

La financiación de la inversión directa española en el exterior

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR
.....

Introducción

La inversión directa en el exterior (IDE) constituye el componente más estable de la inversión internacional, por encima de la inversión en cartera, la variación de reservas u otras inversiones. A diferencia de éstas, la IDE está ligada al control de la empresa y a la explotación de una actividad económica productiva, lo que genera una vinculación a largo plazo entre el país emisor y receptor.

Desde 1997 España es emisora neta de inversión directa al superar los flujos de salida a los de entrada. En 2000, España se situó el séptimo emisor de inversión directa internacional con un 5,67 por 100 del total de inversiones directas emitidas en ese año, una participación muy por encima de la cuota de comercio de mercancías, cercana al 2 por 100 ese mismo año. En 2001, sin embargo, ante la desaceleración económica generalizada, los flujos de inversión directa cayeron en todo el mundo.

Lo que aquí pretendemos es analizar cómo se está financiando este proceso, cuáles son sus ventajas y los riesgos asociados.

Inversión directa y balanza de pagos

En el Gráfico 1 se recogen los flujos de entrada y salida de la inversión directa en la década de los noventa, y se comparan con el saldo de la balanza de pagos corriente y de capital. El saldo de la balanza de cuenta corriente y de capital, representa la capacidad o necesidad de financiación neta de España frente al resto del mundo. Si el saldo es negativo, las importaciones superan a las exportaciones, lo que implica que España debe tomar prestado del resto del mundo. Por el

contrario, cuando el saldo es positivo, entonces se genera una capacidad neta de financiar al resto del mundo.

Al comparar el saldo exterior con los flujos de inversión directa, lo que se pretende es captar hasta qué punto la inversión directa ha estado generando una necesidad bruta de financiación adicional a la derivada del exceso de importaciones sobre exportaciones.

Así, en esta última década, podemos distinguir cuatro subperíodos:

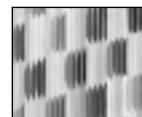
— Entre 1990 y 1994 se registró un déficit exterior mientras que la inversión directa recibida fue superior a la emitida. Es decir, la inversión directa recibida contribuyó a financiar el déficit por cuenta corriente y de capital.

— En 1995 y 1996 el saldo de balanza de pagos corriente y de capital fue positivo, lo que implica que España financia al resto del mundo en términos netos. Sin embargo, en el capítulo de inversiones directas, España es receptora neta de fondos al superar la inversión recibida a la emitida.

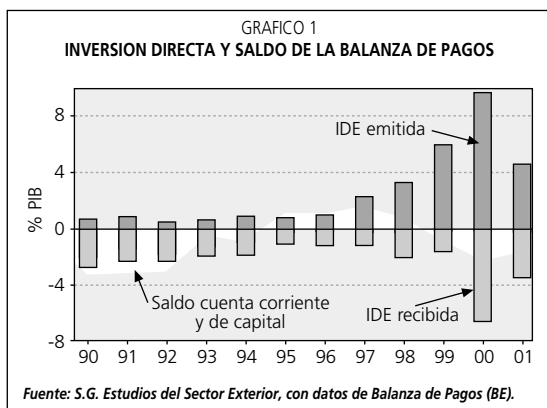
— En 1997 y 1998, por primera vez, España pasa a ser emisora neta de inversión directa como forma de colocación del exceso de ahorro generado por el conjunto de la economía.

— Desde 1999 se obtiene de nuevo déficit por cuenta corriente y de capital que requiere captar financiación del exterior. Esta necesidad de financiación no impide la fuerte expansión de la inversión directa emitida.

Esta última etapa resulta especialmente interesante porque plantea el interrogante de cómo es posible que un país con necesidad de financiación neta pueda ser emisor neto de inversión directa. Para que esto sea así es necesario que el resto de flujos de inversión (en cartera, otras inversiones y



EN PORTADA



variación de reservas) sean suficientemente elevados como para financiar tanto el déficit externo como el exceso de inversión directa.

Causas de la IDE

Para poder dar respuesta al interrogante que se nos plantea es necesario distinguir entre las causas últimas y las causas inmediatas del proceso de inversión exterior de la empresa española.

La causa última de la expansión exterior de la empresa española hay que encontrarla en los cambios operados en el mercado interno. No es casualidad que el nacimiento de las primeras multinacionales españolas haya coincidido con la apertura del mercado interno, los procesos de liberalización, desregulación, ruptura de monopolios y privatizaciones de los últimos años. Las multinacionales españolas han nacido de los monopolios y

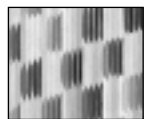
oligopolios españoles, pero sólo cuando éstos se han visto afectados por la competencia.

Pensemos en el sector de las telecomunicaciones, la energía y electricidad o en el sector financiero.

Esta necesidad de expansión exterior no hubiera podido plasmarse en la realidad sin la financiación necesaria. Así, la causa inmediata, que ha servido como catalizador del proceso inversor en el exterior, ha sido la cada vez mayor integración financiera de la que goza España.

El Cuadro 1 refleja este mayor grado de integración financiera a través de la evolución del stock acumulado de activos y pasivos financieros frente al resto del mundo, para cada uno de los epígrafes que integran la cuenta financiera de la balanza de pagos.

Se observa que todos los epígrafes aumentan su peso en el PIB en el curso de los últimos diez años. Es significativo, además, que los flujos brutos hayan ganado más peso que los netos lo que indica que, aun manteniendo el endeudamiento externo neto relativamente estable en porcentaje del PIB, el volumen total de inversiones financieras es mucho más elevado. Por ejemplo, la inversión en cartera recibida por España pasó del 7 por 100 del PIB en 1990 al 43,5 por 100 en 2000, mientras que la inversión directa española en el exterior se incrementaba desde un mero 3 por 100 del PIB en 1990 al 28,4 por 100 en 2000.



EN PORTADA

CUADRO 1
ESPAÑA: INTEGRACIÓN FINANCIERA
Stock de activos y pasivos frente al resto del mundo, % del PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Posición neta total	-11,7	-14,6	-18,0	-21,9	-20,6	-18,8	-18,5	-18,3	-21,2	-20,6	-20,8
Inversiones directas: Posición neta	-9,7	-10,4	-12,4	-13,1	-13,7	-12,0	-11,4	-9,2	-7,7	-1,5	3,2
De España en el exterior	3,0	3,6	4,3	5,6	6,1	6,0	6,8	9,0	11,2	18,9	28,4
Del exterior en España	12,7	14,0	16,7	18,7	19,8	18,1	18,2	18,2	19,0	20,4	25,2
Inversiones de cartera: Posición neta	-5,9	-9,0	-8,6	-20,8	-13,6	-16,7	-17,9	-18,9	-16,7	-15,2	-13,5
De España en el exterior	1,1	1,4	1,9	3,5	3,5	3,0	3,6	6,4	13,2	21,2	30,0
Del exterior en España	7,0	10,4	10,5	24,2	17,1	19,7	21,5	25,4	30,0	36,4	43,5
Otras inversiones: Posición neta	-6,7	-7,5	-6,4	1,9	-2,3	3,6	0,5	-3,2	-6,7	-16,9	-24,2
De España en el exterior	11,3	11,4	16,5	30,9	26,8	29,7	28,7	29,1	30,5	26,6	26,6
Del exterior en España	18,0	18,9	22,9	29,0	29,1	26,1	28,2	32,3	37,2	43,5	50,8
Posición neta, excluido Banco de España	-22,4	-26,9	-27,4	-32,0	-29,6	-25,1	-28,8	-31,3	-31,1	-33,7	-34,6
Banco de España: Posición neta	10,6	12,2	9,5	10,1	8,9	6,3	10,2	13,0	10,0	13,1	13,8
Reservas	10,6	12,2	9,4	10,1	8,9	6,2	10,3	13,0	9,9	6,6	6,3
Activos frente al Eurosistema	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,4	7,5

Fuente: Subdirección General de Estudios del Sector Exterior con datos de la Posición de Inversión Internacional (BE)

El período de mayor expansión de la inversión directa española es el de 1998-2000. En este último año el *stock* de IDE emitida superó al de IDE recibida.

¿Quién financia la inversión directa española?

En el mismo Cuadro 1 también se reflejan las contrapartidas financieras que han permitido financiar la IDE emitida. Obviamente, no existe una relación directa entre una partida y otra, pero lo que sí se puede decir es que, en un período como el actual con déficit de cuenta corriente y capital, sin una fuerte entrada de capitales, no hubiera sido posible un proceso de expansión exterior de tal magnitud.

Se observa que las entradas de inversión en cartera y otras inversiones han crecido sustancialmente en 1997-2000, coincidiendo con las expansión de la IDE española en el exterior. Es decir, aunque no sea posible establecer una afectación de partidas concretas de ingresos a otras de salidas de capitales, durante el período de expansión de la IDE, España ha estado captando financiación, fundamentalmente, en forma de bonos, préstamos y depósitos.

Para completar el análisis es necesario observar los flujos desde el punto de vista geográfico. En el Cuadro 2 se recoge el desglose geográfico de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos desde 1995 a 2000, en porcentaje del PIB. Se muestran tan sólo datos de Europa, la zona euro (desde 1998), Latinoamérica y NAFTA, dado el bajo peso de otras regiones como los Países de la Europa Central y Oriental, África o Asia.

Desgraciadamente, las fuentes estadísticas para la elaboración de la cuenta financiera no permiten ofrecer un desglose geográfico de las inversiones realizadas por el sistema crediticio, para el que sólo se dispone del dato agregado (1).

(1) Adicionalmente, para simplificar la presentación de los datos, hemos preferido no desglosar la inversión de las instituciones financieras entre directa, en cartera y otras. Esta simplificación no afecta sustancialmente a los resultados del análisis en la medida en que la inversión directa de las *instituciones de crédito* representó en el período 1997-2000 sólo el 10,6 por 100 de la realizada por *otros sectores residentes*. Por otro lado, el saldo de la cuenta financiera no suma necesariamente el saldo de la balanza corriente más capital. Para que coincidiera, habría que incluir el epígrafe *errores y omisiones* que aquí hemos omitido.

Del análisis de los datos se extraen interesantes conclusiones acerca del patrón de inversión de la economía española. Por ejemplo, desde 1996 el sector de instituciones de crédito es captador neto de recursos frente al exterior mientras que el sector empresarial es inversor neto, especialmente en flujos de inversión directa.

Por zonas, España capta el grueso de su financiación externa en la zona euro y tiende a invertirlo tanto en la zona euro como en Latinoamérica.

Este circuito financiero, que podríamos denominar como *el reciclaje del euro*, permite obtener recursos a tipos de interés bajos, estables y sin riesgo de cambio en amplios mercados como los europeos, a través del sistema financiero para luego colocarlos en Iberoamérica, donde las posibilidades de ganancia son mayores pero también lo es la volatilidad asociada.

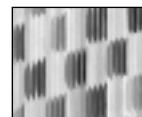
Conclusiones

El extraordinario proceso de expansión exterior de la empresa española es un fenómeno reciente, de estos últimos cinco años, propio de una economía que ha pasado de ser un mercado potencial a un mercado desarrollado, con gran capacidad de generar proyectos rentables de inversión.

La liberalización de los mercados internos en sectores tan importantes como las telecomunicaciones, los hidrocarburos, la distribución eléctrica, entre otros, han fomentado un cambio de mentalidad de la empresa española, hasta hace poco muy concentrada en el mercado interno.

La culminación de la moneda única europea ha sido, por su parte, el elemento catalizador de este proceso al permitir el acceso de las empresas españolas a los profundos mercados financieros europeos. De esta forma, se toman recursos financieros a tipos bajos, estables y sin riesgo de cambio que luego se emplean para invertir en áreas de mayor dinamismo potencial pero mayor riesgo y volatilidad.

Este *reciclaje del euro* constituye una estrategia correcta desde el punto de vista financiero excepto en la excesiva concentración de la inversión en Iberoamérica. De hecho, desde 2000, el



EN PORTADA

CUADRO 2
DESGLOSE GEOGRÁFICO DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS
% PIB

	UE		Zona Euro		Latinoamérica		NAFTA		TOTAL (incluidas zonas sin asignar)	
	Recibida	Emitida	Recibida	Emitida	Recibida	Emitida	Recibida	Emitida	Recibida	Emitida
2000										
Total cuenta financiera	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	26,0	22,5
AA.PP.	5,9	—	3,0	—	-	—	-0,1	—	5,8	—
Otros sectores residentes	8,0	12,6	4,3	8,9	1,4	2,2	1,6	2,4	11,3	18,5
Directas	4,3	4,2	1,3	3,0	—	2,2	1,8	1,1	6,4	8,2
En cartera	1,2	8,1	0,8	5,6	1,3	—	-0,2	1,2	2,4	10,0
Otras inversiones	2,5	0,2	2,2	0,3	0,1	—	-	0,1	2,5	0,45
Instituciones de crédito	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	8,8	2,9
Banco de España	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	—	1,0
1999										
Total cuenta financiera	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	16,1	14,1
AA.PP.	3,9	0,0	1,3	—	-	—	0,3	—	4,3	—
Otros sectores residentes	5,9	4,5	3,7	4,3	—	4,7	1,0	0,9	5,6	1,4
Directas	1,3	2,1	0,8	1,8	—	4,7	1,2	0,3	—	-0,1
En cartera	2,0	4,2	0,7	3,3	—	-	-0,2	0,5	1,4	2,4
Otras inversiones	2,6	-1,8	2,3	-0,8	—	-	—	0,1	4,1	-0,9
Instituciones de crédito	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	5,6	1,4
Banco de España	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	—	2,7
1998										
Total cuenta financiera	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	12,7	12,7
AA.PP.	1,3	—	-1,2	—	-	—	-0,4	—	1,0	—
Otros sectores residentes	3,9	8,8	2,8	7,1	—	1,4	0,4	0,9	4,4	12,1
Directas	1,8	1,0	1,6	0,8	—	-	0,1	0,3	2,0	2,9
En cartera	1,3	4,7	0,5	4,2	—	1,3	0,2	0,5	1,6	5,9
Otras inversiones	0,8	3,0	0,7	2,0	—	-	—	0,1	0,8	3,3
Instituciones de crédito	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	7,3	2,9
Banco de España	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	2,3	—
1997										
Total cuenta financiera	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	7,0	7,5
AA.PP.	2,4	—	>>	>>	—	-	—	-	2,0	0,1
Otros sectores residentes	1,5	4,3	>>	>>	—	1,0	-0,2	0,7	1,5	6,5
Directas	0,9	0,7	>>	>>	—	0,9	0,1	0,2	1,1	2,0
En cartera	0,4	1,3	>>	>>	—	-	-0,3	0,4	0,2	2,0
Otras inversiones	0,1	2,2	>>	>>	—	—	-	0,1	0,1	2,5
Instituciones de crédito	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	3,5	-1,2
Banco de España	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	—	2,1
1996										
Total cuenta financiera	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	4,4	5,1
AA.PP.	0,6	—	>>	>>	—	-	—	-	0,3	0,1
Otros sectores residentes	0,8	1,4	>>	>>	—	0,2	0,1	0,1	0,8	2,4
Directas	0,7	0,5	>>	>>	—	0,2	0,2	—	1,1	0,9
En cartera	—	0,2	>>	>>	—	-	—	0,1	-0,2	0,3
Otras inversiones	0,1	0,6	>>	>>	—	-	—	-	-0,1	1,2
Instituciones de crédito	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	3,4	-1,4
Banco de España	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	—	4,0
1995										
Total cuenta financiera	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	5,8	6,0
AA.PP.	3,1	—	>>	>>	—	-	0,1	—	3,2	0,1
Otros sectores residentes	1,5	1,2	>>	>>	—	0,2	0,3	0,2	1,8	2,1
Directa	0,8	0,2	>>	>>	—	0,2	0,1	—	1,0	0,4
En cartera	0,4	—	>>	>>	—	0,1	0,2	—	0,6	—
Otras inversiones	0,3	1,0	>>	>>	—	-	—	0,2	0,2	1,7
Instituciones de crédito	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	0,8	5,0
Banco de España	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	>>	1,2	—

(>>) Datos para el que no se ofrece desglose.

(—) Dato inferior al 0,05 por 100 del PIB. Por este redondeo, tal vez algunos totales no coincidan exactamente con la suma de cifras parciales.

Fuente: Subdirección General de Estudios del Sector Exterior con datos de Balanza de Pagos.

principal destino de la inversión directa española es la propia Unión Europea. Sería deseable continuar este proceso de diversificación para incluir

entre las áreas emergentes otros destinos como el Norte de Africa, Europa del Este o el mercado asiático.