

Resumen

En este artículo se analiza el papel de los movimientos de capitales en la economía española, con un especial énfasis en la inversión directa, desde un punto de vista macroeconómico. Se ofrece un panorama general sobre la evolución de los movimientos de capitales en los últimos años y su relación con la globalización, para examinar a continuación el caso específico de la economía española. Por último, se analiza el papel desempeñado por la inversión directa, tanto la recibida como la emitida, en la evolución de la economía española.

Palabras clave: movimientos de capitales, inversión directa, economía española.

Abstract

In this paper, we analyse the role of capital movements in the Spanish economy, with a special emphasis on direct investment, from a macroeconomic point of view. We offer a general overview of the evolution of capital movements in last years and its relationship with globalization, to examine next the specific case of the Spanish economy. Finally, we study the role played by direct investment, both received and issued, in the evolution of the Spanish economy.

Keywords: capital movements, direct investment, Spanish economy.

JEL classification: F21, F36, F41.

MOVIMIENTOS DE CAPITALES E INVERSIÓN DIRECTA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: UNA PERSPECTIVA MACROECONÓMICA (*)

Oscar BAJO RUBIO

Universidad de Castilla-La Mancha

A la memoria de Angel Torres, que me introdujo en el análisis de la inversión directa

I. INTRODUCCIÓN

LOS movimientos de capitales, esto es, las transacciones internacionales de activos financieros, adquieren una importancia de primer orden en la actual configuración de la economía mundial. Y dentro de los movimientos de capitales, la inversión directa, esto es, aquellas operaciones encaminadas a controlar o ejercer un grado significativo de influencia sobre la gestión de una empresa que opera en un país diferente al del inversor, constituye su componente más relevante desde el punto de vista económico. La inversión directa se lleva a cabo por las empresas multinacionales, que constituyen un agente sumamente poderoso en el funcionamiento de la economía mundial. Los movimientos internacionales de capitales desempeñaron un papel de gran relevancia en la primera globalización que habría culminado en 1914 (Baldwin y Martin, 1999), si bien las turbulencias asociadas con la Primera Guerra Mundial y la posterior Gran Depresión limitaron su importancia en los años subsiguientes.

Los movimientos de capitales se registran en la cuenta financiera de la balanza de pagos, la

cual se elabora de acuerdo con las normas establecidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su *Manual de balanza de pagos*, actualmente en su sexta edición. A su vez, dentro de la cuenta financiera se distinguen cinco categorías funcionales (véase Fondo Monetario Internacional, 2009, pp. 142 y ss.):

- a) Inversión directa, caracterizada porque un inversionista residente en una economía ejerce el control o un grado significativo de influencia sobre la gestión de una empresa residente en otra economía.
- b) Inversión de cartera, definida como las transacciones y posiciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital, distintos de los incluidos en la inversión directa o los activos de reserva.
- c) Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra de acciones por parte de empleados, que engloba las transacciones de instrumentos financieros derivados como opciones, compraventas de activos financieros a futuros, etc.

- d) Otra inversión, una categoría residual que incluye básicamente las operaciones de préstamos y créditos comerciales o financieros y los depósitos en entidades financieras.
- e) Variación de reservas, que recoge los incrementos netos de moneda extranjera, oro, o derechos especiales de giro, es decir, los activos externos de que disponen las autoridades monetarias para el financiamiento de la balanza de pagos, la intervención en los mercados cambiarios y otros fines conexos.

En este artículo se analiza el papel de los movimientos de capitales en la economía española, con un especial énfasis en la inversión directa, desde un punto de vista macroeconómico. En la sección dos se ofrece un panorama general sobre la evolución de los movimientos de capitales en los últimos años y su relación con la globalización, para examinar a continuación en la sección tres el caso específico de la economía española. El papel desempeñado por la inversión directa, tanto la recibida como la emitida, en la evolución de la economía española se estudia en la sección cuatro. Por último, las principales conclusiones se recogen en la sección cinco.

II. GLOBALIZACIÓN Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

La denominada «globalización» constituye el principal fenómeno que caracteriza la evolución de la economía mundial en los últimos años. La globalización puede definirse como el proceso por el que los mercados se liberalizan y se hacen más internacionales, perdiendo sus

peculiaridades nacionales y locales; en este sentido, la globalización equivaldría a una creciente integración económica. Detrás de esta evolución se encontrarían dos causas fundamentales (Myro, 2003): por una parte, los desarrollos tecnológicos que se han traducido en una reducción de los costes de transporte y comunicaciones, lo que facilitaría la movilidad de bienes, servicios, capitales y personas; y, por otra parte, una apuesta política por parte de la mayoría de los Gobiernos en favor de una creciente liberalización de los movimientos de bienes, servicios y capitales (pero no tanto de personas), a nivel tanto nacional como internacional. Una visión general y detallada de los principales aspectos de la globalización se presenta en Rodrik (2011).

Inicialmente, la globalización se manifestó a través de la eliminación de las barreras a las transacciones de bienes y servicios. Ello se justificó en términos de la teoría de la ventaja comparativa, que establece que un país debería exportar los bienes que produce con una mayor eficiencia relativa, e importar los que produce con una menor eficiencia relativa; lo que se traduciría en un mayor bienestar para dicho país, en comparación con una situación de autarquía. Si bien el argumento reconoce la posibilidad de que algunas personas puedan ganar y otras perder a consecuencia del comercio, el principio general seguiría siendo válido en la medida en que los ganadores pudieran compensar a los perdedores.

En cualquier caso, y desde un punto de vista empírico, la afirmación de que una mayor apertura al comercio internacional de bienes y servicios se traduce en un mayor crecimiento eco-

nómico de los países está lejos de ser inequívoca. En particular, como señalan Rodríguez y Rodrik (2001) en un influyente trabajo, dependería de si las fuerzas de la ventaja comparativa hacen que los recursos de la economía se asignen a actividades que generan crecimiento a largo plazo (a través de externalidades de los gastos en I+D, expandiendo la variedad de los productos, o mejorando su calidad), o bien los desvían de dichas actividades. Más aún, como señala Rodrik (2018), a medida que se extiende la liberalización comercial, los efectos redistributivos son cada vez mayores y tienden a compensar las ganancias del comercio; lo cual, unido a las dificultades en la práctica para compensar a aquellas personas perjudicadas, limita considerablemente la validez del argumento.

Sin embargo, con posterioridad la globalización se ha caracterizado por el énfasis en la liberalización de los movimientos de capitales, esto es, lo que se ha dado en llamar la globalización financiera. Al igual que ocurría con la globalización comercial, la literatura teórica ha señalado, fundamentalmente, tres beneficios potenciales asociados con la globalización financiera (Wei, 2018):

- 1) Tiende a igualar el coste del capital entre países, lo cual llevaría a un aumento de la inversión en aquellos países donde aquél disminuye, y a su vez favorecería el crecimiento. En la medida en que los rendimientos del capital son mayores en los países pobres en capital, este efecto debería traducirse en flujos de capital desde los países ricos en capital a los países pobres.
- 2) Favorece la capacidad de compartir el riesgo, lo que

tendería a reducir la sensibilidad del consumo a las fluctuaciones del nivel de producción; en otras palabras, facilitaría la suavización del gasto de consumo a lo largo del tiempo en respuesta a la aparición de perturbaciones, evitando fluctuaciones excesivas del mismo.

- 3) Fomenta una mayor disciplina de las políticas macroeconómicas, evitando la aparición de malas prácticas en la elaboración de dichas políticas, especialmente en el caso de los países en desarrollo.

Tras la Segunda Guerra Mundial, el consenso subyacente al orden económico internacional asociado con los Acuerdos de Bretton Woods se basaba en favorecer la eliminación de las barreras a los intercambios comerciales, pero no así para las transacciones financieras. El recuerdo de la gran volatilidad financiera del período de entreguerras, junto con el deseo de preservar la autonomía de las políticas macroeconómicas nacionales, dejaron abierta la posibilidad de establecer controles transfronterizos a los flujos de capitales. Pero en los años 1980-1990 este consenso se revirtió, de manera que las principales organizaciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) e incluso la Unión Europea (UE), defendieron la plena liberalización de las transacciones financieras internacionales para los países miembros. Así, en un influyente trabajo, Lane y Milesi-Ferretti (2007) realizaban unas estimaciones de activos y pasivos financieros para 145 países en el período 1970-2004, y documentaban el extraordinario

aumento de la integración financiera internacional a partir de la mitad de los años ochenta. Sin embargo, en una actualización posterior, Lane y Milesi-Ferretti (2018) ampliaban su base de datos incluyendo 212 países hasta 2015, y concluían que el crecimiento de las posiciones internacionales de activos y pasivos en relación al Producto Interior Bruto (PIB) mundial se frenaba en los últimos años tras la crisis financiera global, fundamentalmente por dos motivos: los menores flujos de capitales a y desde las economías avanzadas; y el mayor peso relativo de las economías emergentes en el PIB global, ya que estas poseen unas menores ratios de activos y pasivos exteriores sobre el PIB en relación a las economías avanzadas. Otros factores que se encontrarían detrás de la disminución de los flujos de capitales a nivel internacional con posterioridad a la crisis financiera global, serían las menores perspectivas de crecimiento en los países receptores, y la mayor aversión al riesgo a nivel global (Hannan, 2017).

La evidencia empírica sobre los efectos de una mayor integración financiera, no obstante, está lejos de apoyar de manera inequívoca los beneficios subrayados por la teoría: ni en términos de un mayor crecimiento, una menor volatilidad del consumo, o una mayor disciplina de las políticas macroeconómicas (véanse Kose *et al.*, 2009 o, más recientemente, Wei, 2018). Más aún, desde un punto de vista histórico, hay una elevada correlación entre el grado de movilidad internacional de capitales y la ocurrencia de crisis bancarias, como se muestra en Reinhart y Rogoff (2009).

Entre las razones que explicarían por qué los países, y en especial los emergentes, no se habrían beneficiado de la mayor integración financiera internacional, Wei (2018) destaca: 1) las distorsiones en el mercado financiero interno, que hacen que los recursos no se asignen a las empresas más productivas; 2) las distorsiones en el mercado internacional de capitales, que se traducen en una tendencia a endeudarse en exceso en el mercado internacional, especialmente a corto plazo y en divisas; 3) las distorsiones en el mercado de trabajo interno, que merman los rendimientos del capital y aumentan la probabilidad de una fuga de capitales; y 4) la falta de calidad de la gobernanza pública interna. En el mejor de los casos, para que funcionaran los efectos positivos de la globalización financiera, sería necesario que los países disfrutaran de una serie de condiciones previas, tales como un sector financiero bien desarrollado y supervisado, una buenas instituciones, o unas políticas macroeconómicas rigurosas (Kose *et al.*, 2009); condiciones, sin embargo, que no se dan estrictamente en el mundo real, donde las imperfecciones en el funcionamiento de los mercados son la norma, y no la excepción.

Las conclusiones anteriores, no obstante, deberían matizarse en función de las distintas clases de movimientos de capitales involucrados. No cabe duda de que los movimientos de capitales pueden tener efectos beneficiosos sobre las economías receptoras, tales como contribuir a financiar los déficits de la balanza por cuenta corriente, complementar el ahorro interno, o aportar tecnologías avanzadas del exterior, especialmente necesarias en las primeras etapas de un proceso de industrializa-

ción. Pero estos efectos beneficiosos estarían asociados, sobre todo, con la inversión directa, llevada a cabo con criterios de medio-largo plazo, y no tanto con las otras categorías de los movimientos de capitales, y en especial la inversión de cartera, influidas principalmente por factores coyunturales.

De todas formas, debe tenerse en cuenta que en los últimos tiempos, dada la extensión alcanzada por la globalización financiera, se han agudizado algunos problemas ya existentes en el pasado, pero que en la actualidad podrían ponerse de manifiesto con mucha mayor celeridad. En particular, nos referimos a una serie de posibles efectos adversos desde el punto de vista de la distribución, derivados de la mayor movilidad del factor capital en relación al trabajo (Rodrik, 2018). Así, si los trabajadores no aceptan unas determinadas condiciones de trabajo, las empresas pueden amenazar de manera creíble con localizarse en otro país. Por otra parte, en la medida en que el trabajo es menos móvil que el capital, tenderá a soportar en mayor medida los efectos de las perturbaciones asimétricas que pudieran afectar a un determinado sector. De la misma manera, la mayor movilidad del capital dificulta enormemente la capacidad de los Gobiernos a la hora de recaudar los impuestos sobre el mismo, por lo que al final los impuestos terminan recayendo en mayor medida sobre el consumo o sobre el trabajo, que son mucho menos móviles; aparte de constituir una forma de tributación claramente regresiva.

De hecho, en los últimos años los problemas asociados con la distribución, y en particular la desigualdad de renta y riqueza en la economía mundial, son objeto de una atención creciente, tanto en

los medios académicos como por parte de la sociedad en general, como lo muestra el éxito alcanzado por el ya clásico libro de Piketty (2013). La evolución histórica de la desigualdad, por otra parte, no habría sido uniforme. Así, en un trabajo reciente y en una perspectiva a largo plazo de casi 200 años (1820-2020), Chancel y Piketty (2021) concluyen que la desigualdad global de los niveles de renta ha sido siempre muy elevada, de manera que la participación del 10 por 100 de los más ricos habría sido de entre un 50 y un 60 por 100 de la renta total, mientras que la del 50 por 100 de los más pobres habría sido de entre un 5 y un 10 por 100. Ahora bien, en el período 1820-1910 la desigualdad global habría aumentado, tanto entre países como dentro de los países. Sin embargo, en el período 1910-2020 la desigualdad global se habría estabilizado a un nivel muy alto, si bien entre 1910 y 1980 la desigualdad habría disminuido dentro de los países, pero aumentado entre países, mientras que entre 1980 y 2020 la desigualdad habría aumentado dentro de los países, pero disminuido entre países. Unos resultados en la misma línea se presentan en Milanovic (2024).

Por supuesto, la globalización no es el único factor que se encuentra detrás del aumento de la desigualdad en el interior de los países durante los últimos años. Los avances tecnológicos también han desempeñado un papel importante al favorecer la sustitución del trabajo por capital, favorecida por la reducción del precio relativo de los bienes de capital, así como por la automatización de tareas rutinarias (Dao *et al.*, 2019). En cualquier caso, los problemas planteados por el incremento de la desigualdad en las sociedades actuales, con el consiguiente aumento de la

inseguridad y la reacción frente a nuevos valores culturales, están en la base de la aparición de los movimientos «populistas», en su mayor parte de carácter ultra-conservador y nativista (Bajo-Rubio y Yan, 2019; Rodrik, 2021).

III. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

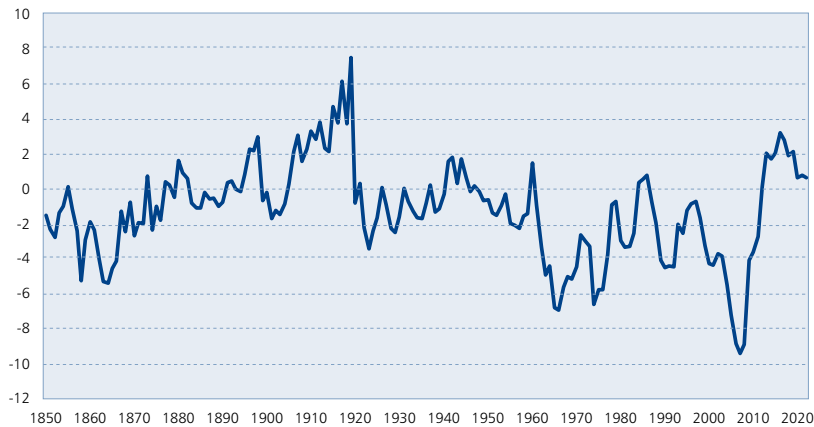
En esta sección examinaremos, brevemente, cómo han afectado los movimientos de capitales a la evolución general de la economía española. El papel de su componente más relevante, la inversión directa, se examina con más detalle en la sección siguiente.

En el gráfico 1 se muestra la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente de la economía española, como proporción del PIB, desde 1850 hasta la actualidad. Como es sabido, el saldo de la balanza por cuenta corriente representa la capacidad (si es positivo) o necesidad (si es negativo) de financiación de la nación; o, lo que es lo mismo, el saldo de los movimientos de capitales (1).

Como puede verse en el gráfico, los años comprendidos entre 1850 y 1890 contemplan una continua sucesión de déficits por cuenta corriente, financiados gracias a unas considerables entradas de capital extranjero. Estas entradas de capitales exteriores fueron fundamentales a la hora de explicar el gran aumento de la inversión de finales del siglo XIX, ya que permitieron adquirir en el exterior materias primas y bienes de capital imprescindibles para el crecimiento de la economía española en aquellos años (Prados de la Escosura, 2020). El saldo de la balanza corriente cambia de signo a partir de

GRÁFICO 1
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE/PIB: ESPAÑA, 1850-2022

En porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de Prados de la Escosura (2017).

1891 y, con algunas excepciones, se mantiene en valores positivos hasta 1919; la consiguiente reducción abrupta de las entradas de capitales del exterior (en forma de parada súbita o *sudden stop*) se tradujo en un freno al crecimiento, pues la inversión tuvo que contar únicamente con el ahorro interno (Prados de la Escosura, 2010). Nótese que estos años coinciden con un incremento del proteccionismo, tanto en España como en el resto de Europa, una tendencia que, en el caso español, no comienza a revertirse hasta finales de los años 1950. El superávit de la balanza por cuenta corriente se incrementa notablemente en los años de la Primera Guerra Mundial, cuando la economía española aprovechó su situación de neutralidad en la contienda, alcanzando un valor máximo de un 7,5 por 100 del PIB en 1919.

Los déficits por cuenta corriente reaparecen en los años 1920 (confirmando la correlación inversa entre saldo de la balanza por cuenta corriente y

crecimiento económico apuntada por Prados de la Escosura), descendiendo posteriormente y tomando incluso valores positivos tras la Guerra Civil, en un contexto de casi absoluto aislamiento de la economía española. No es hasta finales de los años 1950 que los déficits reaparecen, alcanzando niveles considerables a partir de 1962. Estos años contemplan una vuelta a la situación de finales del siglo XIX, con importantes entradas de capitales, impulsadas por la liberalización de las inversiones extranjeras, que constituyeron un factor decisivo a la hora de explicar las elevadas tasas de crecimiento de los años 1960 y primeros 1970. De nuevo, tras la integración de España en lo que hoy es la UE, a finales de los años 1980 vuelven a aparecer importantes déficits por cuenta corriente, en los años en que la economía española comienza a adaptarse ante las perspectivas de una unión monetaria europea mediante la adopción de una estrategia antiinflacionista rigurosa, que es, sin embargo,

puesta en apuros por las entradas de capitales exteriores que financiaban el déficit exterior.

Tras la formación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999, a la que España se incorpora desde el primer momento, los déficits por cuenta corriente se recrudecen. Como señalaron Blanchard y Giavazzi (2002) en un influyente artículo, en la medida en que, ante las perspectivas de la entrada en el euro, los países más pobres de la UEM tendrían mayores tasas de rendimiento (al disminuir el coste del capital y desaparecer el riesgo cambiario), la inversión debería aumentar al tiempo que, debido a las mejores perspectivas de crecimiento, el ahorro debería disminuir. En consecuencia, estos países deberían experimentar mayores déficits por cuenta corriente. De hecho, esto es lo que ocurrió en el caso español, donde el déficit por cuenta corriente alcanzó un máximo de un 9,4 por 100 del PIB en 2007, en vísperas del comienzo de la crisis financiera global. Lo cual a su vez fue consecuencia de una gran reducción de la prima de riesgo y los tipos de interés, con el consiguiente incremento de la inversión, que se materializó en buena parte en el sector de la construcción.

Finalmente, los años subsiguientes a la crisis financiera global se han caracterizado por superávits por cuenta corriente a partir de 2012, si bien bastante reducidos tras la pandemia del COVID-19. En realidad, esta secuencia de acontecimientos demostró que el elevado déficit por cuenta corriente de la economía española reflejaba un patrón de crecimiento desequilibrado acompañado de una pérdida de competitividad de la economía que se manifestaba en una

apreciación del tipo de cambio real. En otras palabras, en una unión monetaria la restricción exterior seguiría existiendo, y la financiación de los desequilibrios exteriores no sería ilimitada (L'Hotellerie-Fallois y Peñalosa, 2006).

En resumen, podemos ver cómo los períodos de mayor crecimiento han sido aquellos caracterizados por unas mayores entradas de capitales exteriores que han complementado el ahorro interno, como fueron el período 1850-1890, las décadas de 1920 y 1960, o los años posteriores a la incorporación de España a la actual UE en 1986. No obstante, ello no debe hacernos olvidar que los desequilibrios acumulados en esas épocas de bonanza llevaban posteriormente a reducciones bruscas de las entradas de capitales exteriores, con los consiguientes procesos de ajuste en los años siguientes.

Por otra parte, los movimientos de capitales están plenamente liberalizados en la UE, de acuerdo con el artículo 63 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. La liberalización de los movimientos de capitales entró en vigor en julio de 1990, a raíz de la adopción del Acta Única Europea, si bien España no eliminó los controles de capital hasta febrero de 1992. Cabe preguntarse: ¿hasta qué punto esta liberalización supuso un cambio sustancial en la evolución de la economía española?

Existen diversas formas de medir el grado de movilidad internacional de los capitales (Frankel, 1992). Un procedimiento bastante habitual en la literatura consiste en comparar los tipos de interés nacionales y extranjeros, de manera que si existe movilidad perfecta de capitales

el diferencial entre el tipo de interés nacional y el tipo de interés sobre activos denominados en moneda nacional, pero situados en el exterior (el denominado diferencial *onshore-offshore*), debería ser igual a cero. Este procedimiento fue aplicado para el caso español por Viñals (1992), quien calculó, para el período comprendido entre septiembre de 1986 y febrero de 1992, los diferenciales de tipos de interés *onshore-offshore*. Los resultados obtenidos mostraban que los controles de capital entonces existentes habrían restringido los flujos de capitales en un 83 por 100 de los casos, lo que permitía al autor concluir que la movilidad internacional de capitales en España habría sido similar a la registrada en Italia y Francia.

Un enfoque alternativo es el seguido en Bajo-Rubio (1998), mediante una regresión de la tasa de inversión sobre la tasa de ahorro, definidas ambas como proporción del PIB, para el período 1964-1994. De acuerdo con Feldstein y Horioka (1980), si existe movilidad perfecta de capitales no debería haber relación entre ambas, ya que el ahorro de cada país respondería a las oportunidades para invertir en cualquier lugar del mundo mientras que la inversión de cada país sería financiada por el conjunto del capital mundial. Puesto que el coeficiente estimado para la tasa de ahorro resultaba ser decreciente en el tiempo cuando se estimaba recursivamente, al considerar los subperíodos 1964-1973, 1974-1985 y 1986-1994, el coeficiente estimado no era significativamente distinto de cero para los dos últimos subperíodos. Ello sería indicativo de que el grado de movilidad internacional de capitales habría sido sustancial a partir de 1974.

Los resultados anteriores podrían explicar que en términos generales la economía española no habría experimentado excesivas tensiones a raíz de la plena liberalización de los movimientos de capitales. Sin embargo, en la medida en que la eliminación de los controles de capital afecta fundamentalmente a la inversión de cartera (pues la inversión directa suele ser objeto de una regulación específica), ello no debería hacernos olvidar la inestabilidad potencial asociada con el enorme volumen y la rapidez con que se llevan a cabo las transacciones financieras internacionales. En efecto, no solamente una gran parte de dichas transacciones corresponde a operaciones meramente especulativas, sino que además se suelen llevar a cabo por parte de operadores con un conocimiento imperfecto de los países en los que invierten, y que por ello suelen actuar de una forma «borreguil» o «de rebaño»: en la duda, se imita lo que hacen los demás para no quedarse atrás. Lo anterior se ha puesto de manifiesto en momentos puntuales pero que acarrearón graves consecuencias a los países que las sufrieron, como la «tormenta monetaria» que afectó al Sistema Monetario Europeo en 1992-1993; las crisis financieras de América Latina, el Sudeste Asiático o Rusia en los años 1990; o, más recientemente, la llamada «crisis de la deuda soberana», consecuencia de la crisis financiera global de 2008, que aquejó a los países del Sur de Europa a comienzos de los años 2010. Todo ello, a su vez, ha avivado el debate en torno a la necesidad de algún tipo de impuesto o tasa que limite la excesiva volatilidad de los flujos de capitales, en la línea de la propuesta inicial de Tobin (1978).

IV. LA INVERSIÓN DIRECTA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SU IMPACTO MACROECONÓMICO

Dentro de la balanza por cuenta financiera, las dos partidas más importantes son la inversión directa y la inversión de cartera. En los gráficos 2 y 3 se muestran, respectivamente, las entradas y las salidas de inversión exterior en España, distinguiendo entre inversión directa e inversión de cartera, para el período 2000-2023; donde las entradas y las salidas corresponden, respectivamente, a los pasivos y a los activos de la cuenta financiera de la balanza de pagos (2). Como puede verse en ambos gráficos, la inversión de cartera, si bien en general suele registrar una cifras más elevadas, presenta al mismo tiempo unas oscilaciones mucho mayores en comparación con la inversión directa.

Comenzando por la inversión recibida (gráfico 2), la inversión directa muestra una relativa estabilidad a lo largo del período, si bien registra una caída en 2009 con valores relativamente bajos en los años siguientes, recuperándose a partir de 2013. No es este el caso de la inversión de cartera, que presenta unas enormes oscilaciones a lo largo del período, con valores muy elevados (y muy por encima de los de la inversión directa) en los primeros años, una enorme caída en 2008 con cifras negativas en varios años, retornándose a los valores positivos a partir de 2013 (con la excepción de 2016), y alcanzándose en los últimos años unas cifras en la línea de las de los primeros años del período, si bien con grandes altibajos.

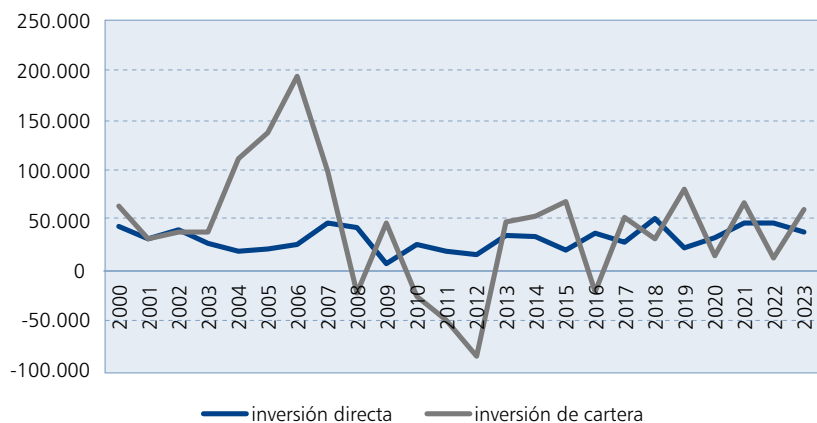
Por lo que respecta a la inversión emitida (gráfico 3), la inversión directa presenta un perfil más irregular que la recibida:

partiendo de unas cifras superiores a las de esta, muestra una tendencia creciente hasta 2007 (que representa el máximo de la serie), para caer enormemente en 2008; se recupera algo en 2010 y 2011, para volver a caer en 2012 y recuperarse a partir de 2013, al-

canzando en los últimos años valores similares a los del comienzo del período. A su vez, la inversión de cartera presenta una evolución sumamente irregular: alcanza un máximo en 2005, para caer a cifras negativas a partir del siguiente año, recuperándose los valores

GRÁFICO 2
INVERSIÓN EXTERIOR DE ESPAÑA, 2000-2023: ENTRADAS

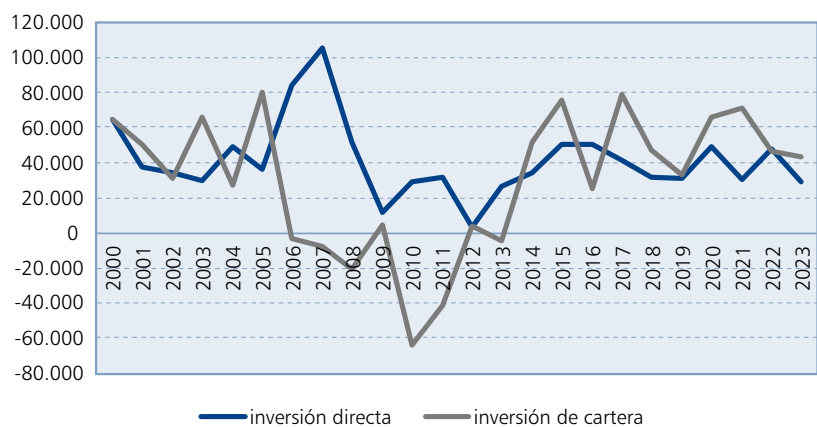
Millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España

GRÁFICO 3
INVERSIÓN EXTERIOR DE ESPAÑA, 2000-2023: SALIDAS

Millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España

positivos a partir de 2014 aunque con bastantes oscilaciones, al igual que ocurría con la inversión de cartera recibida.

En principio, pues, la inversión directa suele ser menos importante cuantitativamente que la inversión de cartera. Sin embargo, sus propias características, así como el hecho de que registre una mayor estabilidad a lo largo del tiempo y de que detrás de su evolución se encuentren factores relacionados

con las condiciones fundamentales de la economía del país en que se localiza, hacen que su estudio resulte más interesante desde el punto de vista del análisis económico. Por el contrario, el estudio de la inversión de cartera, encaminada a maximizar la rentabilidad financiera, con criterios muchas veces meramente especulativos y dependientes de factores coyunturales y a menudo erráticos, escapa en buena medida al análisis económico. Naturalmente, lo anterior se apli-

caría a los períodos «normales», ya que en períodos turbulentos de inestabilidad financiera, los movimientos de capitales especulativos pueden ejercer poderosos efectos sobre la economía real, como se mencionó en la sección anterior. De hecho, en el caso español podemos citar dos momentos particularmente difíciles, como fueron la crisis del Sistema Monetario Europeo, que llevó a tres devaluaciones sucesivas de la peseta entre finales de 1992 y principios de 1993; y la crisis bancaria producto de la crisis financiera global iniciada en 2008, que se tradujo en el rescate de una serie de entidades financieras por parte de la UE en 2012. Así pues, esta sección se dedicará a examinar el papel desempeñado por la inversión directa, tanto de la inversión extranjera en España como de la inversión española en el exterior, en la evolución de la economía española.

El cuadro n.º 1 muestra los datos de inversión directa en la economía española a partir de la balanza de pagos, tanto la recibida como la enviada, esto es: la inversión extranjera directa (IED) y la inversión española en el exterior (IDE), respectivamente, para el período 2000-2022. Los datos se presentan como porcentaje del PIB y de la formación bruta de capital (FBC) de la Contabilidad Nacional. Como puede apreciarse, las cifras son muy notables, si bien sujetas a altibajos, de manera que la IED y la IDE han supuesto, en promedio en lo que va de siglo, un 3 y un 4 por 100 del PIB, y un 13 y un 17 por 100 de la FBC, respectivamente.

La distribución de la IED y la IDE por sectores y países se muestra en los cuadros n.º 2 y 3, en este caso a partir de la

CUADRO N.º 1
LA INVERSIÓN DIRECTA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2000-2022
PORCENTAJES

AÑOS	IED/PIB	IED/FBC	IDE/PIB	IDE/FBC
2000	6,91	25,93	10,03	37,65
2001	4,65	17,57	5,40	20,40
2002	5,49	20,58	4,57	17,13
2003	3,41	12,42	3,74	13,58
2004	2,35	8,33	5,72	20,23
2005	2,37	8,06	3,89	13,24
2006	2,59	8,47	8,35	27,33
2007	4,50	14,79	9,81	32,23
2008	4,50	15,82	4,70	16,51
2009	0,65	2,81	1,10	4,72
2010	2,52	11,32	2,80	12,53
2011	1,86	9,02	3,06	14,86
2012	1,55	8,43	-0,19	-1,01
2013	3,49	20,28	2,45	14,26
2014	2,29	12,77	3,32	18,56
2015	1,91	10,07	4,70	24,76
2016	3,56	18,99	4,56	24,34
2017	2,48	12,78	3,55	18,30
2018	4,04	19,75	2,64	12,91
2019	1,84	8,83	2,48	11,90
2020	2,87	14,03	4,45	21,74
2021	2,98	13,81	1,60	7,40
2022	2,68	12,46	3,06	14,26
2000-2022	2,99	13,02	3,98	17,34

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

CUADRO N.º 2
PROYECTOS DE INVERSIÓN DIRECTA POR SECTORES, 2023

PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL	IED	IDE
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	0,42	1,33
Industrias extractivas	12,40	0,59
Industria manufacturera	16,89	3,26
Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	7,38	18,72
Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos, descontaminación	5,59	0,00
Construcción	3,01	12,03
Comercio mayor y menor; reparación vehículos motor y motocicletas	14,15	5,47
Transporte y almacenamiento	1,63	15,20
Hostelería	2,91	0,95
Información y comunicaciones	11,58	4,49
Actividades financieras y de seguros	4,36	27,70
Actividades inmobiliarias	6,69	4,69
Actividades profesionales, científicas y técnicas	2,27	3,53
Actividades administrativas y servicios auxiliares	2,26	1,86
Educación	0,89	0,07
Actividades sanitarias y de servicios sociales	6,83	0,04
Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento	0,73	0,05
Otros servicios	0,02	0,03
TOTAL	100,00	100,00

Fuente: Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones.

información proporcionada por el Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones de la Secretaría de Estado de Comercio, y para el último año disponible, 2023. En términos generales, en ambos casos predomina la inversión en actividades de servicios (cuadro n.º 2). En el caso de la IED, predominan los sectores de comercio, e información y comunicaciones; si bien son relevantes también la industria manufacturera, así como las industrias extractivas. A su vez, en el caso de la IDE destacan los sectores financiero y de transportes; fuera de los servicios, destacan energía y construcción, con un papel muy limitado para la industria manufacturera. En cuanto a la distribución

por países (cuadro n.º 3), destaca la predominancia de la UE y de Estados Unidos, con cerca de un tercio de los proyectos. Sin embargo, el tercio restante se reparte de manera diferente para la IED y para la IDE, destacando la inversión procedente del Reino Unido y otros países avanzados en el primer caso, y la dirigida a América Latina en el segundo.

En general, las cifras anteriores ponen de relieve la inserción de la economía española en el conjunto de la economía internacional, con los altibajos propios de los acontecimientos de los últimos años (como la crisis financiera global y la Gran Recesión a partir de 2008, o la pandemia del covid 19 en 2020); así como el papel destacado que

ha desempeñado en el proceso de globalización. Un completo estudio de la inversión directa en la economía española, tanto la IED como la IDE, se presenta en las diferentes contribuciones incluidas en Myro (2014). En el resto de esta sección examinaremos las principales características y efectos de carácter macroeconómico, de la IED y la IDE en la economía española.

La aportación del capital extranjero fue crucial desde los comienzos de la industrialización española. En particular, a partir de los años 1850 se producen entradas masivas de capital extranjero, especialmente en los ferrocarriles, la minería y el sector financiero, que configuran una economía altamente depen-

CUADRO N.º 3
PROYECTOS DE INVERSIÓN DIRECTA POR PAÍSES, 2023

Porcentaje sobre el total

	IED	IDE
Alemania	10,63	5,66
Francia	9,15	2,62
Países Bajos	1,88	0,93
Luxemburgo	0,68	16,11
Italia	0,87	0,92
Portugal	0,65	3,17
España	2,06	-
Resto UE	5,78	1,51
Total Unión Europea	31,70	30,92
Resto Europa	5,74	0,55
Reino Unido	13,09	3,89
Estados Unidos	28,87	31,36
Otros países avanzados	14,50	4,84
China	0,47	0,49
América Latina	5,02	27,02
Resto mundo	0,00	0,92
TOTAL	100,00	100,00

Fuente: Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones.

diente del exterior (Nadal, 1975; Tortella, 1994). Esta situación, no obstante, va a cambiar en los años siguientes. Así, en línea con lo que ocurrió en otros países europeos a raíz de la crisis que comienza en 1873 y la subsiguiente depresión, comienza a desarrollarse una tendencia a una mayor protección arancelaria, que se acentúa en los años 1890 en combinación con un creciente intervencionismo en favor de la industria nacional; y todo ello en el marco de un nacionalismo económico encaminado a reemplazar el capital extranjero por capital nacional como fuerza impulsora del crecimiento económico (Muñoz *et al.*, 1978a). Reforzada en los años posteriores, dicha tendencia alcanza su máxima expresión

en la política de «autarquía» defendida por los vencedores de la Guerra Civil española.

Sin embargo, tras la crisis del modelo autárquico a finales de los años 1950, se asiste a la implementación de una nueva orientación de la política económica, basada en la liberalización interna y la apertura exterior; en particular, a partir de 1959 se aprueban una serie de medidas legislativas que favorecen la entrada del capital extranjero (Muñoz *et al.*, 1978b). Esta estrategia, reforzada tras la restauración de la democracia a partir de 1977, se consagra con la adhesión de España a la actual UE el 1 de enero de 1986.

La contribución de la IED a la evolución de la economía espa-

ñola tras la integración en la UE fue enormemente significativa. En estos años comienzan a apuntarse tendencias que se consolidarán posteriormente, como la creciente importancia del sector servicios como destino de la IED, o la mayor importancia de los flujos procedentes de los países de la UE. Por lo que respecta a la IED en la industria manufacturera, tendió a dirigirse preferentemente a actividades de demanda media y fuerte; al tiempo que los sectores manufactureros más penetrados por el capital extranjero mostraban, en general, un mayor crecimiento tanto de la producción y el empleo, como de su comercio exterior, y con unos mayores niveles de productividad y de esfuerzo tecnológico (Bajo-Rubio y Torres, 1992). De todas formas, a pesar de su dinamismo exportador, la presencia de las empresas extranjeras en la exportación, aunque elevada en ciertos sectores clave de la exportación española (automóviles, metalurgia, medicamentos, maquinaria...) no lo es tanto en otros (química, alimentación, textil...) (Álvarez López y Fernández-Otheo, 2014). Por otra parte, los flujos de IED vendrían explicados fundamentalmente por el tamaño del mercado, aproximado por el nivel del PIB en términos reales, y no tanto por los costes laborales unitarios; en otras palabras, la IED dirigida a la economía española habría mostrado un mayor interés en un mercado interno en expansión y una mano de obra razonablemente cualificada, y no en unos costes laborales relativamente inferiores a los de los países de origen de la inversión (Bajo-Rubio y Sosvilla-Rivero, 1994).

¿Hasta qué punto la IED habría favorecido el crecimiento de la economía española tras su espectacular crecimiento en los últimos sesenta años? En Bajo-

Rubio *et al.* (2010) se analizaba el impacto de la IED sobre el crecimiento regional para el período inmediatamente posterior a la integración en la UE (1987-2000), obteniéndose una influencia positiva de los flujos acumulados de IED (como aproximación al *stock* de capital extranjero) sobre la evolución del PIB por trabajador y, eventualmente, sobre el crecimiento regional; la influencia de la acumulación de capital humano también resultaba relevante. Un interesante complemento a los resultados anteriores es el trabajo de Gutiérrez-Portilla *et al.* (2019) para el período 1996-2013, donde se tiene en cuenta el «efecto sede», es decir, el hecho de que la IED no siempre se registra en la región donde se lleva a cabo, sino en la región donde se localiza su sede. De esta manera, obtienen que la IED (medida también como la suma acumulada de los flujos) promueve el crecimiento económico pero, una vez que se tiene en cuenta el efecto sede los efectos derrame espaciales hacen que el crecimiento económico de una región resulte afectado positivamente no solo por la IED recibida en dicha región, sino también por la IED recibida en las regiones vecinas.

Finalmente, con una perspectiva temporal más amplia y para el conjunto de España, en Bajo-Rubio (2022) se examinaban los efectos a largo plazo de la IED en el período 1964-2013. Los resultados obtenidos mostraban un efecto positivo, pequeño pero estadísticamente significativo, del *stock* de capital extranjero sobre el PIB, que explicaría un 13,6 por 100 del crecimiento acumulado del PIB a lo largo de dicho período; la contribución más importante, por otra parte, habría sido la del capital humano. A continua-

ción se contrastaba la posible presencia de cambios estructurales en el período, obteniéndose dos rupturas, en 1974 y en 1984, de manera que, cuando se reestimaba el modelo para los tres subperíodos delimitados por esas fechas, la contribución del *stock* de capital extranjero sobre el crecimiento acumulado del PIB habría sido mucho mayor entre 1964 y 1973, habría caído a valores negativos entre 1974 y 1983, y habría sido de nuevo positiva entre 1984 y 2013, si bien en unas cifras muy inferiores a las del primer subperíodo.

En definitiva, los resultados de los trabajos anteriores sugieren que el capital extranjero puede desempeñar un papel positivo sobre el crecimiento de una economía, siempre y cuando las entradas de IED sean lo suficientemente estables y permanentes, actuando a través de la transferencia de tecnología y el consiguiente aumento de la productividad y el capital humano. Para ello, el país de acogida debe poseer un nivel de desarrollo apropiado que le permita absorber estas nuevas tecnologías. Sin embargo, cabría pensar que este efecto favorable debería ser más importante en las primeras etapas del proceso de crecimiento, cuando la adopción de las nuevas tecnologías aportadas por la IED sería más necesaria; y no tanto en etapas posteriores, una vez que la economía de acogida se haya desarrollado lo suficiente como para depender en menor medida de dichas tecnologías novedosas provenientes del exterior.

Para terminar esta sección, haremos una breve referencia al papel de la IDE en la economía española. Es este un fenómeno relativamente reciente, que no comienza a tener relevancia

hasta los años 1980, y que se consolida definitivamente a partir de los años 1990. De hecho, en 1997 las salidas por IDE superaron por primera vez a las entradas por IED, una situación que se ha mantenido desde entonces en la mayor parte de los años. Esta tendencia se ajusta a la teoría de la senda de desarrollo de la inversión directa propuesta por Dunning (1981), según la cual, en las primeras etapas del desarrollo de un país, este será receptor neto de inversión directa; pero, a medida que avanza en su nivel de desarrollo, crecerá la inversión directa enviada al exterior, de manera que en las últimas etapas del desarrollo del país la inversión directa enviada superará eventualmente a la recibida. Alguna evidencia para el caso español se presenta en Álvarez Cardeñosa (2003) o Durán y Úbeda (2005).

Todo ello no hace sino reflejar la inserción de la economía española en la economía mundial, si bien al haberse desarrollado en tiempos recientes la IDE ha sido objeto de mucha menos atención en la literatura académica en comparación con la IED. En general, las empresas españolas que invierten en el exterior se caracterizan por su mayor tamaño y productividad, así como por una mayor capacidad exportadora, un mayor esfuerzo tecnológico, y una mayor inversión en capital humano (Esteve y Rodríguez, 2014). Por otra parte, la IDE no se habría llevado a cabo a costa del empleo interno; así, en Bajo-Rubio y Díaz-Mora (2015) se obtenía, para el período 1995-2011, un impacto positivo, aunque cuantitativamente pequeño, de la IDE sobre el empleo interno, que sería superior para la IDE destinada a la UE y América Latina, y en actividades de servicios. Ello a su vez valida-

ría la hipótesis de que (al igual que sucedía con la IED), la IDE española tendría como principal objetivo la búsqueda de amplios mercados exteriores, de manera que las empresas realizarían diferentes tareas en España y en el exterior; y no tanto la búsqueda de mano de obra barata en el exterior.

V. CONCLUSIONES

Los movimientos de capitales tuvieron una gran relevancia en la primera globalización que culminó en 1914, si bien las turbulencias asociadas con la Primera Guerra Mundial y la posterior Gran Depresión limitaron su importancia en los años subsiguientes. Por todo ello, tras la Segunda Guerra Mundial la nueva arquitectura monetaria internacional diseñada en Bretton Woods propugnaba la liberalización de los intercambios comerciales, pero no así de las transacciones financieras. No es hasta los años 1980-1990 que empieza a propugnarse la plena liberalización de los movimientos de capitales, la cual entró en vigor en la UE a partir de 1990. Sin embargo, la liberalización de los movimientos de capitales no parece haber dado lugar a los efectos favorables destacados por la teoría, en términos de un mayor crecimiento, la suavización de las fluctuaciones, o una mayor disciplina de las políticas macroeconómicas, en particular para las economías emergentes. Adviértase, no obstante, que estos posibles efectos desfavorables serían tanto más probables en la medida en que, dentro de los movimientos de capitales, predomine la inversión de cartera sobre la inversión directa.

Por lo que respecta al caso español, ciertamente los períodos

de mayor crecimiento se caracterizaron por la existencia de déficits en la balanza por cuenta corriente, financiados por entradas de capitales exteriores que complementaron el ahorro interno; si bien, no obstante, los desequilibrios acumulados se traducían posteriormente en reducciones bruscas de dichas entradas de capitales, con los consiguientes procesos de ajuste en los años siguientes.

En este sentido, es importante tener en cuenta el papel particular desempeñado por la inversión directa. A diferencia de la inversión de cartera (el otro gran componente de los movimientos de capitales), caracterizada por su gran volatilidad y su extremada dependencia de factores coyunturales, la inversión directa registra una mayor estabilidad a lo largo del tiempo y depende en mayor medida de las condiciones económicas fundamentales de la economía del país en que se localiza. Por ello, cabría pensar que sus efectos sobre una economía fueran más relevantes a medio y largo plazo.

La inversión directa recibida del exterior tuvo una importancia fundamental en el desarrollo de la economía española desde mediados del siglo XIX. Posteriormente, tras el paréntesis que supuso la adopción de una estrategia caracterizada por el proteccionismo arancelario y el nacionalismo económico a finales del siglo XIX, recobró un papel relevante en la nueva etapa que se abre a partir de 1959, reforzada tras la restauración de la democracia en 1977, y definitivamente afirmada a raíz de la adhesión de España a la actual UE en 1986. Dicha inversión, por otra parte, se explicaría fundamentalmente por el tamaño del mercado español y no tanto por los relativamente menores costes laborales de la economía

española; y habría contribuido significativamente al crecimiento económico desde comienzos de los años 1960, si bien dicha contribución habría sido mucho mayor en los años 1960 y primeros 1970, es decir, cuando la economía española era más dependiente de las nuevas tecnologías procedentes del exterior. A su vez, la inversión directa enviada al exterior es un fenómeno que no comienza a tener relevancia hasta los años 1980, que se consolida definitivamente a partir de los años 1990, y que se habría llevado a cabo por las empresas más productivas y sin consecuencias negativas sobre el empleo interno. Este patrón, es decir, el crecimiento de la inversión directa enviada a medida que aumenta el nivel de desarrollo de un país, y que tendería a superar eventualmente a la inversión directa recibida, se ajustaría a la teoría de la senda de desarrollo de la inversión directa propuesta por Dunning (1981).

En cualquier caso, es necesario insistir en que, si bien el capital extranjero puede desempeñar un papel destacado a la hora de favorecer el crecimiento de una economía, dichos flujos deberían ser lo suficientemente estables y permanentes, favoreciendo la transferencia de tecnologías más avanzadas y no disponibles en el país de acogida. Y para ello, este debe poseer un nivel de desarrollo apropiado (en términos de instituciones, infraestructuras, capital humano, etc.) que le permita absorber estas nuevas tecnologías. Asimismo, tampoco debe olvidarse que, en unos tiempos caracterizados por una extraordinaria movilidad del capital, muy superior a la del trabajo, una empresa multinacional puede amenazar de manera creíble con trasladarse a otro país si no se aceptan sus condiciones. Finalmente, otro problema de suma importancia

lo constituye el hecho de que las multinacionales tienden a pagar la mayor parte de sus impuestos en aquellas jurisdicciones que les ofrecen un tratamiento fiscal más favorable, y no en los países donde llevan a cabo su actividad; con los consiguientes problemas para los Gobiernos, que terminan gravando principalmente el consumo y el trabajo, contribuyendo a reducir la progresividad del sistema fiscal.

De cara al futuro inmediato, cabe esperar que la economía española continúe siendo un foco de atracción y de emisión de inversiones directas, dada su elevada inserción en los mecanismos de la economía internacional y (a la hora de escribir estas líneas: primavera de 2024) su comportamiento razonablemente satisfactorio a nivel macroeconómico, con tasas de crecimiento notablemente superiores a las del promedio de la eurozona. Sin embargo, no deben olvidarse otros factores que aquejan actualmente a la sociedad española, tales como el aumento de las desigualdades, la pérdida de confianza en la instituciones o la polarización política, que tenderían a afectar negativamente a las perspectivas de crecimiento económico futuro y, en consecuencia, a la evolución de la inversión directa.

NOTAS

(*) Este artículo se ha beneficiado de los comentarios de RAFAEL MYRO, así como de la financiación recibida de la Universidad de Castilla-La Mancha a través del proyecto 2022-GRIN-34135, cofinanciado por la Unión Europea a través del Fondo Europeo de Desarrollo Regional.

(1) Estrictamente, la capacidad o necesidad de financiación de la nación es igual a la suma de los saldos de las balanzas por cuenta corriente y por cuenta de capital; sin embargo, este último concepto no fue introducido sino a partir de la 5.ª edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI, publicada en 1993.

(2) Los datos originales son de periodicidad mensual, por lo que las cifras de cada año representan la suma de las entradas o salidas registradas en los doce meses del año. Para facilitar su comparabilidad, ambas figuras se presentan a la misma escala.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ CARDEÑOSA, M. (2003). España en la senda de desarrollo de la inversión directa. *Revista Asturiana de Economía*, 26, pp. 87-102.

ÁLVAREZ LÓPEZ, M. E. y FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2014). El capital extranjero y la exportación española. En R. MYRO (dir.), *España en la inversión directa internacional*, (pp.203-242). Madrid: Instituto de Estudios Económicos.

BAJO-RUBIO, O. (1998). The saving-investment correlation revisited: The case of Spain, 1964-1994. *Applied Economics Letters*, 5, pp. 769-772.

BAJO-RUBIO, O. (2022). The role of foreign direct investment in growth: Spain, 1964-2013. *Applied Economic Analysis*, 30, pp. 263-276.

BAJO-RUBIO, O. y DÍAZ-MORA, C. (2015). On the employment effects of outward FDI: The case of Spain, 1995-2011. *Applied Economics*, 47, pp.2127-2141.

BAJO-RUBIO, O. y SOSVILLA-RIVERO, S. (1994). An econometric analysis of foreign direct investment in Spain, 1964-89. *Southern Economic Journal*, 61, pp. 104-120.

BAJO-RUBIO, O. y TORRES, A. (1992). El comercio exterior y la inversión extranjera directa tras la integración de España en la CE (1986-90). En J. VIÑALS (ed.), *La economía española ante el Mercado Único europeo. Las claves del proceso de integración*, (pp. 167-228). Madrid: Alianza Editorial.

BAJO-RUBIO, O. y YAN, H.-D. (2019). Globalization and populism. En F.-L. T. YU. y D. S. KWAN (eds.). *Contemporary Issues in International Political Economy*, (pp. 229-252). Singapore: Palgrave Macmillan.

BAJO-RUBIO, O., DÍAZ-MORA, C. y DÍAZ-ROLDÁN, C. (2010). Foreign direct investment and regional growth: An analysis of the Spanish case. *Regional Studies*, 44, pp. 373-382.

BALDWIN, R. y MARTIN, P. (1999). Two waves of globalisation: Superficial similarities, fundamental differences. En H. SIEBERT (ed.), *Globalisation and Labour*, (pp. 3-59). Tübingen: J.C.B. Mohr for Kiel Institute of World Economics.

BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2002). Current account deficits in the euro area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle?, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2, pp. 147-186.

CHANCEL, L. y PIKETTY, T. (2021). Global income inequality, 1820-2020: The persistence and mutation of extreme inequality. *Journal of the European Economic Association*, 19, pp. 3025-3062.

DAO, M. C., DAS, M. y KOCZAN, Z. (2019). Why is labour receiving a smaller share of global income? *Economic Policy*, 34, pp.723-759.

DUNNING, J. H. (1981). Explaining the international direct investment position of countries: Towards a dynamic or developmental approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, pp. 30-64.

DURÁN, J. J. y ÚBEDA, F. (2005). The investment development path of newly developed countries. *International Journal of the Economics of Business*, 12, pp. 123-137.

ESTEVE, S. y RODRÍGUEZ, D. (2014). Efectos de la inversión exterior sobre la exportación, el capital humano y el esfuerzo tecnológico. En R. MYRO (dir.), *España en la inversión directa internacional*, (pp. 331-354). Madrid: Instituto de Estudios Económicos.

FELDSTEIN, M. y HORIOKA, C. (1980). Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, 90, pp. 314-329.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*. Sexta edición (MBP6). <https://www.imf.org/es/Publications/Manuals-Guides/Issues/2016/12/31/Balance-of-Payments-Manual-Sixth-Edition-22588>

FRANKEL, J. A. (1992). Measuring international capital mobility: A review. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 82, pp. 197-202.

<p>GUTIÉRREZ-PORTILLA, P., MAZA, A. y VILLAVARDE, J. (2019). A spatial approach to the FDI-growth nexus in Spain: Dealing with the headquarters effect. <i>International Business Review</i>, 28, 101597.</p> <p>HANNAN, S. A. (2017). The drivers of capital flows in emerging markets post global financial crisis. <i>Journal of International Commerce, Economics and Policy</i>, 8, pp. 1-28.</p> <p>KOSE, M. A., PRASAD, E., ROGOFF, K. y WEI, S.-J. (2009). Financial globalization: A reappraisal. <i>IMF Staff Papers</i>, 56, pp. 8-62.</p> <p>LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. <i>Journal of International Economics</i>, 73, pp. 223-250.</p> <p>LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2018). The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the global financial crisis. <i>IMF Economic Review</i>, 66, pp. 189-222.</p> <p>L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y PEÑALOSA, J. (2006). El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM. <i>Cuadernos de Información Económica</i>, 192, pp. 17-29.</p> <p>MILANOVIC, B. (2024). The three eras of global inequality, 1820-2020 with the focus on the past thirty years. <i>World Development</i>, 177, 106516.</p> <p>MUÑOZ, J., ROLDÁN, S. y SERRANO, A. (1978a). La involución nacionalista y la vertebración del capitalismo español. <i>Cuadernos Económicos de ICE</i>, 5, pp. 13-221.</p> <p>MUÑOZ, J., ROLDÁN, S. y SERRANO, A. (1978b). <i>La internacionalización del capital en España, 1959-1977</i>. Madrid: Cuadernos para el Diálogo.</p>	<p>MYRO, R. (2003). Globalización, crecimiento económico y desigualdad, <i>Circunstancia: Revista de Ciencias Sociales del Instituto Universitario de Investigación Ortega y Gasset</i>, n.º 1. https://ortegaygasset.edu/wp-content/uploads/2019/05/Circunstancia_Numero_1_Abril_2003.pdf</p> <p>MYRO, R. (dir.) (2014). <i>España en la inversión directa internacional</i>. Madrid: Instituto de Estudios Económicos.</p> <p>NADAL, J. (1975). <i>El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913</i>. Barcelona: Ariel.</p> <p>PIKETTY, T. (2013). <i>Le capital au XXI^e siècle</i>. Paris: Éditions du Seuil [existe traducción castellana: <i>El capital en el siglo XXI</i>. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2014].</p> <p>PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2010). Spain's international position, 1850-1913. <i>Revista de Historia Económica/ Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, 28, pp. 173-215.</p> <p>PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2017). <i>Spanish Economic Growth, 1850-2015</i>. London: Palgrave Macmillan. https://www.palgrave.com/la/book/9783319580418 (actualizado 12-12-2023).</p> <p>PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2020). Foreign capital in 19th century Spain's investment boom. <i>European Review of Economic History</i>, 24, pp. 314-331.</p> <p>REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009). <i>This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly</i>. Princeton: Princeton University Press [existe traducción castellana: <i>Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera</i>. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2011].</p> <p>RODRÍGUEZ, F. y RODRIK, D. (2001). Trade policy and economic growth: A</p>	<p>skeptic's guide to the cross-national evidence. En B. S. BERNANKE Y K. ROGOFF (eds.). <i>NBER Macroeconomics Annual 2000</i>, pp. 261-325.</p> <p>RODRIK, D. (2011). <i>The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy</i>. New York and London: W. W. Norton, [existe traducción castellana: <i>La paradoja de la globalización. La democracia y el futuro de la economía mundial</i>. Barcelona: Antoni Bosch editor, 2011].</p> <p>RODRIK, D. (2018). Populism and the economics of globalization. <i>Journal of International Business Policy</i>, 1, pp. 1-22.</p> <p>RODRIK, D. (2021). Why does globalization fuel populism? Economics, culture, and the rise of right-wing populism. <i>Annual Review of Economics</i>, 13, pp. 133-170.</p> <p>TOBIN, J. (1978). A proposal for international monetary reform. <i>Eastern Economic Journal</i>, 4, pp. 153-159.</p> <p>TORTELLA, G. (1994). <i>El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX</i>. Madrid: Alianza Editorial.</p> <p>VIÑALS, J. (1992). Del control de cambios a la libre circulación de capitales. En J. VIÑALS (ed.), <i>La economía española ante el Mercado Único europeo. Las claves del proceso de integración</i>, (pp. 429-461). Madrid: Alianza Editorial.</p> <p>WEI, S.-J. (2018). Managing financial globalization: Insights from the recent literature. <i>Working Paper</i>, 24330. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research.</p>
---	--	--