

Resumen

En España, la inversión directa del exterior (IED) ha constituido, históricamente, una palanca de crecimiento relevante. Tras la pandemia, las entradas de IED en España han sido más dinámicas que los flujos globales y los dirigidos a la Unión Europea. Sin embargo, la emergencia de riesgos geopolíticos plantea incertidumbres. Los resultados de este trabajo apuntan que la composición geográfica de la IED del exterior en España mitigaría el impacto negativo de un eventual escenario de fragmentación geopolítica. Además, desde 2018 se observa una reorientación de la IED del exterior a favor de países emisores más afines geopolíticamente, más acusada en aquellos sectores considerados de carácter estratégico.

Palabras clave: inversión exterior directa, globalización, desglobalización, tensiones geopolíticas, fragmentación, índices de exposición geopolítica.

Abstract

Foreign direct investment (FDI) has historically been an important lever for growth in Spain. After the pandemic, foreign direct investment to Spain has recorded more favorable dynamics than global flows and European Union inflows. Nevertheless, the rise in geopolitical tensions introduces considerable uncertainty going forward. This paper shows that the geographical composition of the inward FDI mitigates the negative impact of a potential fragmentation scenario. Moreover, since 2018 a reorientation of the inward FDI in favor of geopolitically close source countries is taking place, and this reorientation is stronger in strategic sectors.

Keywords: foreign direct investment, globalization, deglobalization, geopolitical tensions, fragmentation, geopolitical exposure indexes.

JEL classification: F02, F21, F23, F51, F60, F62.

LA INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA EN ESPAÑA ANTE LOS RIESGOS DE FRAGMENTACIÓN GEOPOLÍTICA

Iván ANDRINO-LÓPEZ

Irina BALTEANU

Esther LÓPEZ-ESPINOSA

César MARTÍN-MACHUCA

Olga MATOS-CELEMÍN

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

EN las décadas que precedieron a la crisis financiera global de 2008, España experimentó, junto con las principales economías avanzadas y emergentes, un significativo proceso de internacionalización, en un contexto de globalización comercial y financiera. Este proceso se plasmó, entre otros aspectos, en el ascenso de las transacciones de inversión exterior directa (IED), que, de acuerdo con la literatura, constituye un factor de avance económico (Alfaro y Chen, 2018; Banco Mundial, 2020). Sin embargo, desde el estallido de la crisis financiera global se ha asistido a una ralentización de las transacciones mundiales de IED, que han avanzado a menor ritmo que el producto y los intercambios comerciales. Además, en los últimos años las tensiones geopolíticas están repercutiendo con mayor intensidad sobre el ámbito económico, afectando a los patrones comerciales y de inversión internacionales, con consecuencias que todavía resultan inciertas de calibrar en toda su extensión.

En este contexto, un creciente número de empresas está planteando medidas para aumentar la resiliencia de sus procesos

productivos, con estrategias que incluyen la diversificación de proveedores o el traslado de algunas operaciones hacia países más cercanos geográfica y políticamente. Por su parte, las autoridades de numerosos países están empezando a adoptar políticas para reducir las dependencias externas de sus economías. Algunas de las actuaciones promovidas por *la Inflation Reduction Act* de los EE. UU., las estrategias de «circulación interna, circulación externa» y *Belt and Road Initiative* de China, o la agenda de la Autonomía Estratégica Abierta de la Unión Europea (UE), buscan fomentar la producción local de productos considerados «estratégicos», impulsar la reconfiguración de las cadenas de valor, o introducir mecanismos de monitoreo y control (*screening*) de la IED. Todas estas medidas pueden tener implicaciones para la configuración del comercio y de los patrones globales de la IED a medio y largo plazo.

La economía española es potencialmente sensible a estos fenómenos, debido a su significativa apertura financiera al exterior. Históricamente, España ha tendido a ser un país receptor neto de IED, a diferencia de las principales economías de la UE, lo que se refleja en la posición deudora

netamente que nuestro país mantiene en este tipo de inversión (16,5 por 100 del producto interior bruto [PIB]) (1). El stock de la IED del exterior a España se sitúa actualmente en torno al 60 por 100 del PIB, aproximadamente el doble que en los otros tres países grandes de la UE. Asimismo, las filiales de multinacionales extranjeras en España empleaban en 2021 aproximadamente al 15 por 100 del personal ocupado y su cifra de negocio ascendía al 28 por 100 del total (INE, 2023).

En este contexto, este artículo ofrece unos primeros rasgos estilizados de las características de la IED del exterior en España, con el objetivo de diagnosticar en qué medida su composición geográfica y sectorial podría constituir una fuente de vulnerabilidad en caso de una eventual materialización de las tensiones geopolíticas. Por ejemplo, un peso más

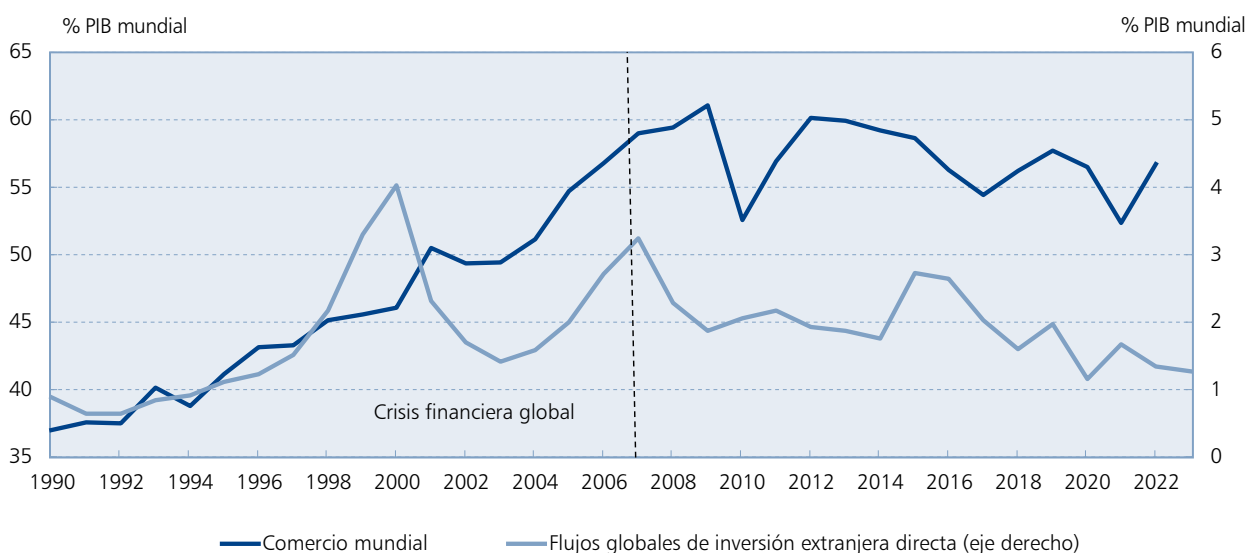
elevado de proyectos de inversión procedentes de países más alejados geopolíticamente podría implicar un mayor riesgo en caso de interrupciones en los flujos comerciales y de inversión globales. Asimismo, los patrones de inversión en algunos sectores, considerados «estratégicos» por motivos de seguridad nacional o de resiliencia económica, se podrían ver particularmente afectados tanto por las tensiones geopolíticas como por las políticas adoptadas por los Gobiernos en respuesta a estas tensiones. Para llevar a cabo este análisis, se construyen medidas de exposición geopolítica de la IED del exterior, utilizando indicadores de «distancia» geopolítica entre nuestro país y los países emisores de la IED a partir de datos bilaterales de stocks de IED elaborados por el Banco de España según el principio direccional y del criterio de inversor último, tanto en

términos agregados como por actividades económicas.

Los resultados obtenidos muestran que la composición geográfica de la IED en España mitigaría el impacto negativo de un eventual escenario de fragmentación geopolítica, ya que los países cercanos geopolíticamente, como los miembros de la UE, los EE. UU. y el Reino Unido, acumulan gran parte de los stocks de la IED recibida. Además, esta posición se ha visto reforzada tras la pandemia. Asimismo, la reorientación de la IED del exterior hacia España a favor de países emisores afines ha sido mayor en los sectores de carácter estratégico.

De cara al futuro, España continuaría configurándose, en principio, como un destino atractivo para la inversión directa. Desde 2013, nuestro país se ha situado en términos generales como uno de los principales destinos inter-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL Y LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA



Notas: Los flujos mundiales de comercio se miden como la suma de las importaciones y exportaciones mundiales.

Fuentes: UNCTAD y Banco Mundial.

nacionales de nuevos proyectos de IED (*greenfield investment*) (2). Además, la evidencia empírica reciente apunta a que las economías europeas, entre las que está incluida España, se están beneficiando parcialmente de la reorientación de la IED de los EE. UU. en detrimento de China, en particular en industrias de carácter estratégico (Tan, 2024).

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. La sección segunda repasa la evidencia empírica sobre las implicaciones para la IED de las tensiones geopolíticas. En la tercera sección, se describen los aspectos metodológicos más relevantes de las estadísticas de IED españolas que deben tenerse en consideración para llevar a cabo un análisis adecuado de la cuestión. En la sección cuarta se presentan los rasgos

principales de la evolución reciente de la IED del exterior en España y se analiza la vulnerabilidad de las posiciones de IED recibida a un potencial escenario de fragmentación geopolítica. En la sección quinta se extraen las principales conclusiones de este análisis.

II. LA FRAGMENTACIÓN GEOPOLÍTICA Y LA INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA: UN ESCENARIO GLOBAL INCIERTO

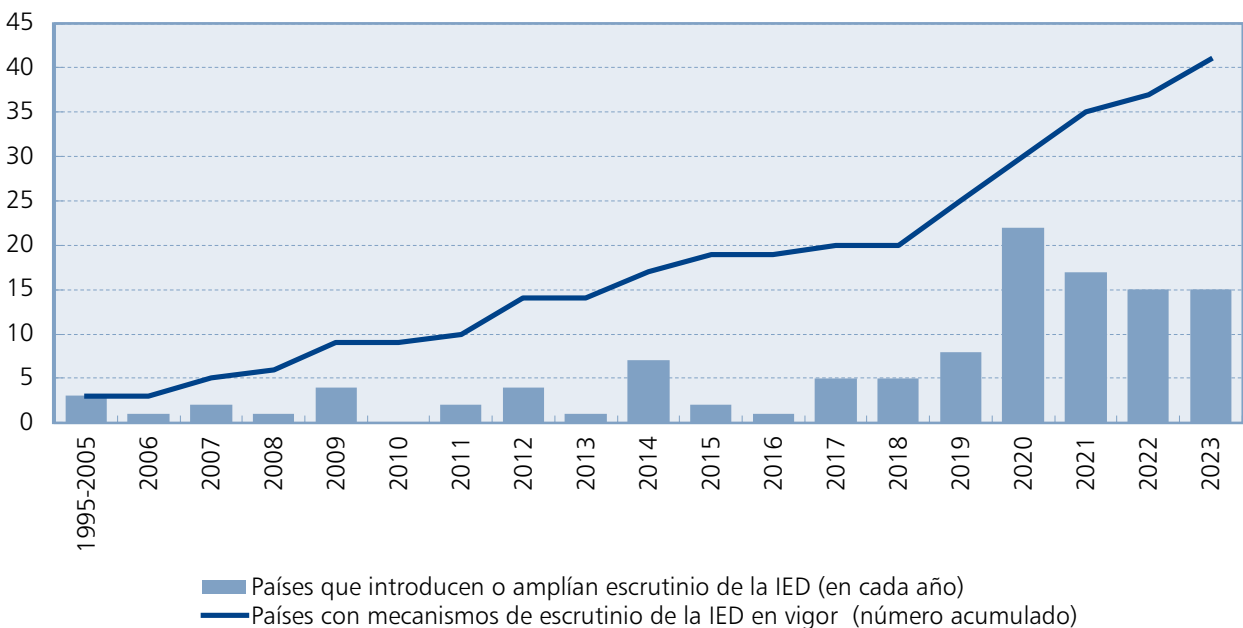
El crecimiento de las transacciones internacionales de IED se ha ralentizado desde la crisis global financiera de 2008, registrando menos dinamismo que la actividad y el comercio internacionales. De acuerdo con la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo) (2024b), los flujos mundiales de IED han pa-

sado de suponer alrededor del 2,5 por 100 del PIB en la década de 2000 a una media de alrededor del 1,5 por 100 del PIB tras la pandemia. Esta ralentización se enmarca en unas tendencias más amplias de estancamiento del comercio y de la globalización, en un contexto de reconfiguración de las relaciones internacionales (gráfico 1). Esta reconfiguración es el resultado de la interacción de diversos elementos, como los cambios en las tendencias políticas –menos proclives a la globalización–, las tensiones comerciales –particularmente entre China y los EE. UU. a partir de 2017–, el *brexit*, la pandemia y las tensiones geopolíticas, agravadas dramáticamente por la guerra de Ucrania.

Por su parte, las medidas de política industrial, las restricciones

GRÁFICO 2
PAÍSES CON MEDIDAS DE ESCRUTINIO DE LA IED

Número de países



Fuente: UNCTAD (2024b).

comerciales y las iniciativas de monitoreo y control (*screening*) de la IED adoptadas recientemente se perfilan como condicionantes de medio y largo plazo de la configuración de los flujos internacionales de inversión. Las medidas de escrutinio de la IED se enfocan en el control del acceso extranjero a la propiedad de activos considerados críticos para la seguridad nacional. La adopción de estas medidas se intensificó tras la pandemia, alcanzando 41 economías (incluidas 22 en la Unión Europea) (3), representando alrededor de la mitad de los flujos de IED globales y aproximadamente el 75 por 100 del *stock* global (gráfico 2). Hasta ahora, el número de proyectos de IED no autorizados por los países UE se

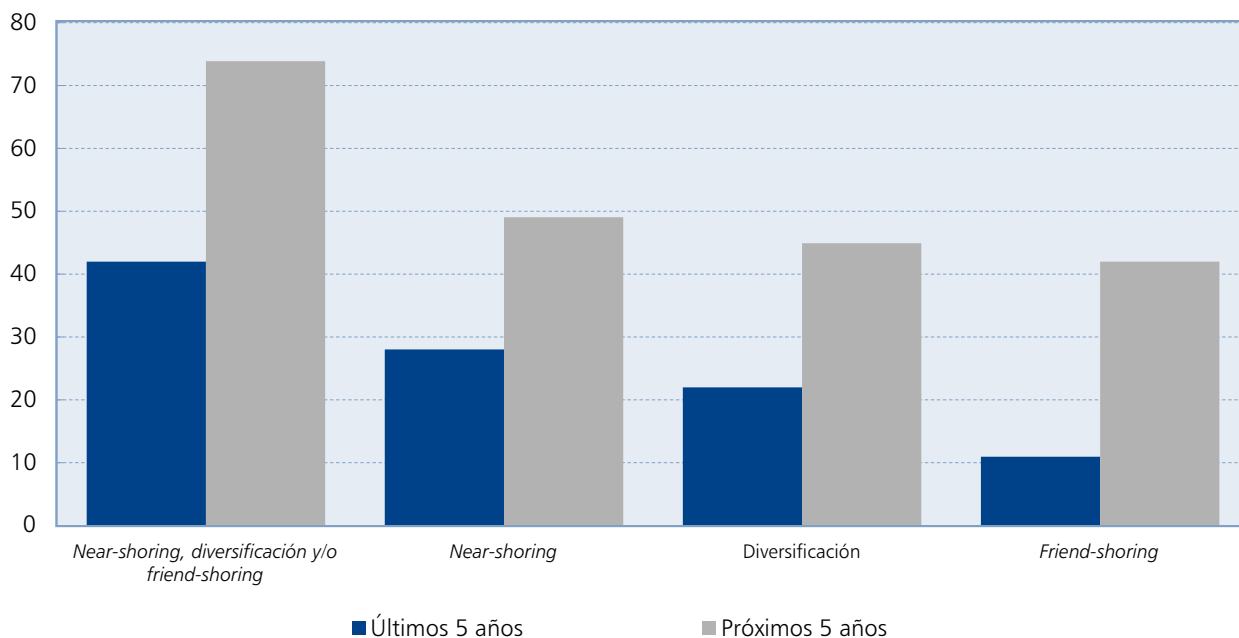
ha mantenido reducido, (inferior al 1 por 100), lo que sugeriría que los mecanismos de control han sido efectivos en proteger los sectores «estratégicos» sin obstaculizar la inversión en términos agregados (Bencivelli *et al.*, 2023; Comisión Europea, 2023). Sin embargo, en última instancia, resulta complejo calibrar la efectividad de los mecanismos de control de la IED, dado que podrían tener un importante componente disuasivo *ex ante*.

En este contexto marcado por el aumento de las tensiones geopolíticas y la proliferación de medidas de políticas en respuesta a ellas, las investigaciones empíricas apuntan a signos incipientes de regionalización de la IED, derivada de una alineación

creciente de los flujos de inversión bilaterales en función de la afinidad geopolítica (FMI, 2023). Aiyar *et al.* (2024) estiman una caída de la IED bilateral de en torno al 15 por 100 entre países más alejados geopolíticamente en comparación con las economías afines (4). Este impacto negativo se mantiene incluso cuando se tienen en cuenta los determinantes tradicionales de los modelos de gravedad (5). Adicionalmente, Tan (2024) señala que estos efectos serían más acusados en las industrias consideradas estratégicas y en los flujos entre China y los EE. UU. (Tan, 2024). Sin embargo, Baba *et al.* (2023) encuentran que la IED de la UE hacia el exterior parece estar cada vez más condicionada

GRÁFICO 3
ESTRATEGIAS ADOPTADAS/PREVISTAS POR LAS MULTINACIONALES EN LA UE

Porcentaje empresas



Notas: Evidencia basada en el Corporate Telephone Survey (2023) del Banco Central Europeo. Respuestas a la pregunta: «¿Cómo ha cambiado la localización de la producción/operaciones de su empresa en los últimos cinco años y qué cambios prevé en los próximos cinco años?».

Fuente: Attinasi *et al.* (2023a).

por la alineación geopolítica de los países receptores. Asimismo, Fletcher *et al.* (2024) encuentran que las empresas alemanas han reconfigurado sus patrones de IED en detrimento de los países alejados geopolíticamente desde 2017.

Además, las recientes encuestas a empresas multinacionales, al arrojar luz sobre las consideraciones que entran en sus decisiones de relocalización, pueden ofrecer evidencia temprana sobre los futuros patrones de los flujos de inversión extranjera directa. Los resultados de una encuesta del Banco Central Europeo a un número de grandes empresas multinacionales con operaciones en la UE (Attinasi *et al.*, 2023a) muestran que más del 75 por 100 prevé adoptar alguna estrategia de relocalización en los próximos cinco años, frente al 40 por 100 que lo hizo en los cinco años anteriores (gráfico 3). Sobresale el incremento de la proporción de empresas que se plantea mover parte de su producción a países

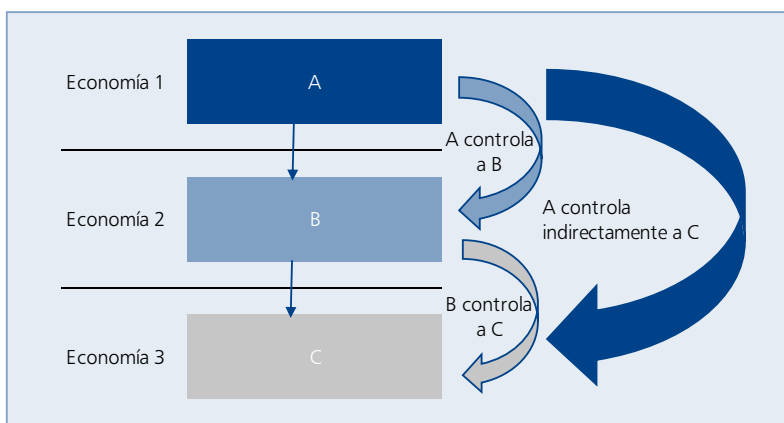
más alineados «geopolíticamente» en los próximos cinco años, que se ha multiplicado por cuatro con respecto a los últimos cinco años. Por su parte, la fracción de empresas que se plantea estrategias de diversificación o *nearshoring* solo se ha duplicado en este mismo período. Esto apunta a la creciente importancia de los factores geopolíticos en las decisiones de localización de las empresas multinacionales. Asimismo, el riesgo geopolítico es el determinante de las decisiones de (re)localizar la producción en la UE mencionado con más frecuencia, mientras que los factores de demanda y de costes son el motivo de cambios en la ubicación fuera de la UE.

Las mismas tendencias se desprenden de la reciente encuesta recogida en el *Kearney FDI Confidence Index* (Kearney, 2024), que muestra que el 85 por 100 de las empresas encuestadas cree que un aumento de las tensiones geopolíticas afectaría a sus decisiones de inversión. Asimismo,

mo, las empresas que se están planteando medidas de relocalización mencionan las tensiones geopolíticas y la guerra comercial entre los EE. UU. y China como la segunda motivación más importante, detrás de las interrupciones en las cadenas de suministro.

Sin embargo, la cuantificación de las tendencias de fragmentación de los flujos de IED está todavía rodeada de una elevada incertidumbre, debido a que la reorientación de los patrones de inversión puede tardar en materializarse, dados los desafíos y costes que implica para las empresas reajustar sus estrategias. La evidencia indica que las empresas multinacionales toman decisiones concretas en términos de cierre de fábricas y relocalización solo cuando se enfrentan a *shocks* percibidos como persistentes (Di Stefano *et al.*, 2022). Además, la elevada concentración geográfica de algunos *inputs* o productos críticos dificulta la efectividad de las medidas restrictivas al comercio o la inversión (FMI, 2023). A ello se añade que un gran número de países, especialmente emergentes, no está claramente alineado con ningún bloque, lo que permite que se configuren como proveedores, mercados o focos de inversión alternativos, con la finalidad de diversificar las cadenas de suministros o para sortear barreras bilaterales al comercio o a la inversión (Gopinath *et al.*, 2024). Por ejemplo, China está redirigiendo flujos comerciales o realizando proyectos de inversión en algunos de estos países neutrales, que están siendo utilizados por la economía asiática como canales alternativos para seguir exportando indirectamente a los EE. UU. (Dahlman y Lovely, 2023; López y Vázquez, 2023). Sin embargo, estas estrategias pueden implicar costes de

FIGURA 1
REPRESENTACIÓN ÚLTIMA ECONOMÍA INVERSORA



Notas: Las flechas indican inversión en los fondos propios de una empresa sobre otra. Una empresa ejerce el control sobre otra cuando posee, de forma directa o indirecta, más del 50 por 100 de los fondos propios de su filial.

Fuente: Banco de España.

eficiencia económica (Attinasi *et al.*, 2023b), al extender la longitud y complejidad de las cadenas de valor y reducir las ganancias asociadas a la integración comercial y financiera global (Qiu *et al.*, 2023). Como resultado, en última instancia, las interrelaciones realmente efectivas entre los países alejados geopolíticamente podrían resultar más persistentes y significativas de lo que se desprende aparentemente de los datos directos bilaterales de comercio y de inversión (Alfaro y Chor, 2023).

Por último, la regionalización de la IED no es la única tendencia de cambio estructural a escala global de la inversión directa (UNCTAD, 2024a). Los avances tecnológicos impulsan la internacionalización de los servicios no turísticos. En el resto de las ramas, destaca la reactivación de la IED en manufacturas, así como

el dinamismo reciente de los proyectos asociados a la energía, a los minerales críticos y la movilidad eléctrica, que se han convertido en actividades con una elevada capacidad para atraer proyectos de inversión.

En este contexto global complejo e incierto, resulta importante entender en qué medida los desarrollos de naturaleza geopolítica podrían afectar a la IED del exterior en España, así como a su grado de vulnerabilidad ante eventuales riesgos de fragmentación. Para ello, se requiere, en primer lugar, conocer las principales características de las fuentes de datos disponibles, y, en particular, si permiten realizar análisis de forma adecuada los países últimos origen de la inversión y las actividades económicas en las que invierten. A tal efecto, en la siguiente sección se describen deta-

lladamente las estadísticas de IED elaboradas en España.

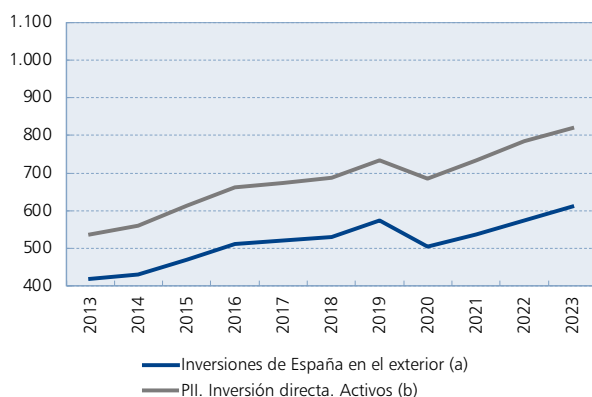
III. LAS ESTADÍSTICAS DE LA IED EN ESPAÑA: PRINCIPALES ASPECTOS

La fuente de información oficial para los datos de inversión directa hacia España proviene del Banco de España, que es, por tanto, la que se emplea por los organismos internacionales en la elaboración de sus estadísticas. Como se explica a continuación, dentro de las estadísticas de la IED, los criterios más útiles para realizar análisis sobre la composición geográfica y por actividad económica corresponden a los datos elaborados a partir del principio direccional (disponibles en España para flujos y *stocks*) y de última economía inversora (disponibles solo para los *stocks*). Según los manuales internacionales de referencia en el ámbito de la inversión direc-

GRÁFICO 4
DIFERENCIAS EN LOS STOCKS DE IED ENTRE LA PRESENTACIÓN SEGÚN EL PRINCIPIO DIRECCIONAL Y EL DE ACTIVO/PASIVO

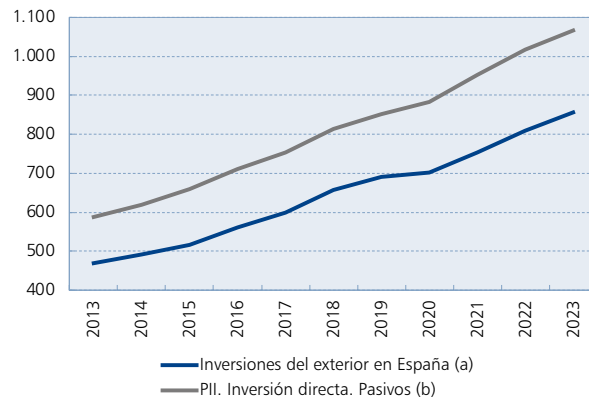
STOCK IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR Y STOCK ACTIVO

Miles de millones de euros



STOCK IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR Y STOCK PASIVO

Miles de millones de euros

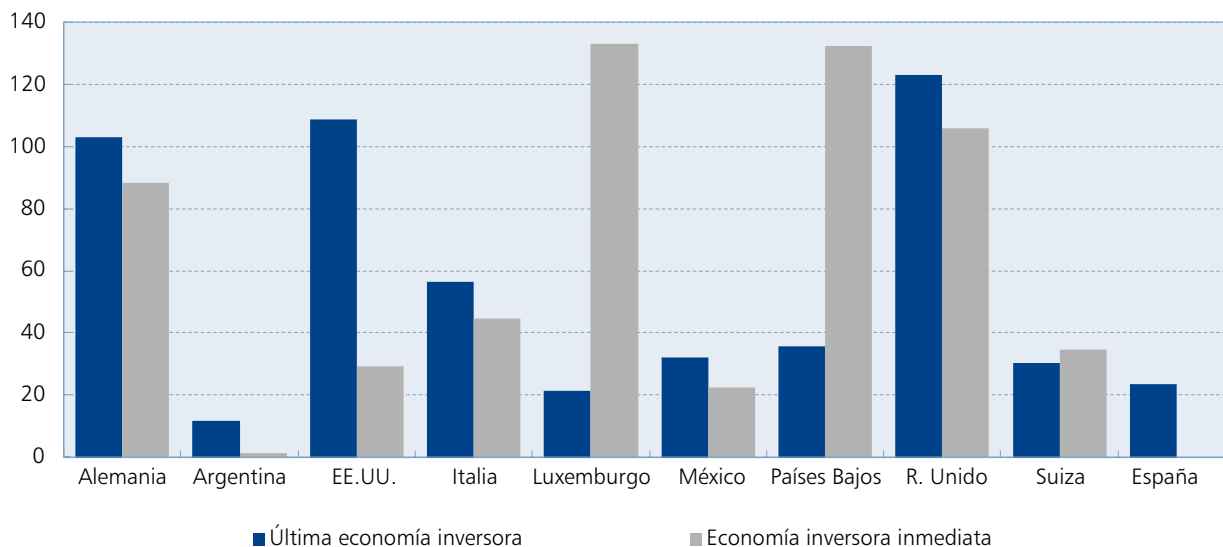


Notas: La línea azul (a) presenta los stocks de IED calculados según la metodología del principio direccional. La línea gris (b) muestra los stocks de IED calculados según el principio de activo/pasivo.

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 5
PRESENTACIÓN SEGÚN ÚLTIMA ECONOMÍA INVERSORA Y SEGÚN EL INVERSOR INMEDIATO, 2023

Miles de millones de euros



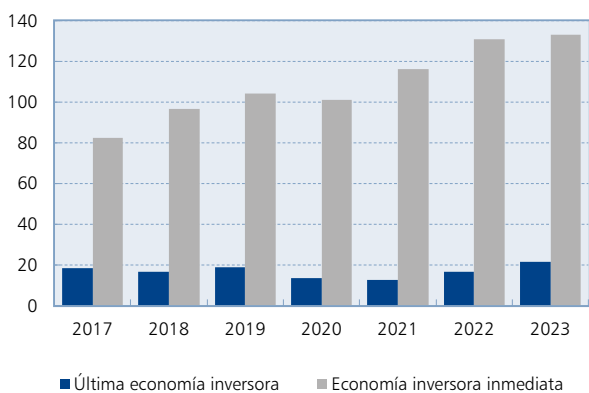
Notas: Los datos se presentan según el principio direccional. Las barras azules presentan los stocks de inversión directa del exterior en España desagregados por última economía inversora mientras que las barras gris muestran los stocks del exterior en España por primera contrapartida.

Fuente: Banco de España.

GRÁFICOS 6 Y 7
STOCK DE INVERSIÓN DIRECTA DESDE EL EXTERIOR POR PRIMERA CONTRAPARTIDA FRENTE ULTIMA ECONOMÍA INVERSORA. CASOS DE LUXEMBURGO Y ESTADOS UNIDOS

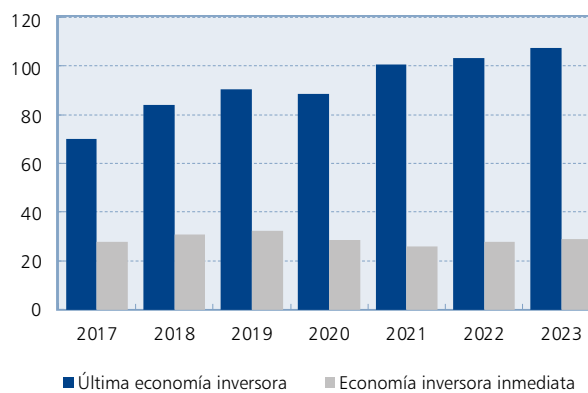
STOCK DE IED DE LUXEMBURGO EN ESPAÑA

Miles de millones de euros



STOCK DE IED DE ESTADOS UNIDOS EN ESPAÑA

Miles de millones de euros



Notas: Los datos se presentan según el principio direccional. Las barras grises muestran los stocks de inversión directa del exterior en España desagregados por primer país de contrapartida, Luxemburgo o Estados Unidos. Las barras azules muestran los stocks de inversión exterior en España cuando la última economía inversora es Luxemburgo o los Estados Unidos.

Fuente: Banco de España.

ta (*Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI-MBP6* – (6) y el *Manual de inversión directa de la OCDE* [7]), los datos relativos a la misma pueden presentarse de dos formas: siguiendo el principio de activos y pasivos o según el principio direccional. Cuando las transacciones, saldos y rentas de IED se incluyen en la balanza de pagos (BP) y en la posición de inversión internacional (PII) de España, se presentan siguiendo el primero de los dos. Así, estas inversiones se clasifican simplemente entre activos y pasivos, de forma que resulte coherente con el registro del resto de flujos y saldos en la BP/PII y con las cuentas nacionales.

No obstante, cuando se presentan los datos de inversión directa de forma separada para ofrecer un detalle mayor de este fenómeno en particular, ya sea por país de contrapartida, por última economía inversora o por sector de actividad económica, se sigue el principio direccional. Así, los flujos y las posiciones de la IED se presentan atendiendo a la dirección de la inversión para la economía de referencia, distinguiéndose entre inversión directa de la economía en el exterior, que agrupa los activos (netos de pasivos) de matrices residentes sobre filiales no residentes, e inversión exterior directa en la economía, que recoge los pasivos (netos de activos) de filiales residentes frente a matrices no residentes. Las posiciones entre dos filiales (empresas «hermanas» de un mismo grupo) se asignan a una o a otra agregación, dependiendo de si la matriz última del grupo es residente (inversión de España en el exterior) o no residente (inversión del exterior en España), respectivamente (8). En el gráfico 4 se muestra el efecto en las posiciones al presentar los datos de IED según un criterio u otro desde el año 2013 hasta el 2023.

En el contexto de economías globales cada vez más integradas, resulta esencial poder contar con estadísticas fiables, disponibles con rapidez y armonizadas a nivel internacional para poder evaluar las diferentes tendencias y evoluciones. Además, para analizar adecuadamente la conexión entre las distintas economías, la presentación estándar por país de contrapartida inmediata de la inversión presenta limitaciones y debe ser complementada. Si un inversor directo utiliza una cadena de empresas en economías diferentes a su lugar de residencia y a la del destino de la inversión, el origen último de la inversión se perdería en la presentación estándar, como se observa en la figura 1. Por ese motivo, se vienen elaborando estadísticas complementarias (9) siguiendo el principio direccional de inversión exterior directa en España por última economía inversora, tal como se presentó en Badás (2021). Así, se ofrece una visión adicional a la presentación tradicional por economía de contrapartida inmediata. Se trata de conocer qué economía se encuentra detrás de la decisión de realizar una inversión directa y ejerce el control de esta, ya sea de forma directa o indirecta, a través de una cadena multinacional de inversión. Estos datos resultan de utilidad para la realización de análisis políticos, económicos y estructurales, mostrando las jurisdicciones que presentan mayor o menor atractivo a la hora de canalizar la inversión directa. Además, también permiten identificar la inversión circular o de ida y vuelta, que recoge la inversión directa en España procedente de nuestro propio país como última economía inversora (*round-tripping* en terminología inglesa). En el gráfico 5 se muestran posiciones

del año 2023 señalando las diez economías donde el efecto de presentar los datos según un criterio u otro tiene un mayor impacto.

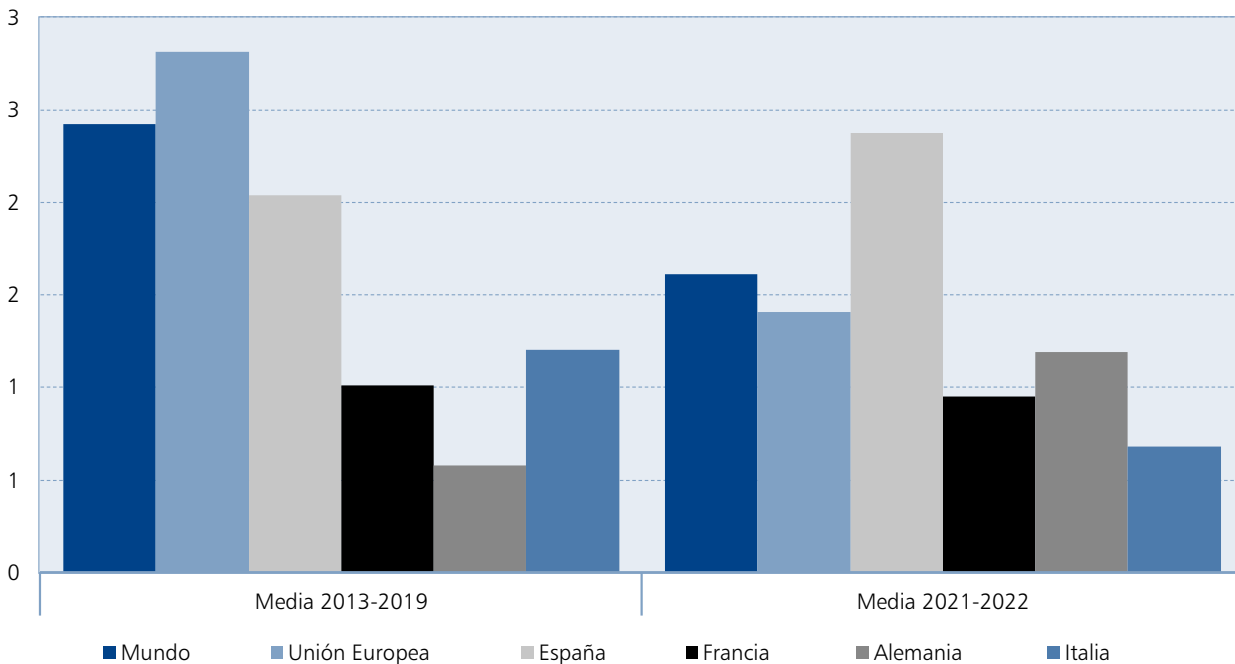
Destaca el fuerte descenso en el saldo de la IED que experimentan países como los Países Bajos o Luxemburgo, con fuerte presencia de empresas *holding*, en concreto de EFE (empresas con fines especiales), al pasar de la clasificación geográfica por economía inversora inmediata a última economía inversora (gráfico 6). Sin embargo, países desarrollados como Estados Unidos, que ocupaban posiciones más modestas al presentar los datos según la economía inmediata, aumentan su peso al presentar el desglose por última economía inversora (gráfico 7).

Las fuentes principales utilizadas por el Banco de España para la compilación de las estadísticas de inversión directa son: para las instituciones financieras monetarias, los estados financieros que dichas entidades reportan al Banco de España; y para el resto de los sectores residentes, las declaraciones al Registro de Inversiones Exteriores (RIE), del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, y las declaraciones al Banco de España de transacciones y saldos de activos y pasivos financieros con el exterior. A continuación, se comentan las características principales de las fuentes mencionadas en el caso de los sectores residentes distintos de las instituciones financieras monetarias:

— Las declaraciones al RIE, fuente principal de las posiciones de la IED, se rige por la legislación sobre inversiones exteriores (10) y el plazo de presentación de declaraciones es de un mes a partir de la fecha

GRÁFICO 8
TRANSACCIONES DE IED RECIBIDAS DEL EXTERIOR, ANTES Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA

Porcentaje del PIB



Notas: Flujos de IED del exterior en porcentaje del PIB, valores medios para el período correspondiente.

Fuente: OCDE.

de la formalización de la inversión. Se registran todas las formas de participación en el capital de las empresas.

- Las declaraciones al Banco de España, fuente principal de flujos de la IED, siguen la Circular del Banco de España 4/2012. En estos formularios, se recogen todo tipo de transacciones con no residentes (actos, negocios y operaciones que cobros, pagos y/o transferencias exteriores, así como variaciones en cuentas o posiciones financieras deudoras o acreedoras) y deben presentarse cuando dichas transacciones o el total de activos o pasivos frente al exterior sean superiores a un millón de euros.

El RIE, aparte de ser una de las principales fuentes de información para las estadísticas de IED del Banco de España, también publica datos de inversión directa en España, tanto del exterior como en el exterior. Los datos del RIE presentan algunas particularidades respecto a las estadísticas elaboradas por el Banco de España, que siguen las indicaciones de los manuales de referencia, como en el caso de la identificación del país último inversor. En las estadísticas de inversión directa publicadas por el Banco de España, se identifica el país inversor último como la economía de la empresa que controla finalmente la misma y que mantiene el control (11) en cada fase de la cadena de propiedad. Sin embargo, en los datos del

Registro se utiliza el concepto de beneficiario último, un concepto más enfocado en la propiedad y considera tanto el control como la influencia significativa a lo largo de la cadena. Así, mientras que solo puede existir una única economía inversora última, pueden considerarse varios beneficiarios últimos en la cadena de propiedad. Otro caso es el de las EFE, desde el Registro de Inversiones se prima la calificación como entidades de tenencia de valores extranjeros (12) (ETVE) que son sociedades que se caracterizan por tener un elevado volumen de fondos propios cuya contrapartida en el activo es un inmovilizado financiero representado por participaciones del inversor extranjero en un tercer país. Sin embargo,

en las estadísticas elaboradas por el Banco de España se siguen los criterios generales para la identificación de las EFE recogidos en el *Manual de inversión directa* (13) y la *Guideline* del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicada en 2020 (14).

Existen, además, otros puntos de divergencia con respecto a la estadística elaborada por el Banco de España, como la asignación de la actividad productiva del grupo subyacente en las empresas *holdings* o el cálculo de las participaciones indirectas.

A la luz de estas consideraciones metodológicas, se concluye que, para valorar en qué medida la evolución de la IED del exterior en España puede reflejar el impacto de posibles tensiones geopolíticas globales, resulta adecuado em-

plear los datos de flujos y *stocks* de inversión directa elaborados por el Banco de España de acuerdo con el principio direccional. Además, en el caso de los *stocks*, este análisis se puede refinar en la medida que se empleen las estadísticas basadas en el principio de última economía inversora.

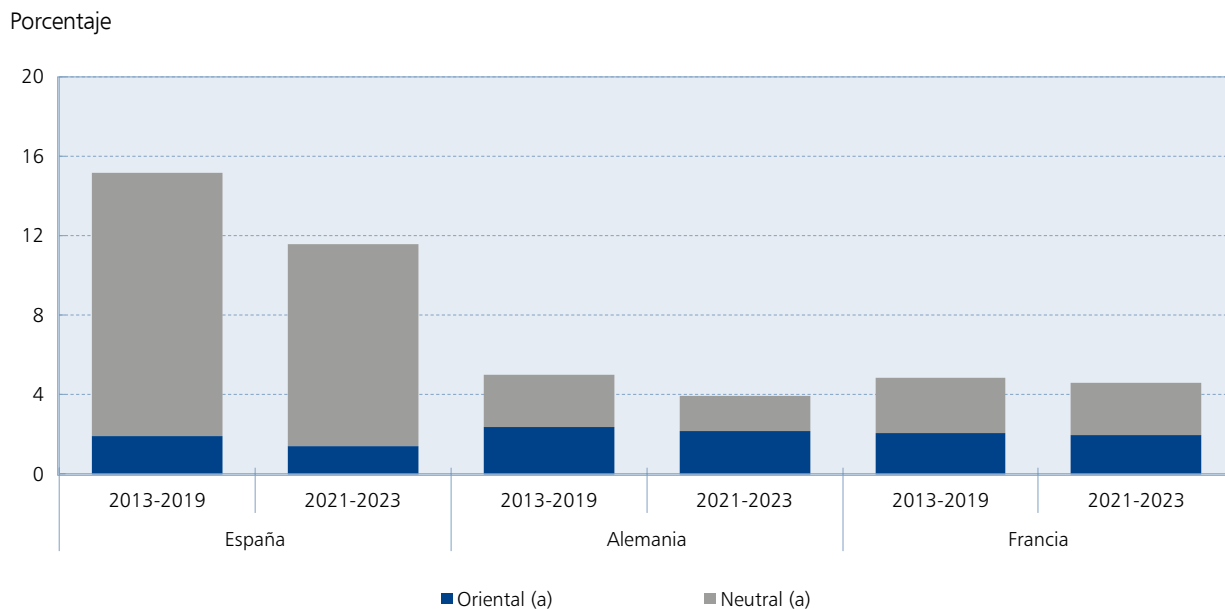
IV. PATRONES DE LA INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA EN UN CONTEXTO DE TENSIONES GEOPOLÍTICAS

Tras la pandemia, los flujos de IED dirigidos hacia nuestro país han mostrado un comportamiento sensiblemente más favorable que los flujos mundiales y los dirigidos a la UE (gráfico 8). Así, España ha registrado un crecimiento de las entradas de IED del

11 por 100 entre 2021 y 2023, en contraste con la ralentización experimentada a escala global y, particularmente, en la UE. En efecto, durante estos últimos tres años, el peso de los flujos de IED del exterior en el PIB –que entre 2013 y 2019 era inferior al registrado mundialmente y en la UE–, ha aumentado hasta situarse en promedio en el 2,4 por 100 del PIB, por encima de los otros países grandes de la UE.

Todos estos desarrollos han elevado la exposición de España a la IED recibida del exterior y han ampliado su brecha frente a las principales economías de la UE. El *stock* desde el exterior hacia España asciende, actualmente, a casi el 60 por 100 del PIB frente al 32 por 100 en Francia, 27 por 100 en Alemania y 23 por 100 en Italia. En comparación con 2019,

GRÁFICO 9
EXPOSICIÓN DE LOS STOCKS DE IED DEL EXTERIOR A POTENCIALES BLOQUES GEOPOLÍTICOS



Notas: Las columnas muestran el peso de cada bloque de países emisores en el *stock* total de la IED del exterior en el país receptor. La diferencia hasta 100 por 100 corresponde al bloque «Occidental». Véase la sección cuarta del artículo para la definición de los bloques geopolíticos, basada en IRC Trade Network (2024).

Fuente: Cálculos basados en Banco de España, Eurostat y Bundesbank.

el *stock* ha aumentado en 7 p.p. de PIB en España, más del doble que en las otras tres economías.

La composición de la IED del exterior por actividades económicas muestra que los servicios constituyen un destino preferente de las inversiones foráneas, tanto en España como en los países de nuestro entorno y a escala global. Estas actividades representan en la actualidad dos tercios del total. Esta proporción es mayor que en Francia (60 por 100) e Italia (50 por 100), pero menor que en la UE y Alemania (alrededor del 80 por 100).

Por otra parte, la estructura productiva de España explica que el peso relativo de las manufacturas en el *stock* de IED del exterior, alrededor del 10 por 100, sea más reducido que en las economías de nuestro entorno

(15 por 100 en el conjunto de la UE y cercano al 30 por 100 en Francia e Italia), con la excepción de Alemania. Tras la pandemia, el *stock* de IED recibida desde el exterior en el sector de manufacturas ha aumentado hasta superar el promedio previo al estallido de la crisis sanitaria. El mismo repunte se observa en la UE en su conjunto, así como en Alemania y Francia.

Para entender en qué medida la composición geográfica y sectorial de la IED recibida por España podría constituir un factor de vulnerabilidad ante la eventual materialización de tensiones geopolíticas se construyen sendos indicadores de vulnerabilidad geopolítica, utilizando datos bilaterales de *stocks* de IED recibida desde el exterior, desagregados por actividad económica e inversor último, así como

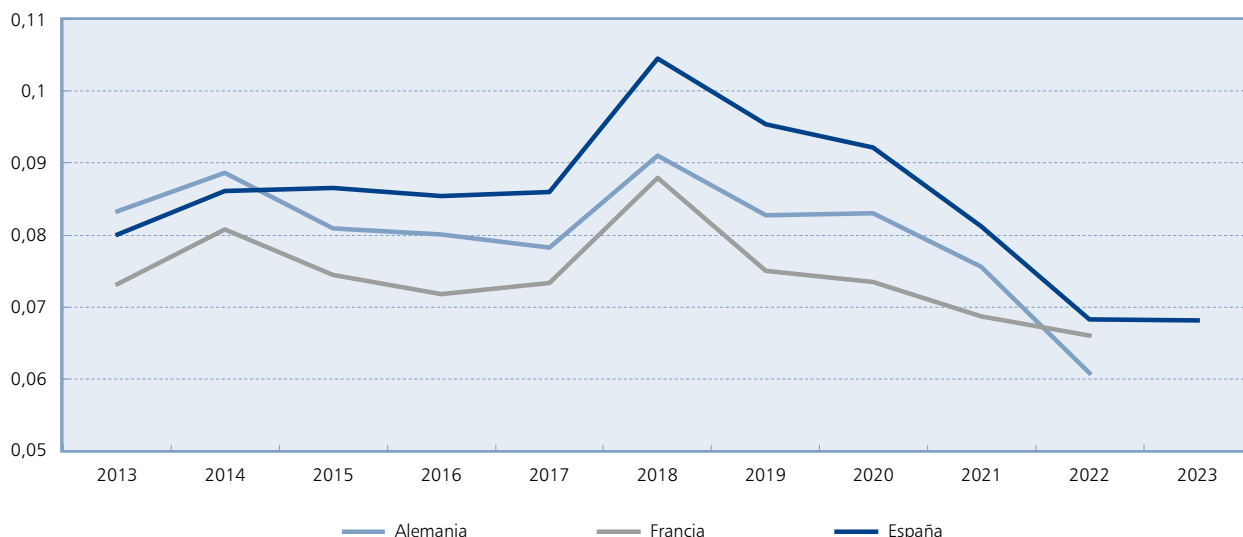
medidas de «distancia geopolítica» entre los países emisores de la IED y el país receptor

El primer indicador recoge la exposición de la IED recibida por España a tres distintos grupos de países, que podrían constituirse en «bloques geopolíticos» en un eventual escenario de fragmentación de la economía mundial (15): i) un bloque «occidental», centrado en los EE. UU. y la UE y sus países aliados; ii) un bloque «oriental», liderado por China y Rusia; iii) y un bloque «neutral», integrado por un gran número de países emergentes no alineados claramente con ninguno de los dos grupos precedentes. A este último grupo pertenecen la mayoría de los países de América Latina, Oriente Medio y Sudeste Asiático.

El gráfico 9 muestra que la mayor parte de la inversión di-

GRÁFICO 10
ÍNDICE DE VULNERABILIDAD GEOPOLÍTICA DE LA IED DEL EXTERIOR

Índice

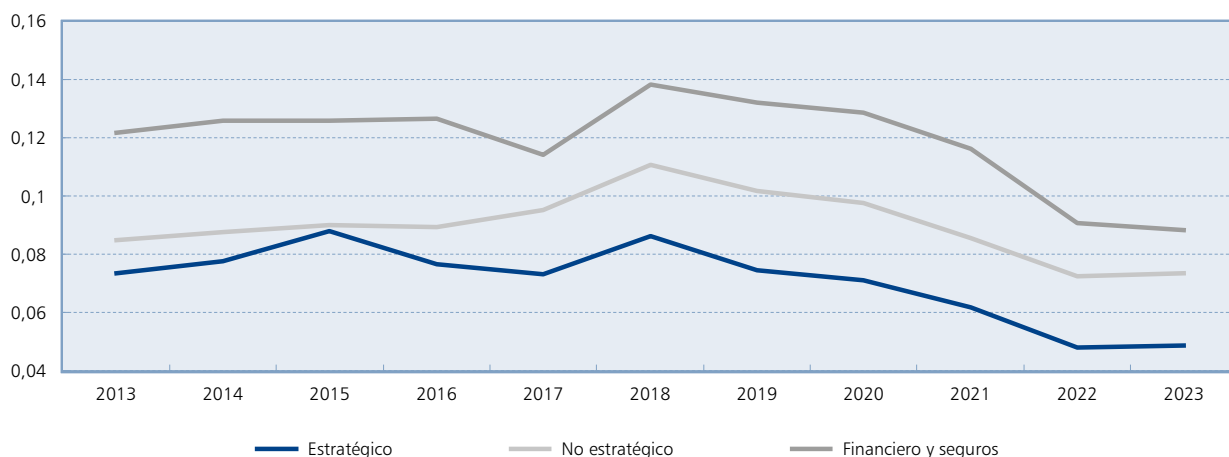


Notas: Indicador de vulnerabilidad geopolítica de la IED, calculado multiplicando el peso de cada país último emisor en los *stocks* de IED por la distancia geopolítica con respecto al país receptor. La distancia geopolítica se basa en Bailey et al. (2017).

Fuentes: Cálculos basados en Banco de España, Eurostat y Bundesbank.

GRÁFICO 11
ESPAÑA: ÍNDICE DE VULNERABILIDAD GEOPOLÍTICA, POR SECTOR

Índice



Notas: Indicador de vulnerabilidad geopolítica de la IED, calculado multiplicando el peso de cada país último emisor en los stocks de IED del respectivo sector por la distancia geopolítica con respecto al país receptor. La distancia geopolítica se basa en Bailey *et al.* (2017). La definición de sectores estratégicos se basa en FMI (2023) e Aiyar *et al.* (2024).

Fuente: Cálculos basados en Banco de España.

recta extranjera en España proviene de países avanzados afines geopolíticamente (88 por 100 del *stock*). Este porcentaje ha aumentado ligeramente desde la década previa a la pandemia (16). En contraste, en Alemania y Francia (17), el bloque occidental representa el 95 por 100 del total, similar a los niveles prepandemia. El predominio de la IED procedente del bloque occidental, tanto en España como en los principales países de la UE, es un resultado anticipado por los modelos explicativos de la inversión directa basados en ecuaciones de gravedad, que establecen que los flujos bilaterales están asociados positivamente con el tamaño de las economías y la cercanía geográfica e institucional.

Por el contrario, la exposición al bloque oriental, liderado por China y Rusia, es muy reducida, representando menos del 2 por 100 de la IED en España, porcen-

taje similar que en Francia y menor que en Alemania, reflejando la mayor interacción comercial e inversora de este último país con China antes del estallido de la guerra en Ucrania. Desde la pandemia, la importancia del bloque oriental ha disminuido más en España que en los otros dos países de la UE.

En cambio, España recibe sustancialmente más inversión directa del bloque neutral que Alemania y Francia (10 por 100 del total, frente a menos del 3 por 100). Esta brecha refleja, principalmente, las inversiones de América Latina en nuestro país, debidas a los lazos históricos y culturales, así como a la presencia de multinacionales españolas en la región.

El segundo indicador elaborado para este artículo corrobora estos resultados. Este indicador se construye multiplicando el peso relativo de cada país último in-

versor en los *stocks* de la IED recibida por un indicador bilateral de «distancia geopolítica» entre el país inversor y el receptor. De este modo, se obtiene una medida de la composición geográfica de la IED desde el exterior que refleja el alineamiento geopolítico bilateral de cada país receptor con sus últimos países inversores (18). Hasta 2018, la diversificación paulatina de la IED del exterior en España se habría traducido en un incremento gradual de su exposición geopolítica, en un contexto de expansión de la actividad multinacional de las empresas de economías emergentes (gráfico 10). En cambio, a partir de 2018 y coincidiendo con las tensiones geopolíticas señaladas a lo largo de este artículo, ha tenido lugar una reorientación de la composición geográfica de la IED recibida en beneficio de países emisores más afines geopolíticamente. Esta tendencia decreciente se ha observado también en

nuestros principales socios de la UE. La brecha entre nuestro país y Alemania y Francia se ha mantenido bastante estable, como resultado de un mayor peso relativo en España de la IED procedente de los países neutrales, en particular de América Latina.

En principio, cabría esperar que la reconfiguración de los patrones de IED en detrimento de los países más alejados geopolíticamente sea más significativa en las actividades consideradas estratégicas. Para España, los datos desagregados por ramas a dos dígitos permiten elaborar índices de exposición geopolítica por tipos de actividades económicas, diferenciando entre sectores estratégicos (19), financieros y el resto de los sectores de la economía. Como se aprecia en el gráfico 11, la tendencia decreciente de la exposición geopolítica registrada a partir del 2018 ha sido generalizada por tipos de actividades (20), aunque sensiblemente más pronunciada en las de carácter estratégico y las del ámbito financiero. Este comportamiento concuerda con los rasgos estilizados que se desprenden de la evidencia internacional descrita en la sección segunda, que apuntan que la reorientación de la IED a favor de países afines sería más acusada en las actividades de carácter estratégico.

V. CONCLUSIONES

La globalización experimentada en pasadas décadas por la economía mundial se ha caracterizado, entre otros rasgos, por la expansión de las transacciones de IED. La economía española participó activamente en este proceso, de manera que el peso en el PIB de la inversión extranjera directa ha mostrado una tendencia creciente. De hecho, el *stock* de las inversiones directas del exterior es

sensiblemente más elevado en nuestro país que en las principales economías de la UE.

No obstante, desde la crisis financiera global se ha asistido a una ralentización del ritmo de crecimiento de las transacciones internacionales de IED, que ha sido más débil que el registrado por el producto o el comercio internacional. Esta tendencia se ha reafirmado desde 2018, como resultado de las tensiones proteccionistas, especialmente entre China y los EE. UU., la pandemia y la guerra de Ucrania. Estos factores estarían provocando, además, una incipiente recomposición de los patrones de IED bilaterales, tendente a una regionalización de los flujos de inversión, en particular en actividades consideradas de carácter estratégico. Para la economía española, las repercusiones potenciales de las tensiones geopolíticas sobre los patrones de IED son un aspecto relevante a medio plazo, debido a la significativa apertura financiera de nuestro país al exterior y a la importancia de las multinacionales en la actividad y el empleo.

Los resultados del presente artículo señalan que la composición geográfica de la IED del exterior en España mitigaría, en principio, el impacto de una eventual fragmentación geopolítica. Los países cercanos geopolíticamente acumulan cerca del 90 por 100 del *stock* total de la IED recibida por nuestro país. Además, desde 2018 se observa una reorientación de la IED a favor de estos países emisores más afines. Esta reconfiguración es generalizada por ramas, aunque más acusada en aquellas que se consideran de carácter estratégico.

De cara al futuro, España podría verse favorecida por la relocalización de inversiones directas procedentes de economías del

bloque «occidental», en particular en sectores relacionados con la autonomía estratégica de la UE y su proceso de transición energética, debido a las ventajas comparativas de las que goza nuestro país. Estos factores podrían consolidar la reactivación de la IED en manufacturas que se observa tras la pandemia. Por otro lado, la competitividad que está mostrando en los últimos años el sector de servicios en España (García y Martín, 2023) constituye otro factor de atracción de las inversiones foráneas.

NOTAS

(1) En contraste, Francia, Alemania e Italia acumulan posiciones acreedoras netas en IED (aproximadamente, el 24 por 100, 20 por 100 y 4 por 100 del PIB, respectivamente).

(2) Desde 2013, España ha sido, en promedio, la quinta economía global y tercera de Europa en número de proyectos *greenfield* recibidos (en torno al 4 por 100 del total mundial y superando el 5 por 100 en 2023, véase *Multinacionales con España* [2024]).

(3) https://policy.trade.ec.europa.eu/enforcement-and-protection/investment-screening_en La lista se actualiza de forma continua.

(4) Asimismo, UNCTAD (2023) encuentra que el porcentaje de nuevos proyectos de IED entre países distantes geopolíticamente sobre el total mundial ha caído en 10 p.p. entre 2013 y 2022.

(5) Los modelos de gravedad establecen que la IED bilateral está asociada negativamente con la distancia geográfica, las barreras comerciales, la volatilidad del tipo del cambio; y, positivamente, con el tamaño de las economías y la cercanía histórica o institucional (caracterizada por variables relativas a lengua común, vínculos coloniales o sistema legal común).

(6) Sexto *Manual de balanza de pagos y posición de Inversión Internacional* § 6.44.

(7) *Manual de inversión directa* edición 4 § 40 y siguientes.

(8) El *Manual de inversión directa*, edición 4, página 71, cuadro Ejemplo 4.2., recoge

una tabla donde se especifica cómo se realiza la conciliación entre las dos presentaciones. Para más información, ver la *Nota metodológica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional de España*, disponible en la web del Banco de España, <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/notametBpPii.pdf>

(9) En la futura actualización de los manuales de balanza de pagos y posición de inversión internacional (MBP7) y del *Manual de inversión directa* (BD5), el desglose por última economía se incluirá como parte de la presentación estándar de las series de datos de IED. Se están publicando datos de posiciones por última economía inversora desde el año 2017 en Eurostat y la OCDE. En el cuarto trimestre de este año, con la revisión extraordinaria de las estadísticas macroeconómicas que se realiza cada cinco años, se publicarán estos datos desde el año 2013. Además, los microdatos de inversión directa están accesibles en el Laboratorio de Datos del Banco de España.

(10) El *link* donde se puede acceder a la normativa actualizada del Registro de Inversiones Exteriores es el siguiente: https://comercio.gob.es/es-es/inversiones_exteriores/declaraciones_inversion/normativa/Paginas/default.aspx

(11) Se define control como propiedad de más del 50 por 100 de los derechos de voto.

(12) https://comercio.gob.es/es-es/inversiones_exteriores/estadisticas/Documents/Metodologiadatainvox.pdf

(13) *Manual de inversión directa*, edición 4 § 552 y siguientes.

(14) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2020/pdf/20-26.pdf>

(15) La división de países en bloques geopolíticos sigue la clasificación del informe del IRC *Trade Expert Network* (de próxima aparición). Esta clasificación se basa en el índice geopolítico de Den Besten *et al.* (2023), que utiliza el historial de sanciones, importaciones de bienes militares, votaciones en la ONU y préstamos oficiales de China. Para los países no disponibles en Den Besten *et al.* (2023), se utiliza un índice de asignación geopolítica similar, producido por *Capital Economics*.

(16) La Unión Europea es la principal fuente de IED (alrededor del 54 por 100), seguida por los EE. UU. (13 por 100).

(17) La falta de disponibilidad de datos homogéneos a nivel de inversor último o para la gran parte del período temporal de análisis impide realizar estas comparaciones con el conjunto de la UE e Italia. Los últimos datos disponibles de Alemania y Francia son del 2022.

(18) Los indicadores de proximidad política se basan en Bailey *et al.* (2017), y reflejan la diferencia en patrones de votación en las sesiones sobre los derechos humanos de las asambleas generales de la ONU entre dos países. De acuerdo con la literatura, este indicador proporciona una aproximación a la «alineación geopolítica» entre dos países.

(19) En línea con FMI (2023) e Aiyar *et al.* (2024), dentro de las actividades estratégicas se encuentran: las de minería y extracción, fabricación de productos químicos y farmacéuticos, minerales y electrónicos, productos eléctricos y maquinaria y fabricación de vehículos. Por motivos de análisis y de claridad expositiva, las actividades financieras, también de carácter estratégico, se han agrupado por separado de las actividades estratégicas reales.

(20) Para cada categoría de actividades económicas, se muestra el índice de exposición geopolítica elaborado a partir de la rama mediana, con el objetivo de evitar que su evolución esté condicionada por efectos de composición asociados a cambios en los pesos relativos de cada actividad dentro de cada categoría. Si se considera el total de cada categoría, las tendencias descritas se mantienen en términos cualitativos.

BIBLIOGRAFÍA

- AIYAR, S., MALACRINO, D. PRESBITERO, A. (2024). Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows. *European Journal of Political Economy*, volume 83.
- ALFARO, L. CHOR, D. (2023). Global Supply Chains: The Looming «Great Reallocation». *NBER Working Paper*, n.º w31661.
- ALFARO, L., CHEN, M. (2018). Selection and Market Reallocation: Productivity Gains from Multinational Production. *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(2).

ATTINASI, M.-G., BOECKELMANN, L., MEUNIER, B. (2023b). The Economic Cost of Supply Chain Decoupling. *ECB Working Paper*, 2023/2839.

ATTINASI, M.-G., IOANNOU, D., LEBASTARD, L. y MORRIS, R. (2023a). Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies. *ECB Economic Bulletin*, Issue 7.

BABAR, C., LANG, T., MINESHIMA, A., MISCH, F., PINAT, M., SHAHMORADI, A., YAO, J. y VAN ELKAN, R. (2023). Geoeconomic Fragmentation: What's at Stake for the EU. *IMF Working Paper*, 23/245.

BADÁS ARANGÜENA, R. (2021). La inversión exterior directa en España: ¿cuáles son los países inversores inmediatos y cuáles los últimos? *Notas Estadísticas*, 15. Banco de España.

BANCO MUNDIAL. (2020). *Global Investment Competitiveness Report 2019/2020: Rebuilding Investor Confidence in Times of Uncertainty*.

BAILEY, M., STREZHNEV, A. y VOETEN, E. (2017). Estimating dynamic state preferences from United Nations voting data. *Journal of Conflict Resolution*, 61.

BENCIVELLI, L., FAUBERT, V., LE GALLO, F., NÉGRIN, P. (2023). Who is Afraid of FDI Screening? *Working Paper*, 927. Banque de France.

COMISIÓN EUROPEA. (2023). *Third Annual Report on the screening of the foreign direct investment into the Union*.

DAHLMAN, A. y LOVELY, M. E. (2023). *US-led effort to diversify Indo-Pacific supply chains away from China runs counter to trends*. Blog September 23, 2023. Peterson Institute of International Economics.

DEN BESTEN, T., DI CASOLA, P. y HABIB, M. (2023). Geopolitical fragmentation risks and international currencies. *The International Role of the Euro*, June 2023. ECB.

DI STEFANO, E., GIOVANNETTI, G., MANCINI, M., MARVASI, E. y VANNELLI, G. (2022). *Reshoring and plant closures in COVID-19 times: evidence from Italian MNEs*. International Economics.

FLETCHER, K., GRIMM, V., KROEGER, T., MINESHIMA, A., OCHSNER, C., PRESBITERO A., SCHMIDT-ENGELBERTZ P. y ZHOU, J. (2024). Germany's

<p>Foreign Direct Investment in Times of Geopolitical Fragmentation. <i>IMF Working Paper</i>, WP/24/130.</p> <p>FMI. (2023). Geoeconomic fragmentation and foreign direct investment. <i>World Economic Outlook</i>, April 2023.</p> <p>GARCÍA DEL RIEGO, M., JIMÉNEZ MARTÍNEZ, P. y DEL PORTILLO, M. (2024). La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2023. <i>Boletín Económico</i>, 3/2024. Banco de España.</p> <p>GARCÍA, C. y MARTÍN MACHUCA, C. (2023). La evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos. <i>Boletín Económico</i>, 3/2023. Banco de España.</p>	<p>GOPINATH, G., GOURINCHAS, P., PRESBITERO, A. y TOPALOVA P. (2024). Changing Global Linkages: A New Cold War? <i>IMF Working Papers</i>, WP/24/76.</p> <p>INE. (2023). <i>Estadística de Empresas según Pertenencia a Grupos. Año 2021</i>.</p> <p>KEARNEY (2024). <i>Cautious optimism: 2023 FDI Confidence Index</i>.</p> <p>IRC <i>TRADE EXPERT NETWORK</i> (de próxima aparición). <i>Navigating a fragmenting global trading system. Some lessons for central banks</i>.</p> <p>LÓPEZ, D. y VÁZQUEZ, S. (2023). <i>Nearshoring Outlook: Foreign investment, Mexico's Industrial Parks Association survey</i>. BBVA Research.</p>	<p>QIU, H., SHIN, H. S. y ZHANG, L. S. Y. (2023). Mapping the realignment of global value chains. <i>BIS Bulletin</i>, 73.</p> <p>TAN, J. (2024). How Widespread is FDI Fragmentation? <i>IMF Working Paper</i>, WP/24/179.</p> <p>UNCTAD (2023). <i>World Investment Report 2023</i>.</p> <p>UNCTAD (2024a). <i>Global economic fracturing and shifting investment patterns</i>.</p> <p>UNCTAD (2024b). <i>World Investment Report 2024</i>.</p>
--	---	---