



# LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Emilio Ontiveros y Sara Baliña*

Afi (Analistas Financieros Internacionales)

## Resumen

Describir los rasgos básicos que caracterizan el proceso de apertura al exterior de la economía española es el propósito de este trabajo. Lo hemos abordado descomponiendo esa dinámica en los dos grandes ámbitos, comercial y financiero, en los que se manifiesta la internacionalización de cualquier economía. Aun cuando los orígenes de ese proceso puedan situarse al comienzo de la década de los sesenta del siglo pasado, la atención preferente en estas notas se ha centrado en el cuarto de siglo que transcurre desde la adhesión de España a las Comunidades Europeas. Dentro de ese periodo, la incorporación de nuestro país a la fase final de la Unión Económica y Monetaria, en 1999, define el inicio de un período claramente diferenciado, no sólo por su mayor permeabilidad comercial y financiera en el seno de la eurozona, sino por la muy significativa aceleración del crecimiento económico y la incubación durante esos años de algunos desequilibrios relevantes. Una vez desencadenada la crisis económica y financiera global, la excesiva dependencia del ahorro exterior, en particular por parte del sector privado, convertirían a la española en una de las economías más vulnerables.

## Abstract

*The aim of the present work is to describe the basic features characterising the process of Spain's opening-up to the outside world. We have confronted the situation by decomposing the dynamics of the two great areas, commercial and financial, in which the internationalization of any economy becomes apparent. Even though the origins of the process may be at the beginning of the decade of the sixties, last century, the preferential attention is concentrated on the last quarter of a century since the beginning Spain's membership of the European Community. Within this period, the incorporation of our country to the final phase of the Economic and Monetary Union, in 1999, defines the start of clearly different period, not just due to the greater commercial and financial permeability in the heart of the Eurozone, but also due to the significant acceleration of economic growth and the incubation, during those years, of certain relevant imbalances. Once the global economic and financial crisis had been unleashed the excessive dependence on foreign savings, particularly by the private sector, was to turn Spain's economy into one of the most vulnerable.*

## 1. Introducción

Describir los rasgos básicos que caracterizan el proceso de apertura al exterior de la economía española es el propósito de este trabajo. Lo hemos abordado descomponiendo esa dinámica en los dos grandes ámbitos, comercial y financiero, en los que se manifiesta la internacionalización de cualquier economía. Aun cuando los orígenes de ese proceso puedan situarse al comienzo de la década de los sesenta del siglo pasado, la atención preferente en estas notas se ha centrado en el cuarto de siglo que transcurre desde la adhesión de España a las Comunidades Europeas. Dentro de ese periodo, la incorporación de nuestro país a la fase final de la Unión Económica y Monetaria, en 1999, define el inicio de un período claramente

diferenciado, no sólo por su mayor permeabilidad comercial y financiera en el seno de la eurozona, sino por la muy significativa aceleración del crecimiento económico y la incubación durante esos años de algunos desequilibrios relevantes. Una vez desencadenada la crisis económica y financiera global, la excesiva dependencia del ahorro exterior, en particular por parte del sector privado, convertirían a la española en una de las economías más vulnerables.

La estructura del trabajo gira en torno a dos ejes fundamentales: el constituido por las transacciones de bienes y servicios y el que articula las operaciones financieras. Se trata, en definitiva, de un marco o contexto general en el que apoyar una mejor comprensión de las aportaciones más específicas que se realicen a este volumen.

## 2. Delimitación conceptual

A menudo, se identifica la internacionalización de una economía con el aumento significativo de sus relaciones comerciales con el resto del mundo. Sin embargo, y aun cuando el mayor grado de apertura comercial de un país sea indicativo de avances en su proceso de internacionalización, éste debe entenderse en un sentido más amplio, en la medida en que lleva aparejado una integración sustancial de su tejido económico en los mercados mundiales de productos y servicios, de factores (trabajo y capital) y de activos financieros.

En el primer caso, con el objetivo de aprovechar las ventajas competitivas que cada país ofrece en términos de disponibilidad, precio y calidad de los bienes y servicios generados; en el segundo, como resultado de las diferencias en costes laborales y dotaciones de capital, tecnológico y no tecnológico, que incentiva la deslocalización por parte de las empresas de una parte más o menos significativa de su cadena de valor; y, por último, como respuesta a las posibilidades que ofrecen unos mercados financieros cada vez más profundos y líquidos, no sólo en términos de oportunidades de inversión en activos con distintos perfiles de rentabilidad-riesgo sino, y principalmente, como vía para obtener los recursos necesarios con los que financiar tanto la mayor presencia comercial en el resto del mundo como los procesos de deslocalización productiva.

En líneas generales, la internacionalización económica se puede entender desde una triple perspectiva:

- Apertura comercial
- Deslocalización de los factores productivos e intensificación de los flujos migratorios
- Internacionalización financiera y, en particular, de las decisiones de inversión directa y de cartera.

La apertura comercial suele constituir la primera fase de los procesos de internacionalización económica, sobre todo en el caso de empresas manufactureras, y tiende a venir precedida de avances significativos en el grado de liberalización exterior (reducción de aranceles y otras modalidades de restricciones comerciales). La creación de áreas de libre comercio, uniones económicas o áreas monetarias, en su máximo exponente, juega un papel clave a la hora de otorgar dimensión a esta modalidad de internacionalización. La constitución de la Unión Europea (UE), primero, y la Unión Económica y Monetaria (UEM), posteriormente, explican en buena parte el incremento de la apertura comercial de economías como la española en el último cuarto de siglo.

Por lo que respecta a la deslocalización, los progresos tecnológicos que ha experimentado el sector servicios, en términos de menores costes de transporte y comunicación, mejor conectividad y mayor desarrollo de los mercados financieros, han propiciado una acentuación de las decisiones de deslocalización empresarial por parte de la mayoría de economías de la OCDE. Los procesos de deslocalización, presentes en gran parte de los sectores de actividad, son especialmente relevantes en las ramas de textil, confección y calzado, producción de componentes electrónicos o en el sector del automóvil. El comportamiento de los flujos migratorios, aunque en sentido estricto no se incluye en el enfoque de internacionalización de una economía es, en muchas de ellas, un exponente más del grado de integración de su sistema productivo en la economía global.

El análisis de los flujos de variación de activos y pasivos financieros de un país frente al resto de mundo que ofrece la alanza Financiera, y la evolución de la Posición de Inversión Internacional (PII) de una economía, entendida ésta como la diferencia entre el valor de los activos y pasivos financieros de un país frente al resto del mundo, ofrece una visión más amplia del grado de inter-

nacionalización financiera. Esta tiene en las decisiones de inversión directa en el exterior (IDE) su principal exponente. Se trata de inversiones en las que el emisor pretende asumir el control e influir en la gestión de la empresa que se crea (modalidades *greenfield*), en la que se integra mediante fusiones o directamente que absorbe a través de adquisiciones. En todos los casos, y a diferencia de otros flujos de inversión, las IED asumen un mayor grado de permanencia en el país de destino. La modalidad más frecuente y la más importante cuantitativamente en las últimas décadas es la de inversiones amparadas en operaciones de fusión y adquisición. El vehículo que las materializa son las empresas multinacionales, aun cuando la proyección operativa de una empresa de esta naturaleza vaya más allá de la mera materialización de operaciones de IED. En general, lo que trata de hacer cualquier empresa multinacional es replicar en otros países las ventajas competitivas provenientes del país de origen u otras adquiridas y susceptibles de exhibir más directamente en el exterior.

A la internacionalización financiera de una economía contribuyen igualmente otros flujos de inversión como los de cartera, materializados en acciones y otras formas representativas del capital, pero de forma minoritaria, sin ánimo de control ni de influir en la gestión de la empresa destinataria. Además de participaciones accionariales no mayoritarias, en esa categoría de inversiones de cartera se incluyen también las concretadas en títulos de renta fija, tanto pública como privada. Un capítulo residual de flujos de capital, denominado “otras inversiones”, agrupa la financiación bancaria (depósitos y préstamos), así como operaciones con derivados financieros, entre otros.

### 3. De la empresa exportadora a la multinacional

Como en la mayoría de los países, los primeros compases del proceso de internacionalización de la economía española tuvieron un carácter eminentemente comercial, a través del incremento del volumen de importaciones y exportaciones. La entrada en lo que hoy se denomina Unión europea (UE) en 1986, con el consiguiente refuerzo de los flujos de intercambio con los principales países que la integraban y que llegaron a explicar más del 70% del total de exportaciones de España, es el episodio de referencia en esa dinámica. Se trata del inicio de una fase cuyos perfiles se han ido aproximando a los de otras economías avanzadas. Aunque algunas decisiones relevantes de inversiones directas en el extranjero mediante adquisición de empresas se remontan a finales de los ochenta y principios de los noventa, no fue hasta principios de la década de los 2000 cuando el proceso de internacionalización empezó a materializarse en decisiones de inversión extranjera de una cuantía significativa: de los 10.000 millones de euros anuales de entonces a los casi 50.000 millones de 2006-07.

El proceso de integración de la economía española con las europeas se completa formalmente con la participación en la fase definitiva de la UEM, a partir de enero de 1999. Una cesión de soberanía que, en el contexto de este trabajo, tiene en la renuncia a la manipulación del tipo de cambio su hecho diferencial más destacado. La economía española accedería a las ventajas que en términos de credibilidad de la política monetaria y nivel de tipos de interés nominales compartían las economías más estables, al tiempo que desaparecería el riesgo de cambio en las transacciones con los países de la eurozona. Junto a esos incentivos al crecimiento, esa homologación también significaría un mayor grado de integración financiera y una mayor competencia en todos los sectores, incluida la industria de servicios financieros.

Es la década que se inicia con el nacimiento del euro la que también estará presidida a escala global por una intensificación de la globalización financiera, amparada en un incremento sustancial de la desregulación de ese tipo de transacciones y la correspondiente ampliación de los flujos de capital transfronterizos. Las medidas convencionales de integración financiera revelan la importancia creciente del Área euro a nivel mundial, llegando a suponer, en media entre 2007 y 2010, el 21% del volumen total de activos y pasivos financieros extranjeros del mundo, un porcentaje incluso ligeramente superior al de EEUU.

Una dinámica de integración que resulta más acentuada si la relativización se establece respecto al propio PIB del Área euro (véase BCE, 2012), y de la que ha participado España, con la conversión de muchas de sus empresas exportadoras o simplemente con una posición ventajosa en el mercado doméstico de servicios, en verdaderas empresas multinacionales, que apelando a las distintas modalidades de IED, lograron materializar su incursión en el mercado internacional. El recurso a la creación de nuevas empresas *—greenfield—* fue menor en comparación a estrategias dominantes de adquisición total o parcial de empresas extranjeras, o de concesión de préstamos de larga duración entre compañías vinculadas accionarialmente.

Ha sido el periodo más reciente previo a la emergencia de la crisis, el comprendido entre los años 2003-06, el que ha pasado a tener en los flujos de inversión de cartera su principal manifestación y en el sector bancario su principal receptor. Aun cuando España ha incrementado de forma notoria sus posiciones en cartera en el exterior, ha sido el volumen de los flujos de inversión recibidos en esta misma modalidad de cartera el que ha establecido la diferencia a lo largo de esta última fase. Un volumen de inversión cuantitativamente muy elevado, y suficiente para cubrir las necesidades de

financiación asociadas a las posiciones de IED y a la expansión del gasto doméstico. Al igual que la media de países del Área euro, España ha sido desde principios de los 2000 importador neto de flujos de inversión de cartera y exportador neto de IED.

Para muchas economías el análisis de su proceso de internacionalización apenas hace referencia al grado de apertura a los movimientos de personas (factor trabajo), por ser su importancia relativa residual. En el caso de España merece cuando menos dejar constancia de su singularidad en los años finales a los que se refiere este análisis. Es verdad que su significación en la economía española no se limita sólo a su dimensión estrictamente demográfica sino también a su influencia en los flujos de rentas entre España y el resto del mundo. Es difícil entender la fase expansiva que concluye con la emergencia de la crisis en 2007 sin esos flujos masivos de trabajadores extranjeros.

En la balanza de rentas del trabajo los volúmenes de ingresos y pagos son en ambos casos muy reducidos, no superiores a los 1.800 millones de euros anuales en los últimos años (menos de un 2% del PIB). Sin embargo, en esta balanza suelen recogerse las remuneraciones a trabajadores que de forma puntual han contribuido al proceso productivo de un país. Donde queda patente el impacto de la inmigración en España es en la balanza de transferencias corrientes y, en concreto, en la rúbrica de remesas de trabajadores, ligeramente superavitaria hasta el 2004 y deficitaria desde entonces por algo menos de un 0,5% del PIB. Los pagos por remesas de España, según las cifras de Balanza de Pagos, han ascendido en 2011 a casi 7.500 millones de euros frente a los 1.500 millones del 2000. Considerando los datos ofrecidos por la UNCTAD, este importe es equiparable al de Italia en los últimos años, llegando incluso a alcanzar el de Alemania en 2007.

### 3.1. Internacionalización comercial

Los avances en la internacionalización comercial de la economía española han sido muy significativos, en particular en el segmento de bienes. La entrada de España en la UE es el hito central en este proceso, que se consolidaría con la participación en la fase final de la UEM. La evolución de la tasa de apertura comercial es más que representativa de este patrón: el peso de las exportaciones e importaciones totales de España en el PIB se situaba en cotas del 50% a mediados de los años noventa; en 2007, antes del inicio de la crisis económica, ese porcentaje superaba ligeramente el 60%. De estos 10 puntos de aumento relativo, casi seis se correspondieron al comercio de bienes.

La explicación a este comportamiento es doble: por una parte, la naturaleza del modelo de crecimiento registrado por la economía española en ese período, altamente intensivo en factores productivos y demandante de bienes y servicios de importación (las importaciones incrementaron su peso relativo en la economía en casi 6 puntos porcentuales entre 1998 y 2007); por otra, los esfuerzos de las empresas españolas por lograr una mayor presencia en los mercados exteriores y la consolidación de España como uno de los principales destinos turísticos a nivel mundial.

La radiografía que ofrece el análisis comparado de los ingresos de las principales compañías españolas cotizadas en el IBEX, entre los años 2001 y 2010, representa bien los avances en el proceso de internacionalización: limitando la muestra de empresas seleccionadas a aquellas que ya en 2001 tenían presencia en el exterior, el volumen de ingresos generados en España pasó de significar un 65% de total en media en 2001 a situarse en el 48% en 2010. En el caso de empresas como Ebro Puleva, Inditex, Abengoa o Técnicas Reunidas el porcentaje de ingresos por ventas al exterior superó en 2010 el 70% del total. Las cifras preliminares de 2011 ponen de manifiesto hasta qué punto la

exposición al mercado internacional ha contribuido a amortiguar el impacto que sobre el nivel de beneficios del grueso de empresas del IBEX está teniendo una demanda interna muy deprimida.

Tabla 1  
Compañías del IBEX35. Porcentajes de ingresos generados fuera de España

	2010	Anterior	
	%	Año	%
Abengoa	74,3	2001	36,3
Abertis	50,0	2001	15,6
Acciona	24,3	2003	23,3
Acerinox	90,5		n.d
ACS	31,8	2001	15,6
Amadeus	8,0	2008	8,7
Banco Sabadell	2,6	2001	9,1
BME	0,0	2008	0,0
DIA	57,1		n.d
Ebro Foods	93,6	2001	40,6
Enagás	0,0	2006	0,0
Endesa	31,7		n.d
FCC	43,1	2006	18,1
Ferrovial	68,3	2001	42,3
Gamesa	88,7	2005	50,9
Gas natural	40,0	2001	21,5
Grifols	n.d		n.d
Inditex	70,6	2002	54,0
Red eléctrica	2,8	2001	0,0
Sacyr	30,3	2001	0,0
Técnicas reunidas	83,8	2003	58,1
Teléfonica	68,8	2001	49,0

Fuente: Afí, JCF.

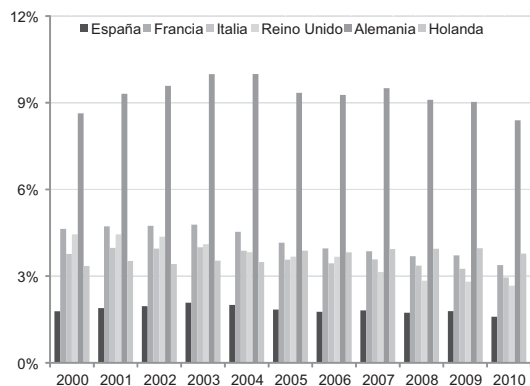
Por lo que respecta a la capacidad exportadora de España en el segmento de bienes, es destacable el hecho de que su cuota en el comercio mundial se haya mantenido prácticamente inalterada en la última década, aun cuando los indicadores tradicionales de competitividad-precio cifran la pérdida de competitividad exterior de la economía española desde su pertenencia al área euro en un rango comprendido entre el 10 y 15%, y la presencia de competidores emergentes haya sido sustancialmente superior a lo largo de este período.

Así, China, ha cuadruplicado su importancia relativa en el comercio mundial hasta convertirse en la segunda economía, sólo por detrás de Alemania, con mayor cuota de mercado.

En el período 2000-10, la cuota de España en el comercio mundial de bienes se ha mantenido estable en niveles del 2% (frente al 1% de principios de los noventa), contrastando con las reducciones observadas en las correspondientes cuotas de Francia (del 4,6 al 3,8%), Italia (del 3,77 al 2,95%) o incluso Alemania (en medio punto hasta el 8,3%). Sin embargo, España sigue teniendo como asignatura pendiente el tamaño relativo de su sector de exportación de mercancías. Mientras que en Italia o Francia el volumen de exportaciones supera el 20% del PIB, y en Alemania ronda el 40%, en España todavía representa en torno a un 16-17%.

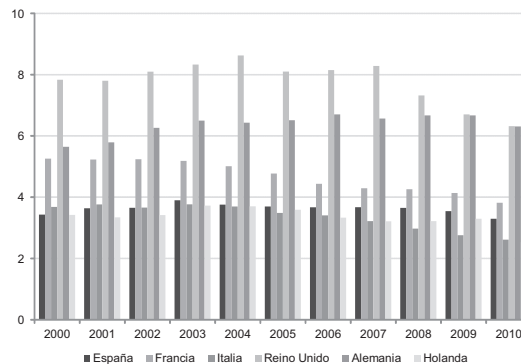
Donde la economía española mantiene una posición destacada es en los intercambios de servicios, con una cuota de mercado en el comercio mundial estable y próxima al 4%. Que España continúe estando entre los tres países del mundo con mayor entrada de turistas e ingresos por turismo justifica, en gran medida, esta evolución. Pero aunque el turismo y el transporte sigan teniendo

Gráfico 1  
Cuota mundial de exportaciones de bienes



Fuente: Afí, UNCTAD.

Gráfico 2  
Cuota mundial de exportaciones de servicios.  
En porcentaje



Fuente: Afí, UNCTAD.

un peso muy significativo en las exportaciones totales de servicios (cerca de un 60%), otros servicios, como los empresariales o de construcción, han ganado importancia relativa y lo han hecho a ritmos superiores a los observados en la mayoría de países de la UE.

### 3.1.1. Intercambios de bienes

El déficit de la balanza comercial ha constituido un rasgo característico de la economía española desde los primeros compases de su proceso de apertura exterior, aunque sería a partir de la entrada en la UME cuando se intensifica y adquiere mayor dimensión. En realidad, ha sido la magnitud de ese desequilibrio comercial el que ha explicado desde finales de los años noventa el grueso de las crecientes necesidades de financiación exterior de la economía, que alcanzarían el 10% del PIB en el momento álgido del último ciclo expansivo y situarían a España, junto con Portugal e Islandia, como una de las economías del mundo con un déficit por cuenta corriente más abultado. La causa del déficit de la balanza de mercancías (rozó el 9% del PIB en 2008) no reside tanto en

un pobre comportamiento de las exportaciones de bienes, con un crecimiento promedio en términos reales entre el 2000 y el 2007 próximo al 5,5% anual (superior al registrado por Francia, Italia o Portugal), como en la elevada importancia relativa de las importaciones, debido, en gran parte, a la tradicional dependencia energética española. Ello queda reflejado en una reducción persistente de la tasa de cobertura (volumen de importaciones de bienes que pueden ser cubiertas con las ventas de mercancías al exterior), que pasó de situarse en el 80% entre 2001 y 2003 a registrar un mínimo a mediados de 2008 en cotas del 67%, y en el hecho de que el déficit por energía haya llegado a representar, en media entre 2000-08, el 35% del déficit comercial total. La fase de expansión económica que caracterizó a la economía española en esos años también explica el importante aumento de las compras de bienes intermedios y de capital, con avances promedios del 6% anual.

Sin embargo, y con independencia de este crónico desequilibrio comercial, es necesario destacar dos factores diferenciales que han tenido lugar en la dinámica exportadora de España en la última década y que ayudan a justificar tanto la resistencia del flujo de exportaciones a cambios en el ciclo de comercio mundial (de la magnitud del experimentado entre 2008-09 y del iniciado a mediados de 2011), como su buen comportamiento relativo a pesar de que los índices de tipo de cambio efectivo real revelasen pérdidas de competitividad exterior elevadas desde la incorporación de España a la eurozona. El primero de ellos hace referencia al mayor grado de diversificación geográfica alcanzado por las ventas de bienes de España al exterior, y el segundo a su patrón de especialización por tipo de producto.

Así, en 2000, el 60% del total de exportaciones de mercancías se dirigía a países con los que compartíamos moneda; en el 2010-11, este porcentaje se ha reducido al 55%, compensado por una mayor presencia en países de Europa del Este,

Asia industrializada, Oriente Medio o el Magreb. Que el grupo de países BRIC haya incrementado su cuota en las exportaciones españolas de apenas un 2% a principios de década al 4,3% de finales de 2011, es otro de los factores que da cuenta de esa mayor diversificación. Generar mayores ganancias en este ámbito continúa siendo un reto importante para el comercio español, en un contexto en el que las perspectivas de crecimiento económico para los principales socios comerciales de España a medio plazo son, cuando menos, moderadas. Aun reconociendo la importancia de aumentar la presencia en economías emergentes, también es necesario recordar que sólo Francia, Alemania, Italia o Portugal concentran hoy el 45% del total de exportaciones. En los cuatro casos, estamos ante mercados maduros, donde es difícil incrementar cuota de mercado, pero donde el mantenimiento de la presencia actual puede ser suficiente para evitar un deterioro en la posición competidora española a escala mundial.

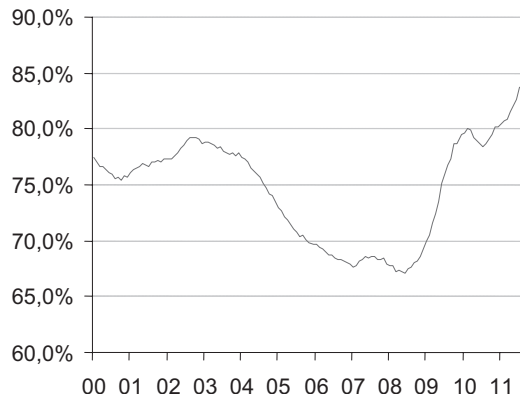
La explicación del segundo factor diferencial, la especialización por tipo de producto, exige distinguir entre los dos principales tipos de competitividad y su reflejo en las exportaciones españolas. El primer tipo se basa en la evolución de los indicadores que aproximan la competitividad de una economía a través de sus precios relativos frente a los países con los que realiza la mayoría de sus intercambios comerciales. En este sentido, y tal como hemos comentado, España se sitúa, junto a economías como Portugal o Irlanda, entre aquellas de la eurozona que más competitividad han perdido desde su creación: el aumento de precios al consumo y costes laborales ha sido superior al de la media del área monetaria, en un contexto de ritmos de crecimiento muy reducidos de la productividad del trabajo. Sin embargo, esta idea general debe ser matizada por el hecho de que muchas de las empresas exportadoras españolas, en particular las de mayor tamaño, se caracterizan por presentar niveles de productividad e incre-

mentos en costes similares a los de sus mayores competidores en los mercados internacionales, de ahí que no puedan homologarse los umbrales de competitividad agregada con los que poseen las empresas con mayor vocación exportadora.

El segundo tipo de aproximación a la competitividad de las exportaciones tiene en cuenta el grado de diferenciación del producto vendido y, en general, sus ventajas comparativas en términos de calidad o localización. Es en este punto donde España destaca por disponer de una oferta más diversificada y en algunas gamas con menor sensibilidad a alteraciones en los precios como destaca Myro (2012). En Fedea (2010) se subraya que las exportaciones españolas están especializadas en bienes intermedios expuestos a la competencia internacional, pero con un perfil tecnológico medio-alto (exportaciones basadas en innovación en sectores como el químico, el de fabricación de material de transporte o maquinaria) y bienes con un perfil tecnológico medio-bajo pero diferenciados por su calidad o localización (alimentación, bebidas, calzado, etc.). Es por ello que no existe una relación histórica robusta entre la evolución de las exportaciones de bienes españolas y la de su tipo de cambio efectivo real.

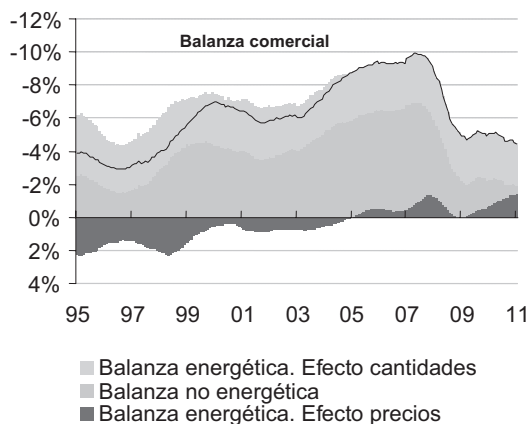
Ahora bien, el proceso de ajuste interno en el que se haya inmersa la economía, y que además de contener el crecimiento de las importaciones de bienes se está traduciendo en una corrección significativa de los precios relativos con el área

Gráfico 3  
Tasa de cobertura comercial de España.  
En porcentaje



Fuente: Afi, Banco de España.

Gráfico 4  
Composición del saldo balanza comercial de España.  
En porcentaje del PIB



Fuente: Afi, Banco de España y Ministerio de Economía.

Tabla 2  
Cuota de cada país en las importaciones de bienes de Alemania. En porcentaje sobre el total

	Área Euros	España	Francia	Italia	Portugal	Holanda
Media 2000/07	41,7	2,9	9,0	6,3	0,8	8,1
2008	39,7	2,6	8,0	5,8	0,5	8,3
2009	38,9	2,7	8,0	5,7	0,5	8,4
2010	38,3	2,8	7,8	5,4	0,5	8,4
2011	37,6	2,6	7,5	5,3	0,5	8,8

Fuente: Afi y Datastream.



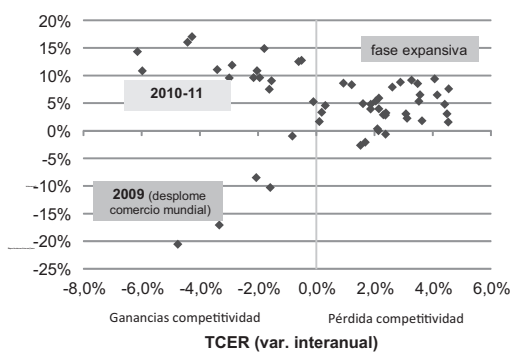
euro, ha reducido el déficit comercial de 2011 (en el 3,8% del PIB) a menos de la mitad del nivel de pre-crisis. Y lo que es más relevante, ha prácticamente anulado el desequilibrio en el saldo de intercambios de bienes no energéticos. Que España haya logrado convertir en superavitaria su balanza comercial con el Área euro y el conjunto de la UE es igualmente sintomático de la alteración que la crisis está originando sobre su posición comercial con el resto del mundo.

### 3.1.2. Balanza de servicios

A diferencia de la balanza comercial, la de servicios ha presentado en España históricamente un saldo superavitario, que ha oscilado entre el 2,5 y el 3,5% del PIB. Ha sido la rúbrica de servicios turísticos la que lo ha hecho posible, ya que no fue hasta mediados de 2010, cuando la balanza del resto de servicios se hizo ligeramente positiva, tras presentar déficit por un 0,5-1,0% del PIB desde principios de los años noventa. El hecho de que de la producción de bienes y servicios ligados a turismo suponga en torno a un 10% del PIB total tiene su correspondencia en las cifras de ingresos por turismo extranjero. Con cifras a 2010, España era el tercer destino del mundo por entrada de turistas extranjeros (sólo superada por Francia y EEUU), y el segundo con mayor generación de ingresos por este concepto, del orden de 40.000 millones de euros anuales.

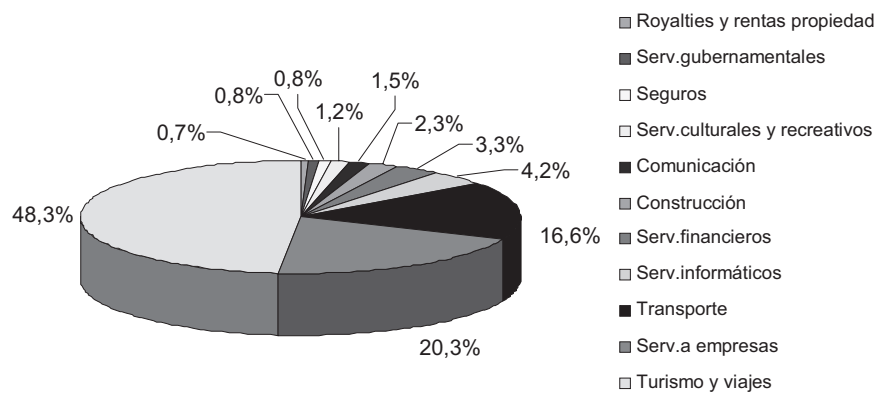
Sin embargo, y al igual que en el caso de las exportaciones de bienes, en las de servicios se han hecho esfuerzos relevantes por aumentar su grado de diversificación, aunque en este caso el predominio de los servicios turísticos y de viajes

Gráfico 5  
Evolución de las exportaciones de bienes españolas y del tipo de cambio efectivo real de España según costes laborales unitarios



Fuente: Afí, INE, BCE.

Gráfico 6  
Distribución de las exportaciones de servicios de España. En promedio 2000/11 en porcentaje sobre el total



Fuente: Afí, Banco de España.

continúa siendo muy elevado: en media, entre el 2000 y 2011 supusieron el 48% de las exportaciones totales de servicios. Sin duda, las ganancias más elevadas se dan en los servicios prestados a empresas, casi duplicando su cuota en la última década: representan ya el 20% del agregado. Desde niveles más reducidos pero con una progresión igualmente destacable, están los servicios financieros, informáticos o de construcción. Geográficamente, la diversificación en servicios ha sido menor: el Área euro, Reino Unido, Suecia y Dinamarca concentran en los últimos el 70% de las exportaciones de servicios, un porcentaje similar al observado a principios de los 2000.

### 3.1.3. Importancia relativa y principales características de las empresas exportadoras españolas

Las empresas exportadoras españolas constituyen un porcentaje bastante reducido del total (en 2009, las empresas exportadoras manufactureras representaban en torno a un 3% del total<sup>1</sup>) y se caracterizan por presentar una elevada heterogeneidad: empresas de elevada dimensión, con ratios de productividad y eficiencia similares a los de sus comparables europeas, y de pequeño y mediano tamaño. Consecuentemente, tienen más dificultades para participar de las estrategias de internacionalización en su sentido más amplio y estructuras financieras más vulnerables.

Aun cuando en los últimos años se ha producido un incremento del censo de empresas exportadoras, la concentración de la actividad generada en un número reducido de ellas es significativa: en 2009, las 25 principales empresas exportadoras explicaban un 23% de las ventas exteriores totales

<sup>1</sup> Según datos de la Secretaría de Estado de Comercio (SEC), ICEX y CSC, a partir de Aduanas, y el Directorio Central de Empresas (DIRCE), del INE. Véase Afi: "Internacionalización, empleo y modernización de la economía española", 2010. ICEX.

de España y las 500 mayores el 56,1% del volumen total anual de exportaciones.

En todo caso, las empresas exportadoras españolas poseen, en media, niveles de productividad, intensidad innovadora y ratios de capital físico por trabajador superiores a los del promedio de empresas no exportadoras (véase Afi e ICEX, 2010), lo que ayuda a explicar el mantenimiento de la cuota mundial de España en el comercio de bienes y servicios en la última década, pese a la irrupción en el comercio internacional de economías emergentes altamente competitivas en precio.

El obstáculo que representa el escaso tamaño del promedio de empresas exportadoras tiene consecuencias relevantes en términos de:

- Restricciones de España para incrementar su presencia en el comercio internacional y, en particular, en aquellas áreas donde los costes de entrada y establecimiento son especialmente significativos. Es el caso de los países del Asia industrializada: el peso de las exportaciones de bienes de España a esta área ha oscilado entre el 1,5-2,0% en la última década, situándose incluso por debajo del peso promedio de los años noventa.
- Menor importancia relativa de las estrategias de deslocalización empresarial. Según Gordo y Tello (2012), tan sólo un 4% de las empresas españolas participa en operaciones de deslocalización o inversión directa en otros países, cuando, por ejemplo, en Alemania, este porcentaje representa el 9%.
- Elevado grado de rotación: entre el año 2003 y 2010, el porcentaje de empresas que inician en cada ejercicio su actividad exportadora y aquellas que la abandonan es bastante similar y en ambos casos oscila entre el 28 y el 32%.

Tabla 3  
Evolución del censo de empresas españolas exportadoras y totales

	2002	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Empresas exportadoras	66.278	69.307	90.082	93.279	96.401	99.232	100.177	97.418	101.395	107.579	109.363	116.322*
Total (DIRCE)	2.595.392	2.645.317	2.710.400	2.813.159	2.942.583	3.064.129	3.174.393	3.336.657	3.422.239	3.355.830	3.291.263	3.250.576
Sin asalariados	1.417.221	1.408.792	1.425.332	1.459.938	1.500.396	1.574.166	1.616.883	1.706.140	1.754.374	1.767.470	1.774.005	1.795.321
< 10 asalariados	1.021.248	1.078.778	1.120.344	1.182.845	1.265.349	1.306.597	1.365.203	1.431.323	1.465.019	1.402.996	1.354.176	1.299.400
10-49 asalariados	135.114	134.513	140.435	145.442	151.512	156.471	164.195	169.604	172.078	157.242	137.161	130.994
50-199 asalariados	17.735	18.820	19.658	19.888	20.120	21.397	22.454	23.517	24.303	22.747	20.843	19.864
>200 asalariados	4.074	4.414	4.631	5.046	5.206	5.498	5.658	6.073	6.464	5.375	5.078	4.997

\* Dato hasta noviembre.

Fuente: SEC, cámaras, ICEX, INE.

- Diferencias significativas en las tasas de supervivencia ante cambios en el ciclo del comercio mundial. González, Rodríguez y Tello (2012) constatan que ante la fuerte corrección del comercio internacional de bienes en 2009, las empresas exportadoras más pequeñas, menos productivas, que han apostado en menor medida por la IDE y cuentan con una estructura de financiación menos diversificada, han sido las que redujeron su volumen de exportación en mayor medida y las que también registraron tasas de abandono de la actividad exportadora más elevadas.

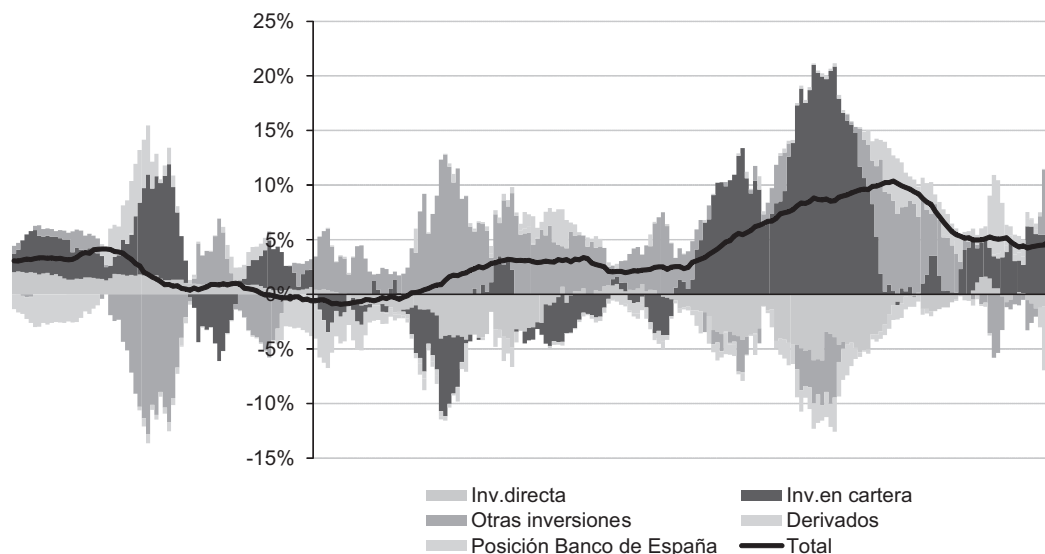
### 3.2. Internacionalización financiera

Entender el proceso inversor en la economía española durante la última década exige su contextualización en la que, probablemente, fue la fase de mayor apertura financiera de la historia de España de la mano de su presencia en la zona monetaria común. Recordemos que la pertenencia

a la UEM dispuso, entre otras muchas consecuencias, la de igualar prácticamente los tipos de interés a corto plazo con los vigentes en las economías más estables, Alemania de forma destacada. También significó, obviamente, la desaparición del riesgo de cambio y la asimilación a la “tradicón cultural” del Bundesbank de mantenimiento de un tipo de cambio suficientemente defensivo de filtraciones inflacionistas.

Todavía en vísperas de la crisis, esa dinámica inversora alcanzaba niveles propios de algunas economías emergentes. En 2007 la tasa de inversión agregada alcanzó cotas superiores al 31% del PIB (coincidiendo con los máximos del último ciclo expansivo), mientras que la tasa de ahorro doméstico permaneció estable en niveles del 22-23%. Esta brecha de financiación fue cubierta con ahorro externo, canalizado, en los primeros años 2000 a través de inversiones a corto plazo (préstamos, depósitos, etc.) pero, a partir de 2003, en forma de inversiones en cartera. Los principales acreedores de España fueron los grandes países del Área euro, en concreto Alemania y Francia. El exceso de ahorro de su sector privado, intermediado por el sector bancario, se materializó en compras

Gráfico 7  
Balance financiera de la economía española. Porcentaje del PIB



Fuente: Afí, Banco de España.

de títulos de deuda española con los que financiar las decisiones de inversión de hogares y empresas. En esos años, las familias españolas, con acceso a la financiación bancaria en condiciones de precio y plazo históricamente favorables, vieron fuertemente alterada su posición de balance: se convirtieron en el segundo sector institucional de la economía con mayores necesidades de financiación (prestarios netos). La deuda bruta contraída para la adquisición de vivienda superó el 170% de su renta disponible y, en agregado, el importe de sus préstamos llegó a ser de casi dos veces el volumen de sus activos financieros en efectivo y depósitos bancarios. El deterioro en la posición deudora de las empresas no financieras fue también relevante, si bien es cierto que la naturaleza de la inversión que llevaron a cabo (inversión en equipo, infraestructuras, IED, etc.) le restaba vulnerabilidad ante episodios de estrés como el vivido a partir de 2007.

Para el resto del mundo, el atractivo de realizar inversiones de cartera en España de la magnitud observada entre 2004-07 residía en la

propia naturaleza de las inversiones. En su mayoría se trataba de títulos de deuda emitidos por el sector bancario con garantía hipotecaria. Contar con el respaldo de la cartera hipotecaria de las entidades le otorgaba una calidad crediticia elevada y el hecho de que la evolución de su valor estuviese ligada al propio comportamiento del mercado inmobiliario español, en una fase alcista como la de entonces, con perspectivas elevadas de revalorización del precio de la vivienda, le confería, además, el atractivo de una apreciable rentabilidad. En la deuda del Tesoro, el porcentaje de tenencias del sector de no residentes sobre el total también se vio fuertemente incrementado, tanto que en algunos meses de 2007 llegó a suponer el 50% del total.

Sin la afluencia de ahorro externo, por importes próximos al 10% del PIB durante casi tres años, no se entenderían los elevados ratios de endeudamiento privado de la economía española (excluyendo al sector financiero, en torno al 225% del PIB en 2010, de los más elevados de las economías de la eurozona comparables, con la

excepción de Portugal e Irlanda) ni el deterioro en su PII, deficitaria por casi la misma cuantía que el tamaño del PIB. Sin embargo, y en línea con lo comentado en apartados anteriores, ese ahorro externo también fue clave para financiar procesos de crecimiento empresarial, incluido la implantación de las empresas españolas en el exterior.

Pero así como la financiación procedente del resto del mundo fue clave para consolidar la mayor fase expansiva de la economía española también constituyó uno de los principales catalizadores de la recesión de los años 2008-09. La desconfianza en la posición del sector bancario, primero, y en la sostenibilidad de las cuentas públicas, posteriormente, se tradujo en fuertes ventas de deuda española, bancaria y pública, principalmente por parte de los países europeos que habían liderado las entradas de inversión en los años de crecimiento. La sequía de financiación privada, en sus distintas modalidades, y la reacción de los bancos centrales, reforzando la operativa de inyección de liquidez al sector bancario, alteró el patrón de financiación exterior de España y de la mayoría de economías con dependencia elevada del ahorro externo y vulnerabilidades internas significativas. La liquidez inyectada por el Eurosistema y canalizada por las entidades bancarias residentes a los mercados domésticos se ha convertido, desde finales de 2009, en la principal fuente de financiación de España. La pérdida de importancia relativa del sector no residente en las tenencias de deuda soberana hasta cotas inferiores al 40% en 2011 es representativa de ello.

Con todo, la composición de la Balanza Financiera de la Balanza de Pagos es, sin duda, la mejor muestra de este patrón y de los cambios que se han producido en la estructura y naturaleza de la financiación exterior de la economía española desde mediados de los noventa.

Desde 1995 hasta principios de la década de los 2000, la sub-balanza de “otras inversiones” constituía la principal fuente de financiación de un déficit por cuenta corriente que en esos años pasó

de representar apenas un 1% del PIB a superar el 4%. En ese período, el saldo de IED se hizo progresivamente más negativo (representando casi un 5% del PIB), a pesar de la mayor presencia del resto del mundo en España bajo esta modalidad de inversión. En el 2000, consolidada la incorporación a la UEM, el volumen de entradas de IED superó los 40.000 millones de euros. La economía española exhibía sus menores costes laborales españoles como una ventaja competitiva sobre otros países miembros y las expectativas de rentabilidad generadas por un ciclo económico expansivo. También fue en esos años cuando se produjo una nueva fase de expansión de IED por parte de las empresas españolas, alcanzando importes anuales promedio de inversión de 60.000 millones de euros, un 10% del PIB.

Tras la desaceleración de 2001-02, las empresas españolas iniciaron la que sería la segunda oleada relevante de IED, con flujos de salida por este concepto próximos a los 100.000 millones de euros anuales en los años de mayor crecimiento (2006-07). El resultado fue un incremento sustancial del *stock* de IED emitida por España, que pasó de un 7% del PIB en promedio durante los años noventa a más del 30% entre los años 2000 y 2010. El atractivo de España como país receptor de IED tampoco decayó durante estos años, y de hecho, el nivel del *stock* de IED del resto del mundo en nuestro país (en torno a un 38% del PIB) lo ha situado en una posición destacada a escala mundial.

Es en este último período cuando, además, la inversión en cartera se erige como la principal fuente de captación de ahorro exterior, contribuyendo, en parte, a dar soporte a las decisiones en IED de las empresas españolas pero, sobre todo, a financiar el ciclo de inversión doméstica. Con un saldo positivo en la balanza de inversión en cartera cercano al 20% del PIB en 2005 y 2006, España llegó a registrar entradas en esos ejercicios por más de 200.000 millones de euros. Se materiali-

zaron, mayoritariamente, en compras de bonos bancarios respaldados por activos inmobiliarios (cédulas hipotecarias y bonos de titulización), al hilo del auge del mercado inmobiliario y del proceso de endeudamiento del sector privado español durante esta fase.

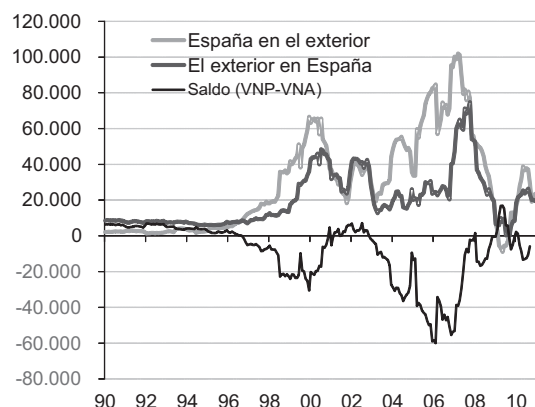
El deterioro de la PII española, pese a los esfuerzos de internacionalización antes comentados, es el reflejo de un endeudamiento externo persistente. En 2011, la deuda con el resto del mundo ascendió a cotas próximas al 170% del PIB y el valor total de los pasivos españoles con el exterior a 2,35 billones de euros, dos veces el PIB. Por tipología de inversión, es la modalidad de inversión en cartera la que presenta una posición neta más negativa: el valor de los activos en cartera de España es inferior al valor de sus pasivos. La posición en IED, por el contrario, se ha situado en los últimos años, prácticamente, en equilibrio.

Tras la fuerte reducción experimentada en el volumen de flujos de capital transfronterizos a escala mundial, y con especial intensidad en el Área euro, entre 2008 y 2009, la recuperación incipiente iniciada a partir de 2010 nos deja una

radiografía que difiere de forma sustancial de la de los años previos a la crisis. Por un parte, porque los importes son ahora muy inferiores, en respuesta a un entorno de volatilidad y aversión al riesgo mayores, y en consonancia con el proceso de reducción de deuda que está acometiendo el sector privado (en especial el bancario) de EEUU y de algunas de las principales economías europeas. Por otra, e íntimamente ligada a la anterior, porque la naturaleza de los flujos de inversión vuelve a situar en un primer plano a las fuentes de financiación con vocación más cortoplacista y al sector público como el sector institucional que más contribuye a explicar el incremento relativo en el volumen de pasivos con el exterior.

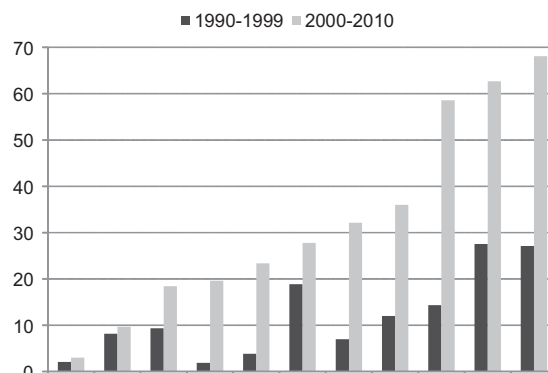
España no constituye una excepción a esta tendencia general. Las restricciones de liquidez y las estrategias de adelgazamiento de balance a nivel empresarial están siendo sinónimo de reducción en el volumen de activos y pasivos de España en IED. La intensidad del proceso de restructuración del sistema bancario europeo, el reducido apetito por activos de deuda bancaria y la desconfianza que genera la deuda soberana de economías con una

Gráfico 8  
Balance de IED de España. En millones de euros



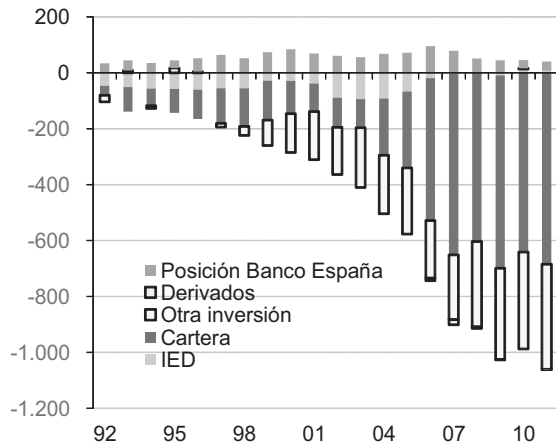
Fuente: Afí, Banco de España.

Gráfico 9  
Stock de IED de cada país en el exterior. Porcentaje del PIB de cada país, media del período



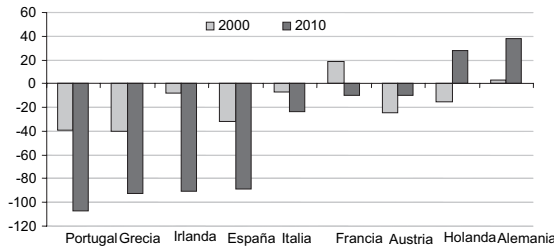
Fuente: Afí, Banco de España.

**Gráfico 10**  
Posición de inversión internacional de España por tipología de inversión. En miles de millones de euros



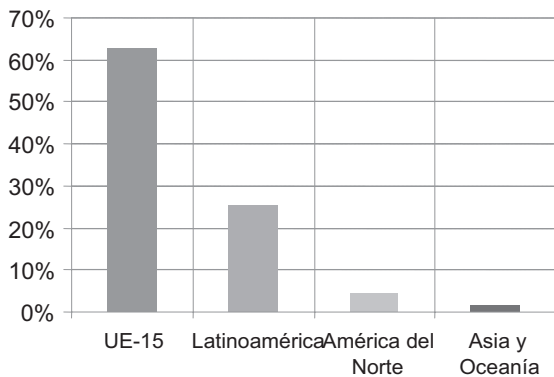
Fuente: Afí, Banco de España.

**Gráfico 11**  
Estructura de tenencias de deuda del Tesoro español. En porcentaje sobre el total



Fuente: Afí, Tesoro de España.

**Gráfico 12**  
Posición de inversión internacional. Porcentaje del PIB



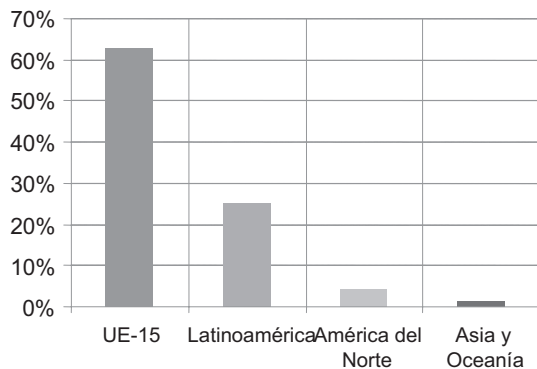
Fuente: Afí, EUROSTAT.

posición de sus cuentas públicas menos saneada y con peores perspectivas de crecimiento, continúa limitando la recuperación de los flujos de inversión de cartera. Casi de forma ininterrumpida desde mediados de 2008, España ha registrado salidas netas de este tipo de inversión por parte del resto del mundo, un fenómeno que ha tenido réplica en la intensa caída que también han experimentaron las posiciones de activo de España en el exterior por este mismo concepto. Atendiendo a la evolución del valor de los pasivos exteriores de la economía española por sector que los contrae, destaca claramente el fuerte aumento del pasivo de las Administraciones públicas (lógico teniendo en cuenta los niveles de déficit público de los tres últimos años y el deterioro en el ratio de deuda pública sobre PIB), en clara contraposición con la cesión experimentada por el valor de los pasivos contraídos por el sector privado no financiero.

### 3.2.1. Naturaleza de los flujos de IED de España en el exterior

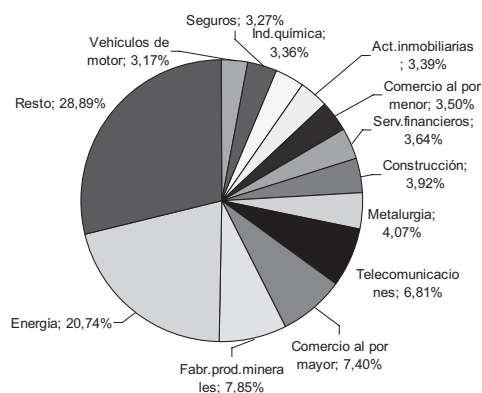
Llegado a este punto, conviene analizar brevemente la naturaleza de los flujos de IED realizados por España en el exterior. En la primera oleada de expansión internacional por las empresas españolas (desde finales de los noventa hasta 2001-02), el grueso de las inversiones en IED se materializaron en Latinoamérica y, especialmente, en los sectores de la energía y las comunicaciones. En esta fase se llevaron a cabo operaciones como la adquisición por parte de Repsol de la argentina YPF en 1999, que supuso casi el 90% de los flujos de inversión neta de España en el exterior durante ese ejercicio. Según el análisis realizado por Menéndez y Méndez (2011), las emisiones de acciones y participaciones, junto con la contratación de préstamos bancarios, constituyeron las dos vías fundamentales de financiación de la IED en estos años.

Gráfico 13  
Stock de IED de España en 2009 por destino.  
En porcentaje sobre el total



Fuente: Afi, DATAINVEX.

Gráfico 14  
Stock de IED de España en 2009 por sector.  
En porcentaje sobre el total



Fuente: Afi, DATAINVEX.

En la segunda fase, coincidiendo con los años expansivos del último ciclo económico, la Unión Europea sustituyó a Latinoamérica como principal destino de la IED española, elevando al 60% su participación en el *stock* total de IED emitida por España en 2009. Sectorialmente, la energía y las telecomunicaciones siguieron concentrando un porcentaje significativo de la inversión total, si bien en el *stock* de 2009, la industria llegó a suponer algo más del 25% de la IED agregada. La construcción también ganó peso en el *stock* total de IED. Las operaciones de Telefónica con la compra de O2, o la de Iberdrola con la adquisición de Scottish Power, son algunas de las más destacadas. La financiación vía deuda o préstamos con entidades bancarias residentes, en línea con el patrón de financiación comentado anteriormente para el conjunto de la economía, sustituyó a los recursos propios como principal fuente de financiación de la IED. El deterioro en las condiciones de acceso al crédito bancario y a las emisiones de bonos corporativos que trajo consigo la crisis, ha vuelto a postular a la emisión de acciones como la vía más utilizada para financiar la expansión exterior empresarial.

La combinación de una financiación ajena abundante y a costes reducidos, con rentas crecientes de las inversiones realizadas, a través fundamentalmente de dividendos, y una cifra de negocios apoyada por una coyuntura favorable en las economías objeto de inversión, explican que la rentabilidad de las empresas multinacionales se haya situado, en media, por encima de la del conjunto de empresas no financieras.

Dos retos son los que afronta la presencia inversora en el exterior de las empresas españolas:

- En primer lugar, al igual que en los flujos de exportación, la penetración de España en América del Norte o Asia, ambas regiones con perspectivas de crecimiento a medio plazo favorables, continúa siendo



reducida, en gran medida por las dificultades de establecimiento en algunos de estos países (sobre todo en la última región) y por no estar suficientemente afianzada la fase embrionaria de la internacionalización, la apertura comercial.

- Desde una perspectiva sectorial, todavía existe recorrido para incrementar el grado de diversificación. Tal y como se recoge en Fernández-Otheo (2012), en el sector servicios, la inversión en IED es especialmente significativa en actividades de intermediación financiera, transporte o comunicaciones, pero todavía es escasa, sobre todo desde una perspectiva internacional, en otros servicios empresariales. En el caso de las manufacturas, la presencia española en sectores como el químico, el de fabricación de equipo de transporte o el de componentes electrónicos es reducida.

### 3.2.2. La balanza de rentas

Una de las contrapartidas del proceso de internacionalización productiva y financiera de España es la evolución de la balanza de rentas del capital, en la que se recogen los ingresos generados por las inversiones en el exterior (repatriación de dividendos y reinversiones) y los pagos asociados al endeudamiento externo. Dado el signo y las cuantías de los ratios de deuda externa y PII, no es difícil anticipar el saldo deficitario de esa balanza de rentas. Desde 2006 ronda los 30.000 millones de euros (un 3% del PIB), contribuyendo de forma muy significativa a mantener en cotas elevadas el déficit por cuenta corriente. Es más que representativo el hecho de que en algunos momentos de los últimos cuatro años el superávit por servicios turísticos no haya sido suficiente para compensar el déficit por rentas del capital.

Este deterioro de la rúbrica de rentas no se ha debido tanto a un perfil de rentabilidades reducidas de las inversiones de España en el exterior, aun cuando éstas pudiesen haber sido más elevadas (Fernández-Otheo, 2012), como a los pagos por intereses asociados al volumen de entradas de inversión en cartera registradas desde 2003 al muy elevado endeudamiento privado. En realidad, no fue hasta 2004 cuando la divergencia entre ingresos y pagos se hizo más patente, pese a que los primeros lograron encadenar varios ejercicios con crecimientos nominales próximos al 25%, a medida que se consolidaba la segunda oleada de IED de las multinacionales españolas.

## 4. Conclusiones

A la hora de recapitular e intentar valorar la internacionalización de la economía española en la última década, no es fácil sustraerse al impacto diferencial que la crisis económica y financiera global está teniendo sobre la misma. Es cierto que el grado de vulnerabilidad está estrechamente asociado a la dependencia de los flujos de capital del resto del mundo. En el caso de España, como se ha comentado anteriormente, ha sido hacia el endeudamiento de los agentes privados donde de forma muy mayoritaria se ha canalizado la apelación al ahorro exterior. Y el hecho de que la intermediación dominante haya sido la desempeñada por el sistema bancario nacional ha acentuado la propia fragilidad de las empresas bancarias a medida que la crisis se prolonga. Las tensiones de liquidez en gran medida derivadas del comportamiento disfuncional de los mercados mayoristas de financiación bancaria, o la erosión en la calidad de los activos, en especial de los de naturaleza inmobiliaria representativos de algo más del 50% del total al inicio de la crisis, ayudan a explicar las implicaciones adversas que sobre la propia actividad española está teniendo la crisis global.

Sería un error deducir que la severidad de esa crisis invalida el potencial derivado de la creciente internacionalización de la economía española en los últimos años. Su apertura en distintos ámbitos, especialmente a partir de la incorporación a las instituciones europeas, ha sido una consecuencia natural de la propia dinámica de modernización. Un resultado necesario, aun cuando sólo fuera por el conjunto de incentivos y estímulos asociados a esa permeabilidad al comercio y a los flujos financieros internacionales.

Del análisis realizado en páginas anteriores cabe deducir que esa dinámica de internacionalización en modo alguno puede darse por concluida. A las nuevas oportunidades que surgen como consecuencia del espacio comercial abierto con la creciente incorporación de las economías emergentes, se añade la no menos explícita intensificación de la integración financiera global. Si existe una conclusión difícil de contestar en el análisis de ese proceso de internacionalización de nuestra economía, es la necesidad de que nuestros agentes económicos asuman con todas sus consecuencias una integración internacional creciente de la economía española. Desde las empresas de pequeña dimensión, hasta las que operan en sectores aparentemente protegidos, han de ser conscientes de que el espacio relevante hace tiempo que dejó de ser exclusivamente el propio mercado español. Aumentar las cuotas de exportaciones y profundizar en inversiones rentables y de dividendos fácilmente transferibles, constituyen prioridades tanto más asumibles cuanto más débiles son las expectativas de recuperación de la demanda nacional en los próximos años. Las señales favorables aportadas por el sector exterior en estos primeros cuatro años de crisis, lejos de representar un recurso de emergencia, pueden significar, al menos en muchos casos, el reflejo de esas irreversibles apuestas a una internacionalización inteligente.

## Referencias bibliográficas

- AFI (2009): *España en contraste: crecimiento económico*. Vol. II. Directores: Emilio Ontiveros, Francisco J. Valero y Sara Baliña
- AFI e ICEX (2010): “Internacionalización, empleo y modernización de la economía española”.
- BCE (2012): “Euro Area cross-border financial flows”. Boletín Mensual. Febrero.
- DE LA DEHESA, G. (2011): “¿Qué determina la competitividad en la eurozona?”; en *El País*.
- FEDEA y MCKINSEY&COMPANY (2010): “Una agenda de crecimiento para España”.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. (2012): “El patrón inversor español en el exterior. Dimensión y rentabilidad”. *Economistas*. Colegio de Madrid.
- GONZÁLEZ, M. J., RODRÍGUEZ, A. y TELLO, P. (2012): “La respuesta de las empresas exportadoras españolas a los cambios del comercio mundial (2008-10)”. Boletín Económico del Banco de España.
- GORDO, E. y TELLO, P. (2012): “La competitividad de la economía española en la UME”. *Economistas*. Colegio de Madrid.
- BORGES, A., ONTIVEROS, E. y VALERO, F. (2011): “La internacionalización del sistema financiero español”. Un siglo de historia del sistema financiero español. Malo de Molina, J. y Martín-Aceña, P., eds.
- MENÉNDEZ, A. y MÉNDEZ, M. (2011): “Evolución de las inversiones en el extranjero de las empresas no financieras españolas e implicaciones para su estructura financiera y rentabilidad”. Boletín Económico del Banco de España.
- MYRO, R. (2012): “La competitividad exterior de la economía española y sus determinantes”. *Economistas*. Colegio de Madrid.
- SANTISO GUIMARAS, J. (2007): “La internacionalización de las empresas españolas: hitos y retos. ICE. La internacionalización de la empresa española”.