cada euro adicional invertido generaba una cantidad decreciente de output en el conjunto de la economía. ¿Se puede considerar que durante este primer período se produjo un exceso de inversión en la economía española que ha sido corregido en años posteriores? La respuesta depende del criterio de valoración que se adopte. Por ejemplo, una economía con una propensión a ahorrar y a invertir relativamente elevada justificaría operar con una mayor intensidad de capital (un valor más elevado de la ratio que resulta de dividir el stock de capital neto por el PIB) en equilibrio a largo plazo. Sin embargo, durante ese mismo período la economía española contrajo un elevado déficit por cuenta corriente, lo cual implica que el ahorro interno fue insuficiente para cubrir las necesidades de inversión en la propia economía. Por lo tanto, es difícil atribuir la brecha observada entre el crecimiento del capital y el del producto durante la primera década larga del presente siglo a una creciente propensión a substituir capacidad de consumo en el presente por mayor consumo en el futuro. En cualquier caso, a partir de 2014 y hasta 2019

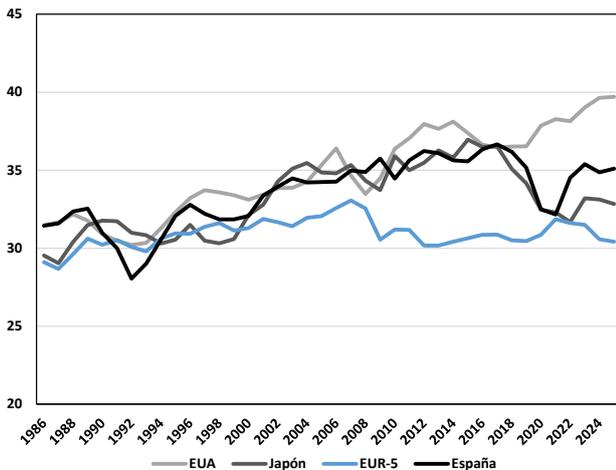
cambia el patrón de crecimiento y el PIB comienza a crecer por encima del capital. Haciendo abstracción de 2020, cuando estalla la pandemia, en años sucesivos parece mantenerse el diferencial de crecimiento a favor del PIB —coincidiendo con el período en el que la tasa de ahorro interna se incrementa hasta generar un saldo por cuenta corriente positivo.

En conclusión: no parece que los cambios recientes en la intensidad de capital de la economía española puedan ser atribuidos a una mayor o menor propensión al ahorro doméstico, y sí a cambios en la propensión a invertir, posiblemente asociados con cambios en las expectativas de rentabilidad y tipos de interés. Los excesos de inversión, que se traducen en un sobredimensionamiento del stock de capital, solo son aparentes *a posteriori*, una vez se comprueba que las expectativas que justificaron inicialmente los proyectos no se ajustan a la realidad. Oliver (2024, p. 146-157) resume claramente los factores que explican tanto el auge inversor de principios de siglo como la contracción posterior: la intensa reducción de los tipos de interés que coincide con la integración en la zona del euro y la consiguiente explosión del crédito, especialmente a los hogares para la adquisición de vivienda y a las empresas relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias; el excesivo grado de apalancamiento de las SNF (sociedades no financieras); la intervención de parte del sistema financiero, y la presión de la Comisión Europea para reducir los desequilibrios.

### Capitalización y rentabilidad

La segunda cuestión planteada al principio de la sección anterior apunta a la rentabilidad del capital en el conjunto de la economía y a lo largo del período de referencia. A nivel agregado, la rentabilidad bruta o tasa de retorno del capital invertido se puede definir como el producto del margen de explotación (la ratio entre el excedente bruto de explotación y el PIB) y la productividad o rotación del capital (la ratio entre el PIB y el stock de capital neto). El gráfico 4 muestra la evolución del margen de explotación bruto (m), ajustado para descontar del EBE las rentas imputables a los trabajadores autónomos, en los EUA, Japón, EUR-5 y España, entre 1986 (año de entrada de la economía española en la CEE) y 2025 (las cifras de los dos últimos años están construidas a partir de proyecciones de los valores futuros).

Gráfico 4.  $m = \text{EBE ajustado} / \text{PIB}$ . Precios corrientes (%). 1986-2025



Fuente: elaboración propia a partir de AMECO.

El primer dato destacable del gráfico es la brecha creciente entre EUA y EUR-5. Mientras que el margen bruto de explotación tiende a crecer a lo largo del período (desde un 30 % a principios de los años 90 hasta rozar el 40 % en la proyección a 2025), en las economías centrales de Europa el margen muestra un perfil cuasi estacionario, sin alejarse del 30 %. En las economías española y japonesa, en cambio, el margen agregado sigue una evolución alcista similar a la americana, que alcanza valores en torno al 35 %. La pandemia impacta negativamente en el margen de ambas economías en 2020 y 2021, pero en el caso de la economía española las estimaciones para 2023 y las proyecciones en años sucesivos sitúan el margen de nuevo en valores próximos al 35 %.

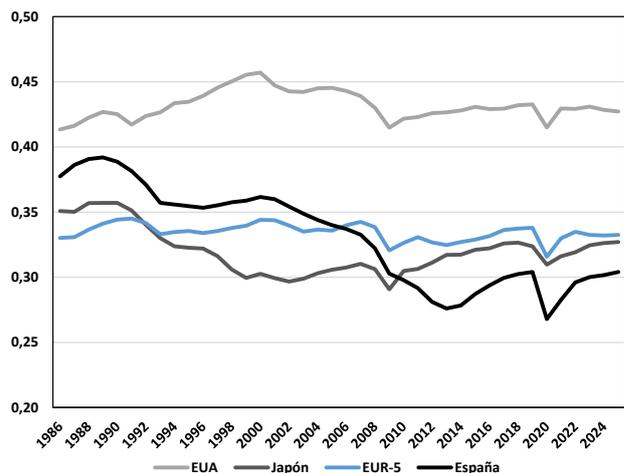
Por lo tanto, no parece que el nivel de los márgenes de beneficio, considerados a nivel agregado, haya podido representar un obstáculo a la inversión para la economía española en su conjunto —y en especial en la última década. Sin embargo, tanto la economía española como la japonesa muestran tasas de formación de capital significativamente inferiores a las de la economía americana durante los últimos años. La explicación está en el segundo componente de la rentabilidad: la productividad del capital.

El gráfico 5 muestra la evolución de la ratio PIB / stock de capital neto ( $u = Y/K$ ) en las economías española, americana, japonesa y del grupo EUR-5, entre 1986 y 2025.

Como se puede observar, la productividad del capital en la economía española sigue una tendencia decreciente entre principios de siglo y la crisis financiera de 2008.

Haciendo abstracción de los años más afectados por la pandemia, esta variable parece haberse estabilizado en valores claramente inferiores a los registrados por las economías europeas y japonesa —que a su vez se sitúan muy por debajo de los registros de la economía americana. Otras fuentes estadísticas diferentes de la utilizada en este informe (*Penn World Table* y *BCL Database*) confirman la reducción de la productividad del capital físico en España, si bien con diferente intensidad y perfil evolutivo. En el caso de la *Penn World Table*, esta reducción también afecta a Francia y Alemania de manera significativa, pero recoge un menor aumento en el caso de EUA. Los datos de la *BCL Database* refuerzan el carácter tendencial de la caída en la productividad del capital en la economía española y moderan el crecimiento de la ratio en la economía americana.

Gráfico 5.  $u = \text{PIB} / \text{stock de capital neto}$ . Precios constantes. 1986-2025

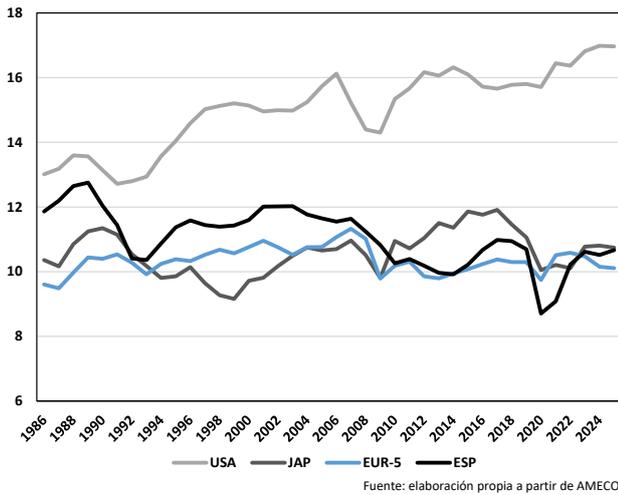


Fuente: elaboración propia a partir de AMECO.

El gráfico 6 muestra la tasa de retorno o rentabilidad bruta del capital (antes de amortizaciones) referida al conjunto de la economía, que se obtiene multiplicando el margen bruto de explotación por la productividad del capital ( $r = \mu u$ ).

Del gráfico cabe destacar dos datos relevantes. En primer lugar, la brecha elevada y creciente entre la economía americana y el resto, que sugiere un mayor dinamismo empresarial en la primera, que se refleja tanto en una mayor tasa de formación de capital como en una mayor productividad del capital y unos márgenes superiores.

Gráfico 6.  $r = \mu = \text{EBE ajust.} / \text{stock de capital}$ . 1986-2025



En segundo lugar, la trayectoria decreciente de la rentabilidad del capital en la economía española entre máximos en torno al 12 % a principios de siglo hasta tocar fondo en valores próximos al 10 % en 2014. Esta rentabilidad decreciente, sostenida en el tiempo, es uno de los factores que mejor ayudan a explicar el descenso abrupto de la inversión a partir de 2009 (coincidiendo con el aumento de los tipos de interés en una economía altamente endeudada). A partir de 2015 (haciendo abstracción de los peores años de la pandemia) la rentabilidad se estabiliza y también lo hace la tasa de formación de capital —en ambos casos en valores similares a los de las principales economías europeas.

## 2. Inversión, productividad y cambio estructural

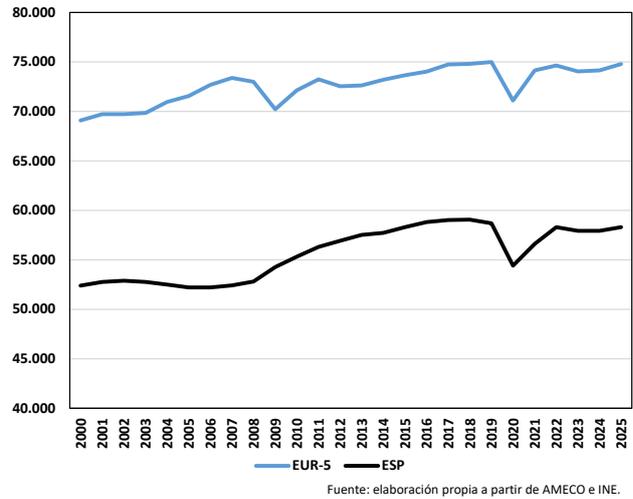
### El diferencial de productividad

Uno de los rasgos que caracterizan la evolución de la economía española desde principios de siglo es la persistencia del diferencial de productividad del trabajo con los principales países europeos. El gráfico 7 muestra la trayectoria del PIB a precios constantes por persona ocupada en España, en comparación con el grupo EUR-5, entre los años 2000 y 2025 (los datos de 2024 y 2025 son proyecciones).

Como se puede observar en el gráfico, la evolución de la productividad del trabajo en la economía española sigue tres fases claramente diferenciadas. A grandes rasgos, la productividad aumenta más en los períodos recesivos (2009-2013), coincidiendo con la destrucción de ocupación, y se estanca en los expansivos (2000-2007 y 2014-2019), cuando se crea más ocupación. A partir de

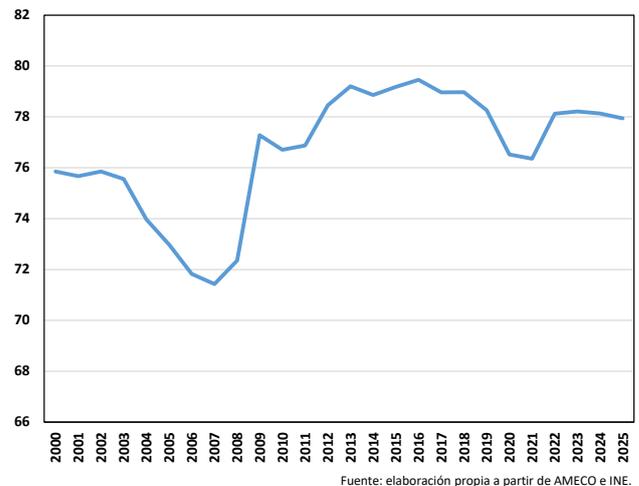
2016 el crecimiento de la productividad tiende a estancarse, tanto en España como en EUR-5.

Gráfico 7. PIB por persona ocupada. España vs. EUR. Euros constantes de 2015. 2000-2025



El gráfico 8 muestra la evolución del porcentaje que representa la productividad del trabajo de la economía española con respecto a EUR-5. El componente cíclico del diferencial de productividad en comparación con EUR-5 sugiere que los cambios en la ocupación, relacionados con una composición sectorial con un peso importante de las actividades de menor valor añadido, tienen un impacto en la evolución del PIB por ocupado más acentuado que en las economías europeas de referencia.

Gráfico 8. PIB a precios constantes por persona ocupada. España como porcentaje de EUR-5. 2000-2025



**Determinantes de la productividad del trabajo**

La productividad (del trabajo) se puede definir como el valor añadido (Y) por input de trabajo (L). Operando en términos de personas ocupadas (por falta de datos comparativos homogéneos de horas trabajadas en la base utilizada), la productividad del trabajo (Y/L) se puede expresar como el producto de dos factores:

- (i) la inversión acumulada (o dotación de capital, K) por persona ocupada (L) y
- (ii) la eficiencia de la inversión (valor generado por euro invertido = Y/K).

La relación de estos dos factores con la productividad del trabajo expresa una identidad contable

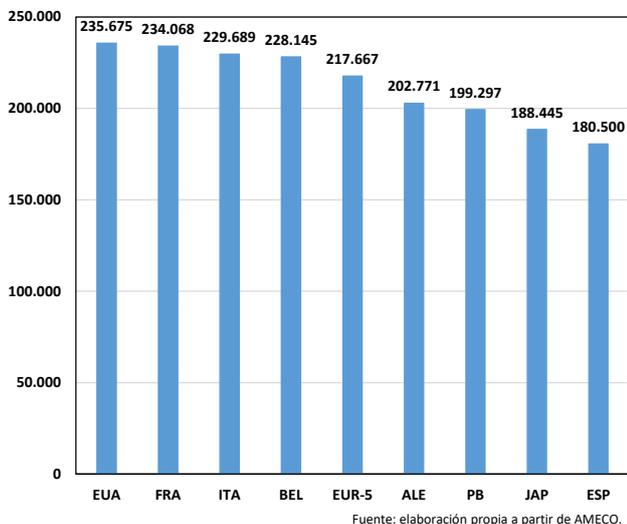
$$Y/L \equiv K/L * Y/K$$

donde Y representa el VAB (valor añadido bruto) o el PIB, K la dotación de capital y L el volumen de trabajo aplicado a la producción.

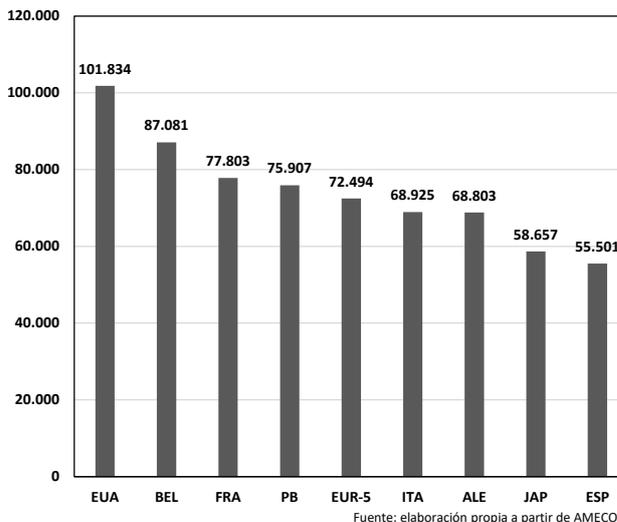
De esta identidad se desprende que, suponiendo constantes otros factores, cuanto mayor sea la inversión acumulada (dotación de capital) por persona ocupada, mayor será el nivel de productividad del trabajo (PIB o VAB por persona ocupada).

Los gráficos 9 (K/L) y 10 (Y/L) muestran hasta qué punto esta relación se cumple, para una muestra de economías desarrolladas, de promedio a largo plazo (2000-2023).

**Gráfico 9. Stock de capital neto por persona ocupada. Euros de 2015. Valores medios 2000-2023**



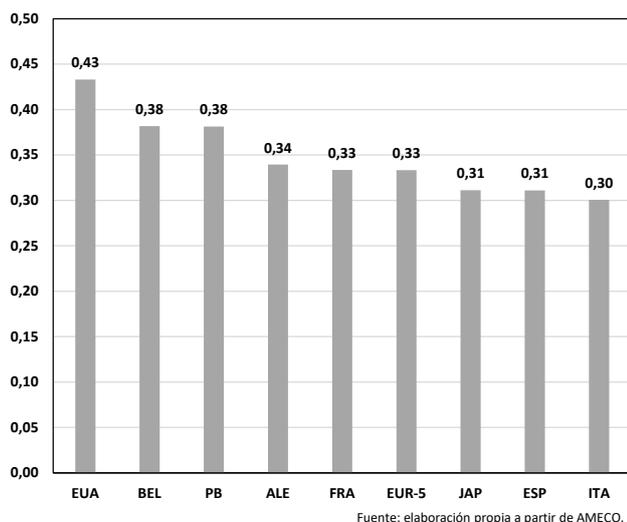
**Gráfico 10. PIB por persona ocupada. Euros de 2015. Valores medios 2000-2023**



Ahora bien, correlación no implica causalidad. En principio, la relación de causalidad entre inversión y productividad puede ir en ambas direcciones: una economía más productiva requiere una mayor inversión, y una mayor inversión puede contribuir a una mayor productividad. Por otro lado, los aumentos de la productividad del trabajo a largo plazo dependen del progreso técnico o productividad multifactorial (PTF), que a su vez influyen en el segundo factor de la identidad anterior: la eficiencia de la inversión. La brecha de productividad del trabajo entre Europa y Estados Unidos está asociada con una menor dotación de capital por persona ocupada, pero también y sobre todo con un importante diferencial en términos de productividad multifactorial entre ambas zonas.

Una posible fuente de este diferencial podría ser la falta de dinamismo para asignar los recursos disponibles desde los sectores menos productivos a los más productivos. El mayor dinamismo de la economía americana se reflejaría en la productividad del capital invertido ( $Y/K = \text{PIB} / \text{stock de capital neto}$ ), así como la brecha de productividad que separa la economía española de las europeas más avanzadas se corresponde con una menor productividad (eficiencia) del capital invertido (gráfico 11).

Gráfico 11. PIB / stock de capital neto (Y/K). Valores medios 2000-2023



### Determinantes de la productividad del capital

La productividad del capital ( $Y/K$ ) es la inversa de la intensidad de capital o relación entre el stock de capital neto y el PIB de una economía ( $K/Y$ ). La intensidad de capital de una economía depende de factores como los precios relativos de los factores de producción (capital y trabajo), la diferente propensión a ahorrar y a invertir, la composición sectorial, la tecnología y la mayor o menor incorporación de capital humano en los procesos productivos. Existen economías con un peso importante del sector industrial —como la suiza, la austríaca o la sueca— que operan con una elevada intensidad de capital, superior a la española. Pero estas economías registran dotaciones de capital por persona ocupada también superiores, por lo que su productividad del trabajo es mayor. La economía española opera con una intensidad de capital relativamente alta (en comparación con otras economías desarrolladas) y, al mismo tiempo, con una dotación de capital por persona relativamente baja (también en comparación con otras economías con parecido nivel de desarrollo). Como resultado, la productividad del trabajo en España se sitúa por debajo de la observada en economías con una intensidad de capital similar.

Esta menor capitalización por trabajador de la economía española podría estar relacionada con los precios relativos de los factores de producción. Cuando el coste del factor trabajo se reduce en comparación con el coste del capital, las empresas elegirán procesos productivos más intensivos en trabajo que en capital, y las actividades relativamente más intensivas en trabajo ganarán peso en el conjunto de la economía. Este razonamiento puede ayudar a explicar algunas tendencias de la economía española en determinados

períodos. Por ejemplo, Salas (2022 y 2024) explica el retraso en la recuperación de la inversión empresarial en la pospandemia en función de los costes relativos de capital y trabajo, utilizando datos referidos al stock de capital de las sociedades no financieras en el período 2011-2023. Sin embargo, la evolución de los costes relativos de los factores de producción no parece suficiente para explicar la tendencia a largo plazo de combinar una relación capital/PIB relativamente elevada con una dotación de capital por persona ocupada inferior a la de países que operan con una relación capital/PIB similar.

Como ya se ha comentado en el apartado anterior, la teoría económica relaciona la intensidad de capital de una economía con la propensión a ahorrar y a invertir. Las economías con una mayor propensión a sacrificar capacidad de consumo en el presente para poder consumir más en el futuro tenderán a dedicar una mayor proporción de su renta al ahorro y a la inversión. Asumiendo rendimientos decrecientes del capital invertido, estas economías acabarán operando (en equilibrio a largo plazo) con una mayor dotación de capital como porcentaje del PIB. Pero tampoco está claro que esta sea la explicación principal en el caso de la economía española, en proceso de rápido envejecimiento demográfico. Alternativamente, algunos analistas apuntan a los cambios en la distribución de la renta asociados con diferentes propensiones a consumir (y a ahorrar) por grupos de renta. Si los segmentos de población con mayor renta y propensión a ahorrar ganan peso en la distribución, la tasa de ahorro agregado tenderá a aumentar. Pero en una economía abierta una mayor propensión al ahorro no implica necesariamente una mayor inversión productiva en la propia economía, acompañada de una mayor intensidad de capital: el ahorro excedentario puede dirigirse al exterior y generar como contrapartida un saldo por cuenta corriente positivo.

Para el caso español, diversos estudios relacionan el descenso en la productividad media del capital con un empeoramiento en la asignación de recursos productivos durante el período que desembocó en la crisis financiera. Esta deficiente asignación se reflejaría en la propensión a acometer proyectos de inversión de baja rentabilidad, y su origen cabría encontrarlo en un abaratamiento artificial del coste del capital. A su vez, este abaratamiento estaría asociado con unas expectativas de revalorización excepcional de los activos inmobiliarios y con la obtención de financiación a bajo coste proveniente de entidades financieras, en algunos

casos operando con motivaciones extraeconómicas (véase, por ejemplo, Díaz y Franjo, 2016; Gopinath *et al.*, 2017; García Santana *et al.*, 2020). En una línea similar, Myro (2023) relaciona la divergencia en PTF entre Europa y los EUA (que incluye la divergencia en términos de productividad del capital físico) con la incapacidad de las economías europeas para aumentar sus activos intangibles al ritmo que lo ha hecho la americana. Este autor argumenta que la inversión en activos intangibles permitiría aumentar la productividad de los activos físicos, en especial los relacionados con las tecnologías de la información y la comunicación. En la misma línea, Escudero (2024) muestra como hacia el año 2000 el capital físico ha dejado de ser una fuente de convergencia con EUA, definiendo este proceso como de “agotamiento del capital físico”. Finalmente, Pérez *et al.* (2023) analizan las consecuencias del marcado sesgo hacia las inversiones en activos inmobiliarios y la menor presencia de los activos intangibles asociados con una mayor capacidad para difundir el progreso técnico en el conjunto de la economía. En tiempos recientes se observa un aumento paulatino de los activos relacionados con la propiedad intelectual, pero la brecha ya acumulada sería suficientemente importante como para explicar en buena parte los bajos registros observados en la productividad del capital.

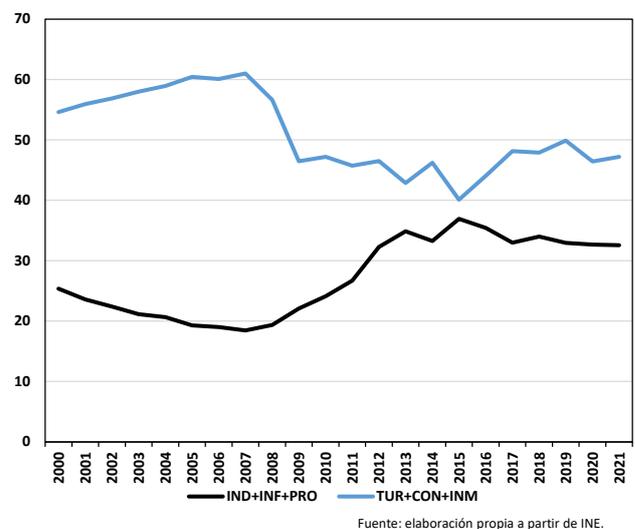
### Composición sectorial y productividad del capital

Una explicación adicional, complementaria de las anteriores, relacionaría los cambios en la productividad del capital con cambios en la composición sectorial de la economía. A su vez, los cambios en la composición sectorial están asociados con la mayor o menor disponibilidad de capital humano con la calificación y las competencias requeridas por las empresas en cada sector de actividad. Por ejemplo, cuando el capital físico es complementario del trabajo cualificado, el aumento en la dotación de capital físico por trabajador puede comportar una reducción de la relación capital/PIB (es decir, un aumento en la productividad del capital). La razón sería que la productividad del trabajo aumenta más de lo que resultaría exclusivamente de la inversión en capital físico, debido al aumento en paralelo de la dotación de capital humano. En cambio, cuando el capital físico es sustitutivo del trabajo cualificado, el aumento de la inversión en capital físico por trabajador puede comportar un aumento de la relación capital/PIB (o, alternativamente, una menor productividad del capital), ya que en este caso la productividad del trabajo crece por debajo de lo que resultaría de la inversión en

capital físico si se hubiera mantenido constante la cualificación de la fuerza de trabajo.

Este segundo efecto puede darse, a escala agregada, en una economía en la que sectores intensivos en trabajo cualificado —por ejemplo, la industria— pierden peso en el empleo total en favor de sectores intensivos en trabajo de inferior cualificación —por ejemplo, la construcción, el comercio o la hostelería. O, desde otra perspectiva, cuando la inversión residencial, por ilustrar el argumento con ejemplos concretos, gana peso sobre el total, al tiempo que la inversión en activos industriales, logísticos o tecnológicos lo pierden. Apoyando esta idea, el gráfico 12 muestra el peso de dos grupos de sectores en la inversión total. El primer grupo es la suma de la industria y los servicios avanzados (información y comunicaciones, y servicios profesionales). El segundo agrupa principalmente hostelería, comercio, construcción y actividades inmobiliarias.

**Gráfico 12. Peso (%) en la inversión total (FBCF) de la inversión en hostelería, comercio, construcción e inmobiliario (TUR+CON+INM) y en industria, información y comunicaciones, y servicios profesionales (IND+INF+PRO). España. 2000-2021**



Entre 2000 y 2007 aumentó el peso de la inversión en los sectores más directamente asociados con el turismo, la vivienda y la construcción, y se redujo el de la industria y los servicios avanzados. La crisis financiera representa un punto de inflexión a partir del cual se revierte en parte la tendencia anterior y el primer grupo de sectores pierde peso mientras el segundo lo aumenta. Sin embargo, a medida que la recuperación iniciada en 2014 se consolida el grupo de sectores relacionado con las actividades de menor valor añadido vuelve a ganar peso a expensas de los sectores más productivos.

En conclusión: el aumento de la productividad del trabajo en el conjunto de la economía está asociado con el incremento de la inversión por puesto de trabajo o persona ocupada, pero también y sobre todo con (i) la naturaleza de la inversión, (ii) el grado de complementariedad entre capital físico y humano, y (iii) los sectores a los que va destinada.

### 3. Saldo exterior y déficits de inversión

A la luz de los argumentos y la evidencia considerados en este informe, se puede concluir que la economía española no padece tanto un déficit de inversión agregada como un conjunto de déficits específicos en capital humano, industrial y tecnológico. En el pasado, la contrapartida a un saldo exterior crecientemente deficitario fue un exceso de inversión, en gran medida inmobiliaria y financiada con deuda externa. En la actualidad, el superávit por cuenta corriente tiene como contrapartida un nivel de ahorro privado que excede la inversión en la propia economía —y que también ayuda a financiar el déficit público. Una fracción importante de este excedente de ahorro procede de las empresas y les ha permitido reducir el endeudamiento acumulado en el pasado.

En el ámbito macroeconómico, también se ha reducido notablemente el aún elevado valor negativo de la posición de inversión internacional (PII) como porcentaje del PIB (véase Oliver, 2024, p. 123-124). A escala europea, el informe coordinado por Enrico Letta (2024) muestra preocupación por el exceso de ahorro privado que alimenta el saldo exterior positivo de la UEM, y que atribuye a la fragmentación de los mercados financieros europeos. Según Letta, este ahorro no contribuye a financiar la inversión de las empresas del continente y en gran parte acaba financiando empresas americanas, que en algunos casos y con esos mismos fondos pueden acabar comprando empresas europeas. En este sentido, las empresas españolas también son actualmente prestatarias netas a otros sectores económicos y al exterior.

Ahora bien, la cuestión relevante no es tanto la cantidad de ahorro que se recibe del exterior o se dirige al exterior, como la naturaleza de la inversión que se realiza en el propio país, sea con financiación doméstica o procedente del extranjero. Del mismo modo, una PII negativa pero constituida mayoritariamente por acciones e inversiones directas a largo plazo, y menos

por obligaciones de deuda a corto plazo, no representa necesariamente un problema si refleja las mayores oportunidades de rentabilidad de la inversión en activos productivos en el propio país, en comparación con su entorno. Por definición, el saldo exterior de una economía es la diferencia entre el ahorro y la inversión del / en el país. Con un valor dado de la tasa de ahorro interior y una determinada intensidad de capital en la economía (relación capital/PIB), la tasa de crecimiento potencial de la capacidad productiva, representada por el stock de capital neto, aumentará a medida que se reduce el superávit exterior —o aumenta el déficit exterior. La razón es que la reducción del superávit o el aumento del déficit tienen necesariamente como contrapartida un menor flujo de recursos o fondos prestados al exterior —o un mayor flujo de recursos recibidos del exterior.

A largo plazo, saldos exteriores significativamente negativos, públicos o privados, y sostenidos en el tiempo, pueden llegar a ser insostenibles —especialmente cuando la contrapartida es una acumulación de deuda y varían los tipos de interés y/o los tipos de cambio. Sin embargo, no está claro que un elevado saldo exterior positivo, en sí mismo y si se hace abstracción de la necesidad que pueda existir de reducir la deuda acumulada en el pasado, comporte ventaja alguna para la economía de un país. Es cierto que una economía en proceso de envejecimiento podría beneficiarse de acumular activos en otras economías con mayores oportunidades de crecimiento en el futuro, lo cual implica un saldo exterior positivo. Por otro lado, las estrategias de desarrollo impulsado por las exportaciones también podrían tener como contrapartida (aunque no necesariamente) un superávit exterior. Pero fuera de estos casos particulares, la defensa de superávits comerciales elevados y persistentes suele encubrir desacreditados argumentos mercantilistas. A escala regional, la economía catalana opera y ha operado tradicionalmente con un elevado superávit exterior, sumando los saldos con el extranjero y con el resto de España, sin que de este hecho pueda deducirse ninguna contribución especial al bienestar de la población residente. La ventaja real para una economía puede provenir del dinamismo de las exportaciones, aunque no conlleve un elevado superávit comercial, sobre todo cuando incorporan un importante valor añadido por euro exportado, en la medida que una mayor internacionalización de la economía facilita la especialización y estimula la innovación.

Myro (2018) pondera la capacidad de la economía española para crecer sin generar desequilibrios en sus cuentas exteriores, y concluye que aumentos del PIB en torno al 3 % anual podrían ser compatibles con un superávit estable o creciente en el comercio de bienes y servicios, y favorecer así a la reducción del desempleo y de la deuda exterior. El cuadro 2 compara las previsiones de crecimiento del PIB y del saldo de bienes y servicios sobre el PIB de Myro (2018, p. 12) con los valores promedio efectivamente observados de esas mismas variables los años 2017, 2018, 2019 y 2023 (se excluyen los ejercicios afectados por la pandemia: 2020, 2021 y 2022).

**Cuadro 2. Crecimiento del PIB en volumen y saldo de bienes y servicios sobre el PIB (%). Valores promedio observados de cuatro años (2017, 2018, 2019 y 2023) vs. previsiones en Myro (2018)**

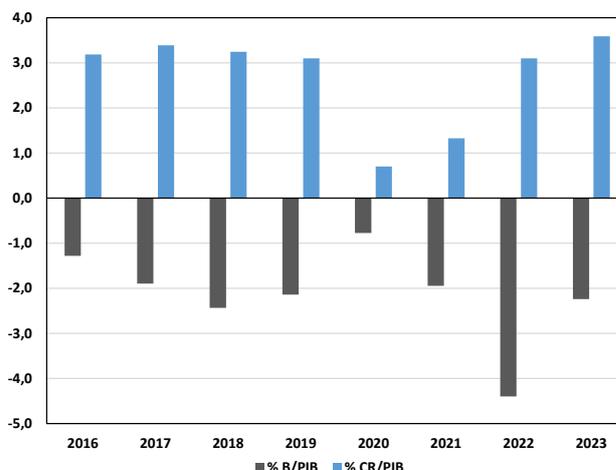
	PIB	(X-M)/PIB
2017-2019 + 2023	2,4	3,3
Prev. Myro (escenario bajo)	2,3	3,3
Prev. Myro (escenario medio)	2,7	2,7
Prev. Myro (escenario alto)	3,5	2,0

Fuentes: Myro (2018, p. 12) y elaboración propia a partir de Banco de España.

Como puede observarse, las previsiones de Myro correspondientes al que denomina escenario bajo, posiblemente realizadas con datos oficiales disponibles hasta 2017, encajan casi exactamente con los valores promedio del período 2017-2023 (exceptuando los años afectados por la pandemia). Un crecimiento del PIB superior (por ejemplo, del 3,5 %) hubiera representado una disminución del saldo exterior positivo hasta el 2 % del PIB, aún compatible con la mejora gradual de la PII, y posiblemente un aumento del peso de la FBCF en el PIB.

Sin embargo, la cuestión fundamental no es si la inversión en su conjunto hubiera podido aumentar para acelerar transitoriamente el crecimiento del PIB a corto plazo, sacrificando parcialmente el superávit exterior, sino en qué clase de activos se habría invertido y con qué impacto sobre el crecimiento potencial a largo plazo. Cuando se analizan con más detalle los componentes que explican el saldo exterior positivo, se puede apreciar en qué medida es resultado de un modelo productivo sesgado hacia los servicios de menor valor añadido. En este sentido, el gráfico 13 compara dos saldos: entre el consumo de no residentes en territorio español y el consumo de residentes en el resto del mundo, como porcentaje del PIB (% CR / PIB), y entre las exportaciones y las importaciones de bienes, también como porcentaje del PIB (% B / PIB).

**Gráfico 13. Saldo entre el consumo de no residentes en el interior y el de residentes en el exterior (% CR / PIB) vs. saldo entre exportaciones e importaciones de bienes (% B / PIB). Porcentajes del PIB. 2016-2023**



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

El saldo de bienes (mayormente industriales) es siempre negativo y se sitúa en torno al -2% en 2018, 2019 y 2023. En cambio, el saldo asociado con el consumo en un territorio distinto al de la residencia (vinculado principalmente con el turismo) se sitúa en valores en torno al +3%, si se descuentan los ejercicios afectados por la pandemia. En la comparación se ha omitido el saldo de servicios no turísticos, que ha evolucionado muy favorablemente en los últimos años, hecho que matiza, pero no invalida, la conclusión: el superávit exterior de España se apoya principalmente en actividades de bajo valor añadido, que no requieren inversión de alto contenido tecnológico y que contribuyen en escasa medida al crecimiento de la productividad.

#### 4. Consideraciones finales y orientaciones de política económica

##### *La transformación del modelo productivo, un reto europeo*

En una conferencia impartida en Bruselas en abril de 2024, Mario Draghi avanzó algunas de las ideas-fuerza que guían el informe para reforzar la competitividad europea (Draghi, 2024), encargado por la presidenta de la Comisión Europea Ursula Von der Leyen y publicado en septiembre de 2024. Draghi comienza su intervención avisando que la existencia y persistencia de un importante saldo comercial positivo ha contribuido a

que no se prestase suficiente atención a los riesgos que amenazan la competitividad de Europa. En su alocución reconoce que otras regiones del mundo ya no juegan con las mismas reglas y adoptan políticas que buscan activamente mejorar su posición competitiva. En el mejor de los casos, estas políticas están diseñadas para atraer inversión hacia sus propias economías a costa de las competidoras. Los EUA, por ejemplo, están implementando medidas de política industrial a gran escala para atraer actividades manufactureras de alto valor añadido —incluyendo las realizadas por empresas europeas. Draghi reconoce que Europa nunca tuvo un pacto industrial (*Industrial Deal*) comparable y en la actualidad carece de una visión estratégica común en múltiples áreas decisivas para su futuro. Las economías europeas invierten menos en tecnologías avanzadas y digitales que los EUA y China, que han asumido el liderazgo. Asimismo, Europa no tiene una estrategia compartida para proteger a sus industrias tradicionales en un terreno en el que imperan reglas de juego asimétricas que falsean la libre competencia entre países.

Con este punto de partida, Draghi se centra en tres ejes principales de actuación. El primero es aprovechar las economías de escala que permitiría un mercado europeo plenamente integrado, especialmente en ámbitos como las telecomunicaciones, la defensa o la salud. El segundo es identificar los bienes públicos que deberían financiarse con recursos europeos para estimular la inversión privada a una escala superior y más eficiente —por ejemplo, en redes de interconexión energética o infraestructuras de supercomputación. El tercero es asegurar la provisión de recursos esenciales, como los minerales críticos o una oferta suficiente de trabajadores cualificados. Algunas de las ideas-fuerza destacadas por Draghi se encuentran desarrolladas en el informe coordinado por su compatriota Enrico Letta (Letta, 2024), que también pone el foco en la importancia de aprovechar las economías de escala que permitiría un mercado único plenamente integrado a todos los niveles: bienes, servicios, personas, capitales, ideas y regulaciones. En particular, Letta (2024, p. 11) hace una referencia explícita a la importancia de avanzar hacia una auténtica unión de ahorros e inversiones (*Savings and Investments Union*) y a la necesidad de poner en marcha una política industrial coordinada a escala europea. Finalmente, Letta destaca el valor estratégico de los ecosistemas económicos y empresariales que son tractores en la generación y transmisión de conocimiento al conjunto del tejido productivo.

### **Objetivo: favorecer (y modular) el cambio estructural y tecnológico**

Una acción de gobierno con visión estratégica de futuro buscaría alinear las políticas públicas y las estrategias empresariales para facilitar y estimular la inversión en capital humano, industrial y tecnológico en todos los sectores de actividad —incluidos los que actualmente son más intensivos en trabajo de mediana y baja calificación— como condición necesaria para conseguir aumentos sostenidos y sostenibles de la productividad. Todos los sectores económicos son susceptibles de progresar por la vía de una mayor incorporación de capital —especialmente de capital humano con las calificaciones y competencias requeridas. La “industrialización” en la construcción, una mayor profesionalización en la hostelería o una aplicación más intensiva de la digitalización en el comercio minorista son algunas de las vías que permitirían generalizar las dinámicas de cambio estructural en el conjunto del tejido productivo. Pero es importante tener en cuenta el impacto diferencial por sectores de los procesos de cambio tecnológico, así como la diferente incidencia del capital físico, tecnológico y humano en cada rama de actividad. La tecnología nunca es neutral, y las políticas públicas desempeñan un papel esencial para asegurar que la “destrucción creativa”, como motor necesario del cambio estructural, tenga un máximo de creativa y un mínimo de destructiva es esencial (Acemoglu, 2024).

La “reindustrialización” —en un sentido amplio, aplicable a todas las actividades generadoras de valor añadido a partir del capital humano, industrial y tecnológico—, debe ser el principal motor en la transformación del modelo productivo, pero solo será posible si la economía española afronta con éxito el reto de la formación, retención y atracción del talento. Es necesario empezar por hacer de la formación profesional un instrumento más efectivo y alineado con las necesidades y posibilidades de la tipología de empresas que componen el tejido económico. También es necesario continuar reduciendo la todavía elevada tasa de abandono escolar, establecer vínculos más sólidos entre los mundos laboral y educativo, y potenciar la formación continua a lo largo de la vida laboral.

Las políticas públicas también deberían tener en cuenta el importante papel que desempeñan las economías de aglomeración y especialización en el desarrollo económico. La economía española cuenta con importantes ecosistemas empresariales que agrupan transversalmente un conjunto de actividades diversas a lo largo de cadenas de valor que van desde las

infraestructuras y la fabricación a la logística, la distribución y la prestación de servicios técnicos, comerciales y profesionales complementarios. En ámbitos como la movilidad (desde las infraestructuras de transporte a la automoción y la multimodalidad), la salud (desde la industria química y farmacéutica a la medicina y la biotecnología), la energía (desde la construcción de plantas generadoras a las infraestructuras energéticas y el desarrollo de renovables) o la alimentación (desde la industria alimentaria a la restauración y la gastronomía como estilo de vida), por citar algunos ejemplos.

Una primera orientación general de política económica para favorecer el desarrollo de estos ecosistemas sería simplificar los procesos administrativos que frenan el dinamismo empresarial y desmovilizan la inversión. A escala europea, estatal, autonómica y municipal. Pero en un mundo fragmentado en el que los comportamientos estratégicos son dominantes, y las economías de escala y aglomeración más importantes que nunca, el sector público debe ir más allá y comprometerse proactivamente a facilitar, impulsar y en su caso complementar todos aquellos proyectos de inversión con vocación industrial (en sentido amplio), horizonte a largo plazo y que estén alineados con los objetivos estratégicos de crecimiento sostenible. Ahora bien, más que una política exclusivamente centrada en el gasto público y planificada verticalmente desde la Administración, lo que se necesita es una mayor implicación de los ecosistemas empresariales en la definición y aplicación de las políticas públicas en favor del tejido productivo. Los retos son comunes a administraciones, comunidades locales y empresas, y hacerles frente con éxito exigirá un elevado grado de coordinación y consenso entre todas las partes.

## Referencias

- Acemoglu, D. (2024). [“Are we ready for AI creative destruction?”](#). Project Syndicate, 9 de abril.
- Díaz, A.; Franjo, L. (2016). [“Capital goods, measured TFP and growth: The case of Spain”](#). *European Economic Review*, 83, p. 19-39.
- Draghi, M. (2024). [“Radical change is what is needed”](#). Mario Draghi’s Speech at the High-level Conference on the European Pillar of Social Rights (Bruselas, 16 de abril).
- Escudero, I. (2024). *Estrategias tecnológicas para el crecimiento económico. Una aproximación no lineal a los determinantes de la Productividad Total de los Factores*. Tesis doctoral inédita, Universidad Complutense de Madrid, p. 17-37.
- García Santana, M.; Moral-Beniro, E.; Pijoan-Mas, J.; Ramos, R. (2020). [“Growing like Spain: 1995-2007”](#). *International Economic Review*, 61(1), p. 383-416.
- Gopinath, G.; Kalemli-Özcan, S.; Karabarbounis, L.; Villegas-Sánchez, C. (2017). [“Capital allocation and productivity in South Europe”](#). *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), p. 1915-1967.
- Letta, E. (2024). [“Much more than a market. Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens”](#). Consejo Europeo, 18 de abril.
- Myro, R. (2018). [“Crecimiento económico con equilibrio exterior. Un nuevo escenario para la economía española”](#). *Policy Brief*, n. 13. Barcelona.
- Myro, R. (2023). [“El reto de la productividad”](#). Blog de Economía de la Aldea Global. ALdE, Asociación Libre de Economía, 18 de noviembre.
- Oliver, J. (2024). *Un Mundo Distópico. Globalización, desigualdad, tecnología, clima, inmigración y envejecimiento*. Barcelona: Tibidabo Ediciones.
- Pérez, F.; Mas, M.; Fernández de Guevara, J. (dirs.); Benages, E.; Robledo, J.C. (2023). [“El stock de capital en España y sus comunidades autónomas. Análisis de los cambios en la composición de la inversión y las dotaciones de capital entre 1995 y 2022”](#). *Documentos de Trabajo*, n. 1/2023. Bilbao: Fundación BBVA.

Salas Fumás, V. (2022). *La empresa española: Del euro a la COVID-19*. Zaragoza: Prensas de la Universidad de Zaragoza.

Salas Fumás, V. (2024). [“La capitalización de la empresa española desde la crisis financiera”](#). *Cuadernos de Información Económica*, n. 300, mayo. Madrid: Funcas.

---

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), Rafael Myro, Emilio Ontiveros (†), Martí Parellada, Vicente Salas y Gemma García (coordinadora).

**EuropeG**

Parc Científic de Barcelona  
Baldri i Reixac, 4  
08028 Barcelona  
Tel. 934 033 723  
[www.europeg.com](http://www.europeg.com)



---

*Con el apoyo de:*

