
La inversión productiva en el último ciclo

1. INTRODUCCIÓN

En este artículo se analizan diversos factores que ayudan a entender el comportamiento de la inversión productiva en el último ciclo expansivo y su temprana desaceleración a partir del año 2000. Primeramente, se describe ese comportamiento, comparándolo con el del ciclo anterior y con el observado en otras economías avanzadas, a la vez que se relaciona con los determinantes habituales de la inversión. A continuación, se comentan algunos problemas de medición relacionados con la inversión, que pueden explicar, en parte, la evolución observada, para finalmente analizar la influencia que han podido tener algunos acontecimientos específicos de los últimos años, como el fuerte aumento de los flujos de inversión en el exterior y el clima de notable incertidumbre que ha acompañado a episodios recientes de la economía internacional.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA

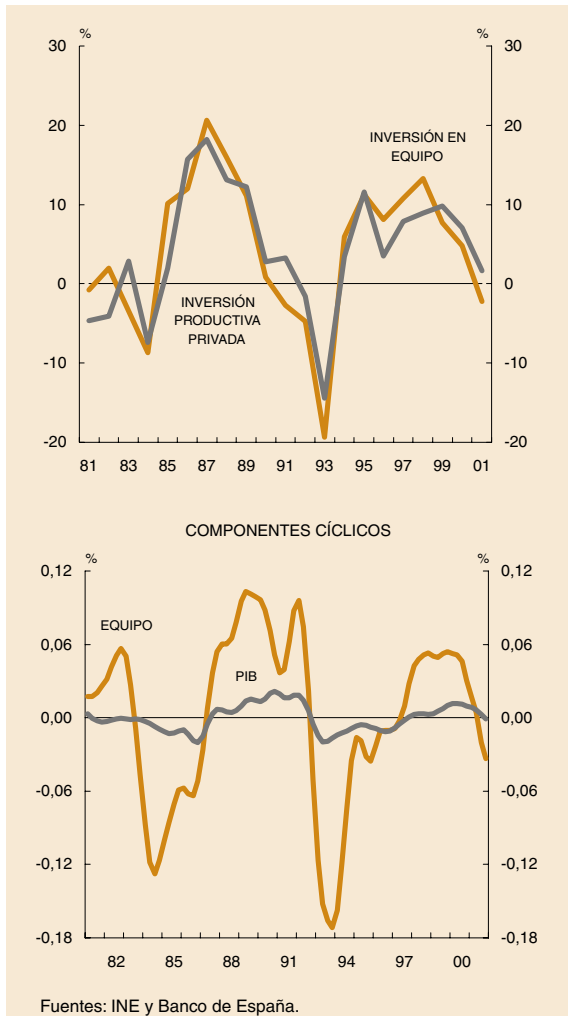
Durante la reciente fase expansiva de la economía española, la inversión productiva llevada a cabo por las empresas del sector privado ha alcanzado ritmos de crecimiento elevados, aunque inferiores a los observados en la expansión de la segunda mitad de los ochenta. Así, en el período 1996-2001 se estima que este agregado registró un crecimiento medio anual del 6,5%, en términos reales, frente al 10,7% que alcanzó entre 1985 y 1990. En el gráfico 1 se recoge la evolución de la inversión productiva privada (IPP), junto con la de la inversión en bienes de equipo (1) proporcionada por la Contabilidad Nacional de España (CNE), así como los componentes cíclicos de este agregado y del PIB, que ponen de manifiesto el menor empuje relativo de la inversión en la segunda mitad de los noventa. También se observa que la IPP comenzó a desacelerarse ya en el año 2000 y siguió haciéndolo, con mayor intensidad, en 2001, arrastrada por el debilitamiento de la inversión en bienes de equipo, mientras que el componente de construcción privada no residencial —que también forma parte de la IPP— ha conservado un mayor dinamismo.

Sin duda, la situación de la economía española era, al comienzo de este último ciclo, muy diferente de la vigente a mediados de los años ochenta, cuando las necesidades de reconstrucción del *stock* de capital, tras la reconversión industrial, eran muy grandes. Por el con-

(1) La evolución de ambas es muy próxima, si bien la IPP —estimada a partir de los datos de la CNE— incluye la inversión privada en construcción no residencial, mientras que la inversión en equipo —obtenida directamente de la CNE— tiene un componente reducido de inversión pública.

GRÁFICO 1

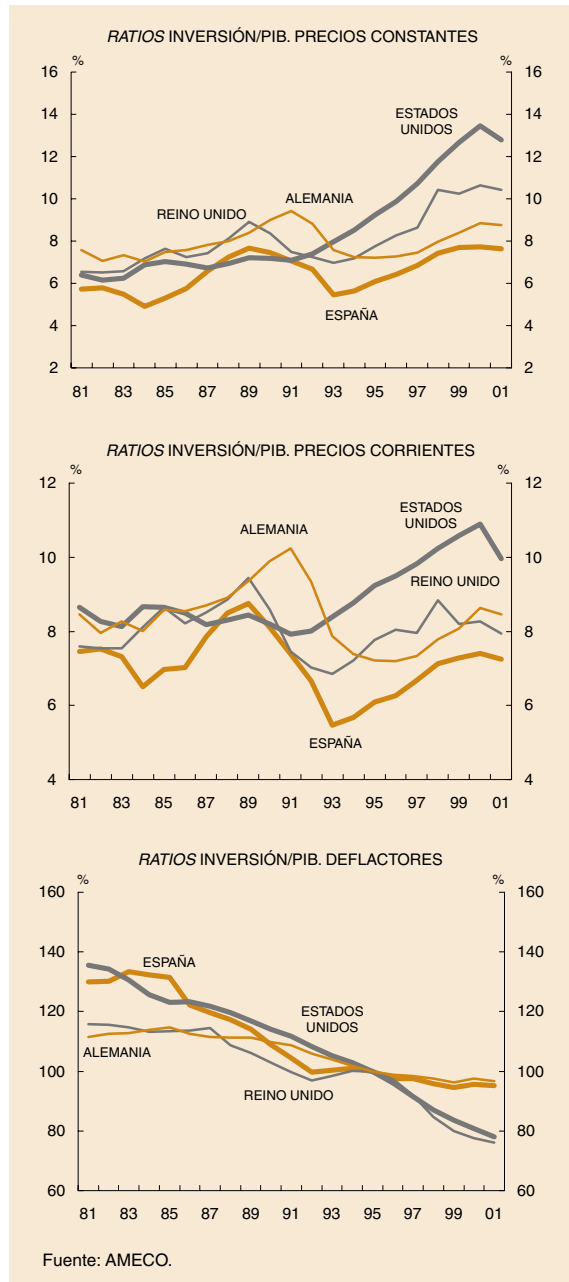
Inversión productiva privada



trario, a mediados de los noventa, la economía española había experimentado ya una importante modernización, habiendo acortado las distancias que la separaban de las economías más avanzadas. No obstante, las necesidades de capitalización de la economía no son ahora menores. La segunda mitad de los años noventa ha traído consigo un cambio tecnológico importante, asociado al desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación, que ha dotado de gran dinamismo a la inversión de las economías avanzadas. Como se observa en el gráfico 2, la intensidad del proceso inversor, medida por las *ratios* de inversión, con respecto al PIB ha sido muy elevada en países como EEUU o el Reino Unido, si bien en España ha sido inferior a la de la mayor parte de los países desarrollados, ya se mida en términos reales o nominales. Por otra parte, la desaceleración de la inversión en España, en particular la de bienes de equipo, se anticipó a la del conjunto de la zona del euro.

GRÁFICO 2

Inversión en bienes de equipo: comparación internacional



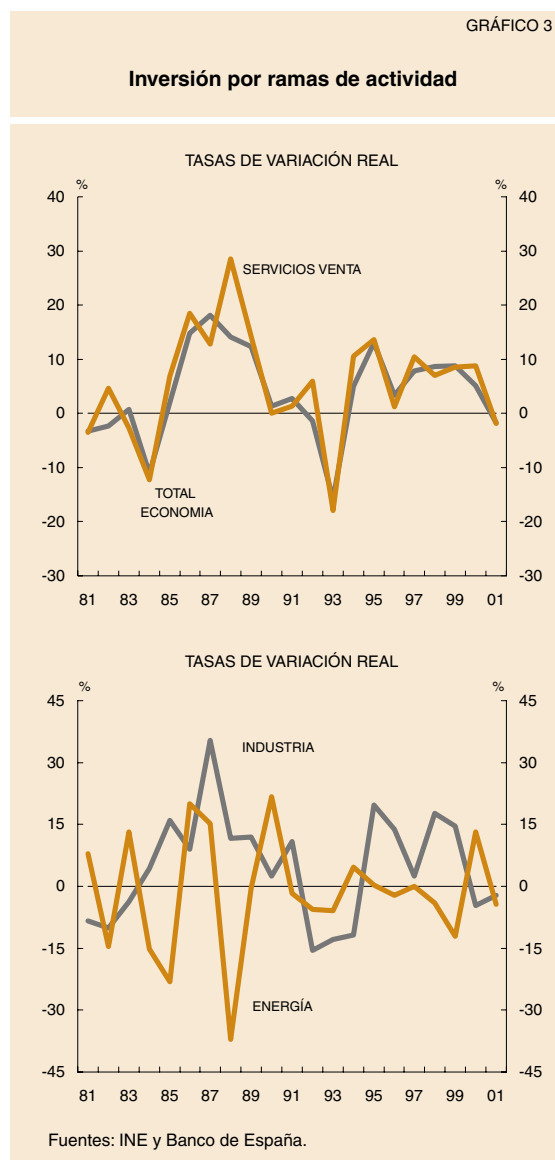
A nivel desagregado, la información disponible muestra que la menor intensidad del proceso inversor en los años 1996-2000, en comparación con el período 1986-1990, caracterizó tanto a la industria como a los servicios de mercado no financieros (véase gráfico 3). Sin embargo, la desaceleración de la inversión en el año 2000 comenzó en el sector industrial y solo se generalizó a los servicios en 2001. Según los datos desagregados de la encuesta industrial (véase cuadro 1), compatibles con la información procedente de la Central de Balances del Banco de España (CBBE), la mayor parte

de las actividades industriales, salvo la electrónica, reflejó una moderación de la inversión en 2000. Por su parte, en el sector de producción y distribución de energía eléctrica la inversión registró tasas elevadas en ese último año, debido a la necesidad de atender una demanda superior a la prevista, tras varios años de reducción de sus inversiones domésticas. En los servicios, la inversión ha mostrado una evolución más sostenida. De hecho, en algunas actividades, caracterizadas por ser especialmente intensivas en capital, como el transporte y las comunicaciones, la formación bruta de capital ha alcanzado un mayor dinamismo que en el ciclo anterior. No obstante, en el caso de las comunicaciones, tras unos años de fuerte crecimiento del *stock* de capital, las incidencias que han afectado a nuevas áreas en desarrollo, como el retraso de la tecnología UMTS, han detenido, al menos temporalmente, importantes inversiones que estaban previstas.

Desde el punto de vista de su composición por tipo de bienes, durante la etapa inicial del último ciclo la inversión se concentró en los bienes de equipo, mientras que la construcción no residencial mostró un menor dinamismo, tendiendo a recuperarse a partir de 1999, cuando el equipo comenzó a flexionar. Según los datos estimados a partir de la información de la CBBE, en esta etapa expansiva ha destacado la fortaleza de la inversión en material informático —*software* y *hardware*—, que fue notablemente más dinámica que otros elementos del capital, especialmente en las actividades de servicios de mercado. No obstante, este tipo de bienes representa todavía una proporción relativamente reducida de la inversión total, de forma que su dinamismo no modifica el carácter comparativamente moderado de la inversión total (véase cuadro 2).

Por último, los datos de la CBBE por tamaño de empresas muestran que la evolución fue muy similar para todos los grupos en estos años, con una expansión significativa hasta el año 1999 y una fuerte caída en el año 2000 —menos marcada en el caso de las grandes empresas—, que, previsiblemente, se habrá extendido al año 2001. Por otra parte, hasta el año 2000 se registró un fuerte incremento en la creación de empresas, en su mayoría de pequeño tamaño, con una repercusión significativa en el total de la inversión de las sociedades no financieras (en torno al 15%). Esta tendencia se rompió en 2001, cuando, de acuerdo con los datos que proporciona el Registro Mercantil, se crearon casi un 5% menos de empresas que el año anterior.

Frente a los resultados que se acaban de describir, algunos de los principales condicio-



nantes de las decisiones de inversión habían configurado un entorno bastante favorable en la segunda mitad de los noventa, que justificaría un comportamiento más expansivo. La presión de la demanda alcanzó un empuje considerable, como lo muestra que la demanda final de la CNE creciera un 5%, en tasa media anual, entre 1996 y 2001, frente a un promedio del 5,3% entre 1985 y 1990. Además, se produjo una reducción sin precedentes del coste de uso de capital, en términos reales, como se observa en el gráfico 4. Esta reducción del coste del capital ha estado ligada al descenso del precio relativo de los bienes de equipo en relación con el producto, que aparece en la parte inferior del gráfico 2, y, fundamentalmente, al fuerte recorte de los tipos de interés, que se situaron en niveles mínimos históricos, a la par que la economía española avanzaba hacia su integración en la Unión Monetaria. Simultáneamente, las empresas no financieras han al-

Empresas no financieras: inversión, intensidad en capital fijo y creación de empresas

Tasas de variación

	Cobertura (a)	1996	1997	1998	1999	2000	1996-2000
FBCF MATERIAL:							
Energía	73,6	9,7	-9,4	-5,8	4,9	21,4	4,1
Industria	33,8	26,5	-0,2	9,1	17,8	-10,2	8,6
Construcción	12,7	-54,2	13,5	87,9	72,8	21,0	28,2
Servicios de mercado	15,8	3,4	-2,1	8,6	23,6	-10,7	4,6
<i>Comercio</i>	20,1	-20,5	-7,4	14,5	21,8	-1,5	1,4
<i>Transporte y comunicaciones</i>	47,6	15,3	-3,2	4,3	20,4	-0,6	7,2
<i>Otros servicios de mercado</i>	5,8	3,2	12,4	17,2	36,4	-50,2	3,8
Total	21,2	9,0	-3,0	7,5	20,1	-3,7	6,0
Pequeñas		3,1	-3,3	21,4	48,2	-13,0	11,3
Medianas		14,2	5,2	27,5	24,8	-14,6	11,4
Grandes		8,6	-3,9	4,4	18,4	-1,9	5,1
ACTIVO FIJO POR EMPLEADO:							
Energía		52,7	57,2	59,1	63,4	66,5	59,8
Industria		4,7	5,2	5,3	5,4	5,8	5,3
Construcción		1,1	1,1	1,3	1,8	2,5	1,6
Servicios de mercado		9,1	9,3	8,8	9,2	9,6	9,2
<i>Comercio</i>		4,6	4,8	4,8	5,1	5,0	4,9
<i>Transporte y comunicaciones</i>		17,0	18,2	18,4	18,4	18,1	18,0
<i>Otros servicios de mercado</i>		3,6	3,6	3,3	3,7	4,4	3,7
Total		9,5	10,0	9,7	10,3	10,9	10,1
Pequeñas		3,4	3,3	3,5	3,9	4,2	3,7
Medianas		4,4	4,6	4,7	4,6	5,0	4,7
Grandes		10,9	11,4	11,1	11,8	12,2	11,5
NÚMERO DE EMPRESAS CREADAS:							
Industria y energía		-34,6	1,2	3,8	-7,4	0,0	-7,4
Construcción		-36,1	-3,0	9,0	7,1	8,7	-2,9
Servicios de mercado		-13,6	4,4	12,5	-0,9	10,4	2,6
<i>Comercio</i>		-17,6	1,1	4,0	-2,9	6,6	-1,8
<i>Transporte y comunicaciones</i>		-9,4	-2,4	13,0	-5,6	-2,1	-1,3
<i>Otros servicios de mercado</i>		-10,8	7,9	18,7	0,9	14,1	6,2
Total		-21,7	2,8	10,8	-0,5	9,0	0,1
Sin asalariados		-53,1	1,3	20,3	55,1	13,6	7,4
De 1 a 50 empleados		3,6	3,3	7,4	-44,4	5,3	-5,0
Más de 50		8,9	10,8	17,5	1,2	6,1	8,9

Fuentes: Central de Balances del Banco de España y Dirce.

(a) Porcentaje cubierto por la Central de Balances respecto al total que la Contabilidad Nacional estima para cada rama. Cobertura sobre datos de 1998 (último año disponible con este detalle en Contabilidad Nacional).

canzado y mantenido *ratios* de rentabilidad real elevadas.

3. LOS PROBLEMAS DE MEDICIÓN DE LA INVERSIÓN

Una cuestión previa al análisis de los condicionantes de la inversión atañe a su medición,

especialmente en términos reales. Como se observa en la parte inferior del gráfico 2, en España el deflactor de la inversión en equipo, en relación con el del PIB, ha registrado una tendencia decreciente desde los años ochenta, que se mantuvo en la década de los noventa, aunque con menor intensidad que en períodos anteriores y, sobre todo, menos marcada que en otros países, como EEUU o Reino Unido.

CUADRO 2

Contribución de las TIC al crecimiento del stock de capital

	1992-1995	1996-2000
TASAS DE VARIACIÓN:		
TIC	4,4	10,1
Software	5,9	9,2
Hardware	1,4	11,8
Resto de capital	0,3	1,4
PORCENTAJES DEL CAPITAL FIJO:		
TIC	5,8	9,0
Resto de capital	94,2	91,0

Fuente: Hernando y Núñez (2002).

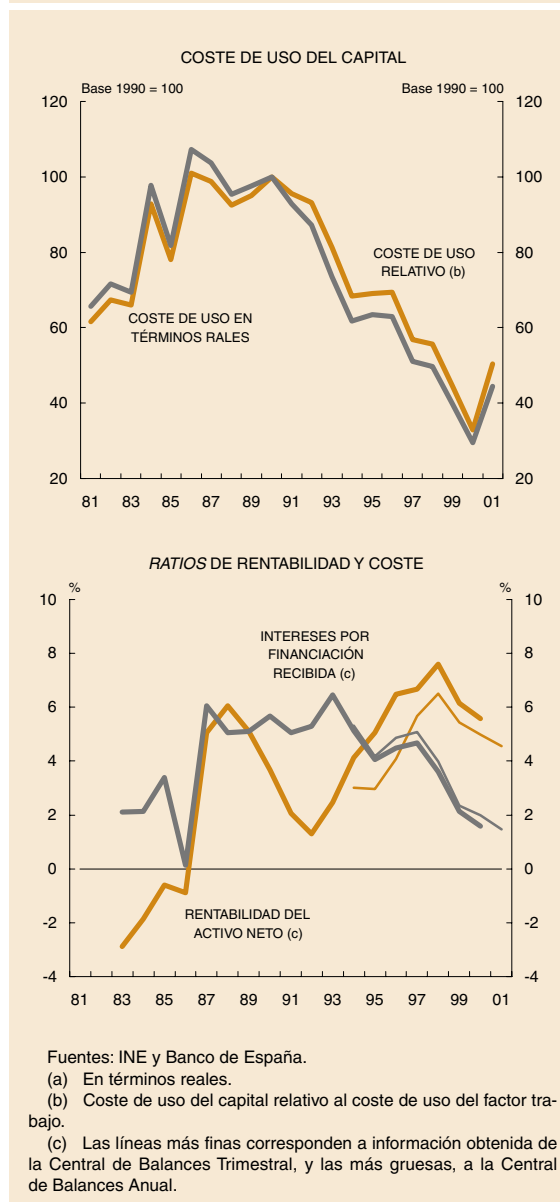
Precisamente, estos han sido los años de mayor expansión de la inversión en bienes asociados a las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), que, al ser productos sujetos a mejoras de calidad intensas y continuadas, dan lugar a sesgos pronunciados en la medición de las variaciones en sus precios y, por tanto, en la deflación de sus magnitudes nominales y el cálculo de sus magnitudes reales.

Algunos países, como EEUU, han introducido técnicas de corrección de los precios por cambios en la calidad de los productos, basadas, en muchos casos, en el método hedónico, que dan lugar a caídas más pronunciadas de los deflatores de la inversión y, para un mismo gasto nominal, a una estimación más elevada del gasto en términos reales. En el caso de España, la utilización de técnicas más tradicionales para la corrección de los precios por cambios en la calidad de los productos en la elaboración de la CNE ha llevado a subestimar el incremento del gasto en inversión, en términos reales, en una cuantía significativa, aunque difícil de precisar, como parece deducirse de la evolución comparada de su deflactor.

De hecho, las investigaciones llevadas a cabo con datos españoles (2) muestran la existencia de sesgos significativos en los deflatores de algunos productos sujetos a un cambio técnico pronunciado, como los productos TIC, y también, aunque en menor cuantía, en el caso del material de transporte. Cuando se corrigen los deflatores de la inversión de la CNE de los sesgos estimados en estos trabajos, se concluye que la inversión en equipo habría crecido en España, entre 1995 y 1999, en algunos puntos

(2) Véase Bover, Izquierdo y Matea (2001).

GRÁFICO 4

El coste y la rentabilidad de la inversión (a)


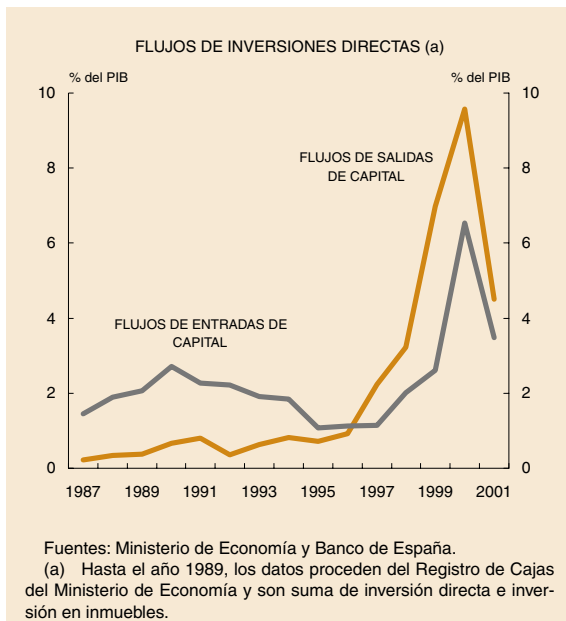
porcentuales más por año que las estimaciones originales de la Contabilidad Nacional.

4. OTROS FACTORES QUE HAN CONDICIONADO EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN

Aunque la posible subestimación del crecimiento de la inversión en términos reales ofrece una vía de explicación al bajo crecimiento de esta variable en la segunda mitad de los años noventa, la comparación con otros países sigue arrojando un balance de menor dinamismo relativo en el caso español. Debe tenerse en cuenta que en muchos países europeos los problemas

GRÁFICO 5

Inversión en el exterior



de medición son similares a los que existen en España. Por otra parte, la comparación a precios corrientes que ofrece el gráfico 2 sigue situando la *ratio* de inversión en España por debajo de la de otros países. A continuación se analizan otros factores que, en el contexto actual, parecen haber cobrado relevancia para explicar la evolución de la inversión empresarial en los últimos años.

4.1. Dimensión internacional de las empresas: inversión directa en el exterior

Uno de los principales cambios experimentados por la empresa española en los últimos tiempos ha sido su proceso de expansión exterior e internacionalización. El ámbito relevante para las decisiones de inversión no se limita ya al mercado doméstico, sino que ha adquirido una dimensión internacional. En este sentido, un factor que ha podido contribuir de forma importante a moderar la inversión interna en la última fase expansiva y a propiciar su desaceleración en el año 2000 es su sustitución por inversión en el exterior, que ofrecía a las empresas una rentabilidad esperada más favorable.

Como se aprecia en el gráfico 5, durante la década de los noventa, la economía española ha pasado a convertirse en inversora neta en el exterior, de forma que en los últimos seis años los flujos de salidas de inversión directa han pasado a representar más de la mitad de los destinados a la inversión en bienes de equipo. Concretamente, en el año 2001, la inversión en el exterior de las empresas españolas, aunque

inferior al máximo del año 2000, representó el 4,5% del PIB, frente al 7,2% de la inversión en equipo. Aunque una parte importante de esta inversión ha sido llevada a cabo por el sector financiero, cuyo peso en la inversión interna es limitado, el resto de empresas involucradas en procesos de expansión internacional son en general muy intensivas en capital (eléctricas, petroleras, telefonía, aeronáuticas), de forma que su estrategia de expansión ha podido limitar los recursos y planes de inversión domésticos. De hecho, como se observa en el gráfico, los recursos destinados a financiar la inversión en el exterior han sido muy cuantiosos.

Diversos factores han promovido la expansión internacional de las empresas españolas durante la década de los noventa. Entre ellos cabe destacar el proceso de transformación de las economías en América Latina, que ha generado nuevas oportunidades de inversión a través de procesos de liberalización, desregulación y privatización de empresas, acompañados de políticas de promoción de la entrada de inversión exterior, y en los que España presentaba ventajas derivadas de la cercanía lingüística y cultural con esas economías. El auge de la inversión exterior también se ha podido ver favorecido por desarrollos más generales, como la mayor integración de los mercados internacionales y el proceso de integración económica y monetaria en Europa. Debe tenerse en cuenta que, aunque la importancia de estos factores puede haber disminuido recientemente, las inversiones en el exterior realizadas en los años pasados continúan demandando recursos, que condicionan y limitan su disponibilidad para la inversión doméstica.

Desde el punto de vista interno, la inversión en el exterior la han realizado empresas pertenecientes a sectores maduros, que han seguido alcanzando elevadas rentabilidades en su actividad nacional, pero sin obtener márgenes suficientemente amplios que justificasen nuevas inversiones importantes. Esto ha sido más patente en ciertos sectores que tradicionalmente habían operado desde una estructura monopolista, como el eléctrico y el de comunicaciones, y que recientemente se han visto inmersos en procesos de liberalización. En algunos de estos casos, los incentivos para favorecer la entrada de nuevos competidores no han sido suficientes para impulsar la inversión adicional que cabía haber esperado.

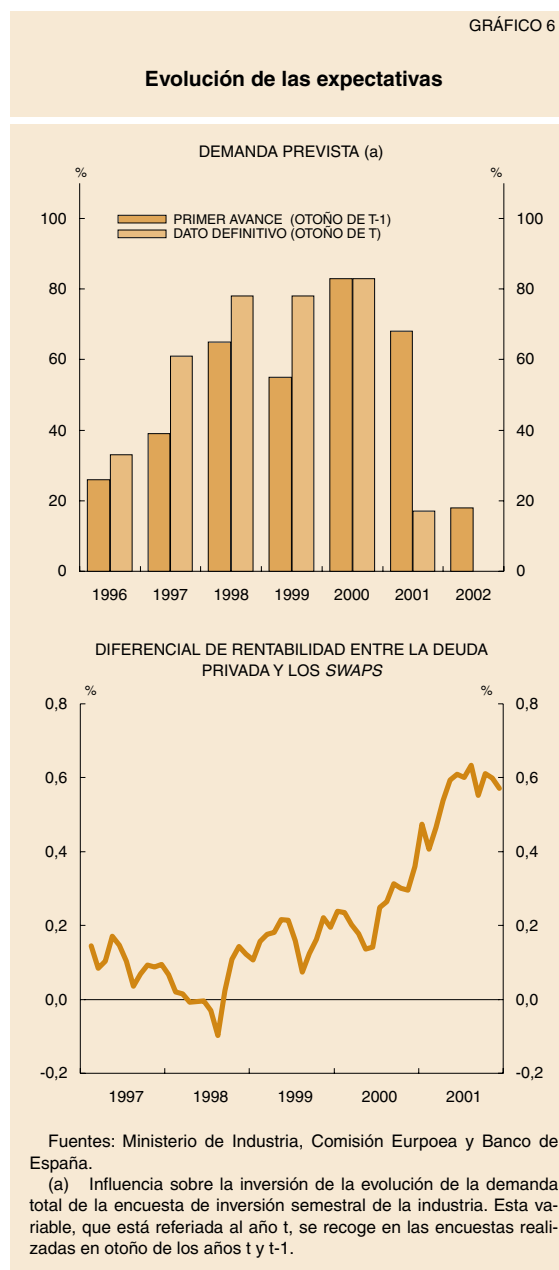
4.2. Deterioro de expectativas en un contexto de mayor riesgo e incertidumbre

De forma más general, cabe recordar que cualquier nueva inversión será evaluada en tér-

menos de su rentabilidad esperada, corregida de riesgo, frente al coste de la financiación de nuevos proyectos. En este sentido, los parámetros que determinan estas variables han tendido a empeorar en el período más reciente. Las expectativas de rentabilidad se han situado por debajo de la rentabilidad observada de las inversiones existentes; el riesgo y la incertidumbre han aumentado notablemente y también lo ha hecho el coste de la nueva financiación.

Las expectativas sobre la evolución de la actividad son un factor relevante para explicar la inversión por su incidencia sobre la rentabilidad esperada requerida de la misma. Como se recoge en el gráfico 6, al comienzo de la reciente fase alcista se observó un creciente afianzamiento de la confianza empresarial en el sector industrial, que se vio temporalmente truncado como consecuencia de la crisis en los mercados emergentes en 1998-1999, crisis que dio lugar a un cambio drástico de las perspectivas de crecimiento mundial. Las consecuencias de esta crisis fueron muy limitadas, pero, tras el paréntesis del año 2000, la pérdida de confianza se intensificó en el año 2001, cuando al nuevo deterioro de las expectativas se añadió un significativo incremento de la incertidumbre, debido a la dificultad de valorar la repercusión que fenómenos como la crisis de Argentina o los ataques del 11 de septiembre podían tener sobre la economía mundial.

La mayor incertidumbre, en un entorno de desaceleración de la demanda agregada y de los recursos generados, y de aumento de las ratios de endeudamiento, ha podido llevar a las empresas a ejercer lo que se denomina la *opción de espera*. Esta opción está relacionada con el carácter irreversible de la inversión, que inmoviliza recursos a largo plazo y conlleva costes de desmantelamiento elevados. Aunque el recurso a la *opción de espera* es habitual en momentos de cambio cíclico, en esta ocasión se ha podido ver reforzado por hechos singulares como los mencionados anteriormente, que han tenido implicaciones significativas en algunos sectores concretos (bancario, petrolero, aéreo, turístico), contribuyendo a generar una sensación general de inestabilidad, retrasando las expectativas de recuperación y aplazando la toma de decisiones sobre nuevas inversiones y creación de empresas. Estos efectos parecen haber sido especialmente importantes en el año 2001. Los resultados de la encuesta semestral de inversiones en la industria para ese año recogen, entre los factores influyentes en el menor empuje inversor, el deterioro de la demanda, de los factores técnicos y de la situación financiera de las empresas, así como una influencia muy negativa de «otro tipo factores», más idiosincrásicos. Los datos sobre creación



de nuevas empresas, comentados en la sección 2, apuntarían asimismo a un deterioro significativo de las expectativas en ese año.

En un contexto de aumento significativo del riesgo, la rentabilidad exigida a la inversión es más elevada; por ello, las altas tasas de rentabilidad del activo instalado que recogen los datos de la CBBE no son suficientes para garantizar la inversión. Pero, además, en esas circunstancias, y dado el mayor nivel de endeudamiento, también el coste de la financiación ajena de nuevos proyectos se incrementa. Un indicador general de cómo ha podido afectar el mayor riesgo al coste de la financiación es la evolución del diferencial de rentabilidad de la deuda privada, recogido en el gráfico 6, que se ha ampliado significativamente desde el inicio del año

2000. Este fenómeno también se observa en las revisiones en las calificaciones crediticias de las agencias de *rating*, que durante el año 2001 han reducido la calificación de algunas empresas españolas y europeas importantes.

5. CONCLUSIONES

El crecimiento relativamente moderado de la inversión productiva durante la fase alcista de 1996-1999 —en comparación con ciclos anteriores— y su temprana desaceleración a partir del año 2000 no parecen estar en relación con el comportamiento favorable de algunos de sus principales determinantes, como el tono de la demanda o el reducido coste del capital, en un entorno de condiciones financieras también muy favorables y de rentabilidad elevada del capital instalado. Además, las necesidades de renovación del *stock* de capital se han intensificado a raíz de los avances tecnológicos en el campo de la información y las comunicaciones, que han llevado a una evolución comparativamente más expansiva de la inversión en otras economías avanzadas, en ese mismo período.

Precisamente, las dificultades de medición de la inversión en términos reales que se han derivado del rápido progreso tecnológico implican que, con bastante probabilidad, el crecimiento de la inversión en el período más reciente esté subvalorado en las cifras de la CNE. Al ser estas dificultades de medición mayores ahora que en la década de los ochenta, pueden contribuir a explicar el diferencial de crecimiento de la inversión observado entre ambos ciclos expansivos; sin embargo, no aclaran en la misma medida su evolución más moderada en relación con otras economías avanzadas.

Entre los factores que han podido contribuir a moderar el ritmo de inversión productiva en la segunda mitad de los noventa, cabe atribuir un papel importante al hecho de que las empresas españolas han preferido aprovechar las oportunidades de inversión en el exterior que se han abierto en este período, habiendo destinado a ese fin cuantiosos recursos tanto propios como, sobre todo, ajenos. Los flujos de inversión directa hacia el exterior en los últimos seis años han representado más de la mitad de los destinados a la inversión en bienes de equipo. Simultáneamente, sin embargo, el atractivo para la inversión en sectores similares de la economía española no se ha elevado en la misma medida.

Además, las diversas crisis internacionales que han jalonado la última etapa expansiva han tendido a moderar las expectativas de crecimiento en nuestro país, generando adicionalmente un clima de incertidumbre, que se vio agudizado en 2001 por los efectos negativos de los atentados del pasado 11 de septiembre y por las crisis de algunas economías, como las de EEUU y Argentina. Esta situación adquiere más relevancia en un contexto de mayor apertura, en el que algunas grandes empresas españolas que han apostado por la expansión exterior se han visto afectadas de forma directa. En este contexto, también parece haberse producido un incremento del coste de la financiación para nuevos proyectos de inversión, asociado a la mayor incertidumbre y al creciente nivel de endeudamiento de las sociedades españolas.

Los aspectos que se acaban de mencionar ofrecen razones que justifican el moderado avance de la inversión, aunque ninguno de ellos es suficiente para explicarlo por sí solo. Parece claro que, aunque la rentabilidad obtenida por las empresas en sus actividades domésticas ha sido —y se mantiene— elevada, las rentabilidades netas esperadas de las inversiones domésticas adicionales no han resultado suficientes frente a la existencia de alternativas externas consideradas más atractivas, ni frente a los mayores riesgos asociados al clima de incertidumbre en el que se han adoptado recientemente las decisiones. En los próximos trimestres, a medida que la economía internacional se vaya recuperando, y, probablemente, en un contexto de menor atractivo para las inversiones directas en el exterior, cabe esperar que la inversión interna se vaya recuperando también.

No obstante, el análisis realizado en este artículo sugiere que para que esa recuperación alcance la intensidad necesaria y proporcione a la economía española el nivel y el tipo de capital que precisa, es necesario también aumentar su atractivo como receptora de nuevos proyectos. En este sentido, el desarrollo de políticas que fomenten la flexibilidad y el funcionamiento eficiente del mercado laboral y de los mercados de productos, los incentivos a la inversión en capital humano y las iniciativas que faciliten el desarrollo de la actividad empresarial y la puesta en marcha de nuevos proyectos harán más atractiva la inversión en España y favorecerán su orientación hacia los sectores con más potencial de desarrollo.

19.4.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BAKHSI, H. y THOMPSON, J. (2002). «Explaining trends in UK business investment», Bank of England Quarterly Bulletin, primavera.
- BOVER, O., IZQUIERDO, M., MATEA, LI. (2001). «Sesgos de calidad en la medición de los precios: evidencia empírica e implicaciones macroeconómicas para España», Banco de España, *Boletín económico*, noviembre.
- HERNANDO, I. y NÚÑEZ, S. (2002). *The contribution of ICT to economic activity: a growth accounting exercise with Spanish firm-level data*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 0203.
- MENÉNDEZ, A., DEL RÍO, A. y SÁNCHEZ, C. (2002). «Evolución reciente de la inversión y financiación de las sociedades no financieras», Banco de España, nota interna.