

Juan José Zaballa*

EL ÍNDICE DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR: LA OPINIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El Índice de valoración de la inversión española en el exterior (IVIEE) tiene como objetivo principal ser un instrumento práctico al servicio de la toma de decisiones en materia de inversión directa en el exterior. Resulta imprescindible explicitar los fundamentos metodológicos y analíticos que soportan sus valoraciones, así como los criterios y procedimientos que permiten alcanzar conclusiones relevantes para dicha toma de decisiones. El artículo se apoya en los resultados de la última edición del índice a fin de permitir una profundización en esta comprensión.

Palabras clave: inversión exterior, inversión directa, toma de decisiones, riesgo, captación de inversiones.
Clasificación JEL: F21, F23.

1. Planteamiento y objetivos del Índice de valoración de la inversión española en el exterior

El desarrollo del Índice de valoración de la inversión española en el exterior (IVIEE), por parte del club de exportadores, surge de una doble necesidad, tanto intelectual como estrictamente empresarial, consistente, en primer lugar, en la identificación de los motores de la inversión española en el exterior. En este sentido, el índice representa un intento de formalizar las variables de carácter externo, propias de cada mercado geográfico específico, que condicionan la decisión de inversión por parte de las empresas españolas y, en consecuencia, la selección de destinos específicos

para sus inversiones directas. En segundo lugar, y paralelamente a la identificación y valoración de estas variables, la existencia de sucesivas ediciones del índice va a permitir el conocimiento de la evolución, a lo largo del tiempo, de las mismas, así como de la correspondiente respuesta de las empresas, materializada en variaciones y tendencias en los flujos de inversión española en el exterior. Con estos planteamientos el IVIEE pretende ser bastante más que un ejercicio académico, y tiene una clara vocación de erigirse y consolidarse como una herramienta económica al servicio, por un lado, de la toma de decisiones empresariales en materia de ubicación geográfica de las inversiones directas españolas en el exterior y, por otro, de la política económica y, más concretamente, de la política de captación de inversiones directas extranjeras por parte de los países destinatarios.

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Formulada esta declaración de voluntad y aspiraciones de este ejercicio, también es preciso identificar los límites de un análisis de esta naturaleza (Aharoni, 1966). En este sentido, cabe subrayar una doble dificultad metodológica. En primer lugar, un análisis de las variables relevantes para la toma de decisiones en materia de inversión directa, centrado en las características de los países receptores de la misma, no puede aspirar a identificar la totalidad de los factores que determinan dicha decisión. Efectivamente, la decisión de inversión en el exterior es el resultado del análisis y valoración tanto de factores internos de la empresa (capacidad financiera, posición en el mercado, capacidad de gestión, etcétera) como de factores externos, exclusivos del mercado donde se va ubicar dicha inversión directa. El índice no tiene la vocación ni, en consecuencia, está diseñado para la identificación de estos factores internos, exclusivos de cada compañía, y, por tanto, ha de centrarse en los externos.

Esta distinción entre factores internos y externos condicionantes de las decisiones de inversión exterior tiene relevancia más allá de lo estrictamente metodológico, pues muchas de las tendencias que han caracterizado los flujos de inversión directa española en el exterior venían explicadas tanto por motivos internos como externos. Así, el cierre, a finales de la década de los noventa, del ciclo latinoamericano de las inversiones españolas en el exterior, inaugurado a principios de dicha década, y la inauguración de un nuevo ciclo, caracterizado por la concentración en países de la OCDE, viene explicado, ante todo, por un deseo de las grandes empresas españolas de diversificar geográficamente sus carteras de inversión directa en el exterior, en respuesta al duro castigo al que estaban sometidas sus cotizaciones por la, aparentemente, excesiva concentración en América Latina. En este caso, fueron factores internos los que, en gran medida, determinaron la dirección de los flujos de inversión directa española, más que las condiciones objetivas de los países receptores de la misma.

En segundo lugar, resulta incontrovertible la naturaleza compleja del proceso decisorio correspondiente a la

inversión en el exterior. Efectivamente, es preciso reconocer que la decisión empresarial de, en primer lugar, abordar un mercado geográfico diferente al propio y, en segundo lugar, materializar esta decisión en una estrategia de inversión directa, por oposición a otras alternativas de internacionalización, responde a criterios diversos que exigen un análisis conjunto y, por tanto, en gran medida, compensatorio. Pero este análisis conjunto y complejo no hace sino poner de manifiesto la dificultad de formalizar criterios de carácter general, agregados, válidos para todas las empresas. Por el contrario, la decisión de inversión en el exterior tiene una naturaleza única, particular para cada empresa, pues, en gran medida, el proceso decisorio es único y característico de cada empresa; es su sello característico, su ADN.

Sin embargo, todo proceso de toma de decisiones tiene un punto inicial común como es el de la acumulación y selección de información de base que sirva de fundamento a dicho proceso. A su vez, este proceso de discriminación de toda la información disponible para la toma de decisiones en materia de inversión directa puede resultar costoso, y la relevancia de experiencias similares anteriores es evidente. La experiencia, tanto en materia de formación como de simple difusión o divulgación, demuestra el interés que suscitan entre los empresarios las experiencias que otros han acumulado en el proceso de inversión en mercados extranjeros. Por este motivo, la idea de generar una metodología específica que, por un lado, explicita algunas de las variables más relevantes en el proceso de toma de decisiones relativo a inversiones directas en el exterior y, por otro, condense la opinión de empresas con experiencia relevante acerca de estas variables, puede resultar de interés. Así, se evidencia la faceta sintética del IVIEE, como compendio de una información experta y relevante para la toma de decisiones empresariales.

Las empresas abordan las decisiones de inversión en el exterior en el desarrollo, básicamente, de estrategias de crecimiento o estrategias de supervivencia. En este sentido, la evolución de la actividad inversora en el exterior de la empresa española, a lo largo de la primera mi-

tad de la década de los noventa, dentro de lo que ha venido a llamarse la primera oleada de la inversión española en el exterior, es, en cierta medida, paradigmática en tanto que responde a una serie claramente identificable de factores o *drivers* decisionales de naturaleza tanto interna como externa. En concreto, existe un cierto consenso en torno a la idea de que esta primera ola de inversión española en el exterior viene, en gran medida, explicada por el desarrollo de estrategias de crecimiento necesario. Muchas de las grandes empresas españolas, operantes en mercados altamente regulados o procedentes de procesos de privatización, desarrollan estrategias de crecimiento como mecanismos de defensa ante posibles intentos de adquisición, más o menos hostiles, por parte de empresas extranjeras. Estas estrategias de crecimiento se materializan en estrategias de inversión extranjera por las limitaciones que tiene el crecimiento en el mercado interior español, donde el limitado número de operadores hace que cualquier ejercicio de concentración incurra en problemas con las autoridades de defensa de la competencia. Por consiguiente, esa estrategia necesaria de crecimiento ha de materializarse en una estrategia de inversión en el exterior.

A su vez, esta estrategia de crecimiento a través de la inversión en el exterior de las empresas españolas viene facilitada por hechos coyunturales como son:

- Altas dotaciones de tesorería o posiciones de liquidez que disfrutaban estas compañías, resultado, en gran medida, de un largo historial de precios regulados.

- Facilidad en el acceso a personal cualificado, por efecto de la duplicidad en los organigramas resultantes de los procesos de fusión previos.

- Abundancia de crédito y fácil acceso a la financiación, resultante tanto de su bajo nivel de apalancamiento inicial común como del exceso de liquidez y oferta crediticia del sistema.

Sin embargo, estos factores o *drivers* internos explican los motivos, la forma y, si se quiere, la intensidad de este proceso de inversión española en el exterior. Expliquen por qué van a invertir las empresas en el exterior y, en

gran medida, cuánto están dispuestas a invertir en el exterior. Sin embargo, el hecho de que esta inversión potencial se materialice en una inversión directa en el exterior, y que se dirija, concretamente, hacia una región específica como es América Latina y no hacia otra, tiene, fundamentalmente, explicación en factores externos, esto es, en factores ajenos al ámbito de gestión de la empresa que, sin embargo, condicionan los resultados de esta. Son, en definitiva, factores del entorno de los mercados nacionales potencialmente receptores de la inversión directa extranjera. Asimismo, es importante señalar que estos factores externos condicionan, como elementos del entorno, la actividad de todas las empresas que operan en un determinado mercado geográfico, si bien cada una de estas empresas percibe estos factores y, en consecuencia, ve condicionada su actividad de manera, en cada caso, diferente.

Con este criterio, resulta sustentable la tesis del valor que tiene una información agregada acerca de la valoración que el conjunto de empresas realizan sobre el conjunto de factores externos que, en un determinado mercado geográfico, pueden resultar relevantes en el proceso de toma de decisiones en materia de inversión directa en dicho mercado. A su vez, esta información agregada resultará tanto más relevante en función de la proximidad existente entre el mencionado conjunto de empresas y la empresa que accede a esta información, previa a la citada toma de decisiones en materia de inversión directa. Dicha proximidad puede responder a diversos criterios como, por ejemplo, el sectorial; pero también puede ser relevante el paralelismo que puede establecer un origen geográfico entre las empresas evaluadoras y la empresa receptora de esta información conjunta.

Pero la necesidad de información sobre la experiencia empresarial en materia de inversiones directas en el exterior no se agota en el proceso de toma de decisiones de otras empresas. Por el contrario, la relevancia de una síntesis informativa como la que realiza el IVIEE se extiende a otros ámbitos de la actividad económica internacional como, por ejemplo, la captación de inversio-

nes directas (OECD, 2003) (UNCTAD, 1998). Efectivamente, el conocimiento por parte de las autoridades relevantes de un determinado país de la opinión que merecen, a los potenciales inversores de otro país, una serie de variables básicas en la toma de decisiones en torno a la inversión directa puede resultar relevante a efectos de condicionar, favorablemente, los flujos de inversión directa provenientes del segundo país, e intentar atraerlos hacia el primero. Desde este punto de vista, el flujo informativo que proporciona el IVIEE supone una herramienta de política económica y, más concretamente, de captación de inversiones extranjeras. Con un criterio de simetría, la información que suministra el Índice tiene, igualmente, aplicaciones en el ámbito de la política de promoción de inversiones en el exterior, contribuyendo al establecimiento de los fundamentos de negociación de iniciativas de tanta relevancia en este campo, como son, por ejemplo, los Acuerdos de Protección y Promoción de Inversiones.

En definitiva, el valor relativo de este flujo informativo será superior en tanto:

A) Mayor sea la significatividad de las valoraciones, lo cual, a su vez, depende, por un lado, de la experiencia acumulada por parte de las empresas evaluadoras y de esa presencia efectiva en los mercados objeto de valoración, y, en segundo lugar, del número de empresas que aportan dicha información y, en última instancia, hacen representativa la información aportada.

B) Mayor sea el espectro relativo, esto es, cuanto mayor información se disponga de la situación o valoración de los mismos factores en otros mercados geográficos, lo cual permitirá un ejercicio comparativo permanente que, indudablemente, enriquecerá el análisis y facilitará las conclusiones.

Con estos criterios, parece tener claro sentido el desarrollo de una metodología específica que:

— Identifique los diversos factores externos que condicionan la inversión directa extranjera.

— Aporte las valoraciones que dichos factores externos merecen para un conjunto de empresas con experiencia en un determinado mercado geográfico.

— Ofrezca un cuadro comparativo de las valoraciones que estos factores externos tienen para un conjunto relevante en mercados geográficos.

Este es, precisamente, el sentido y fundamento del IVIEE, instrumento o, si se prefiere, herramienta que pretende condensar, a efectos decisionales, la experiencia acumulada por las empresas españolas en los distintos mercados geográficos, destino de la inversión directa de las mismas.

2. Metodología y construcción del Índice de valoración de la inversión española en el exterior

A fin de comprender el alcance y el potencial del índice como un instrumento descriptivo de la realidad de cada uno de los países analizados y, consecuentemente, como herramienta de decisión dentro de los campos arriba identificados, el primer paso es, necesariamente, un análisis detallado de la metodología subyacente en la elaboración del índice. Desde este punto de vista, es importante precisar que dicha metodología se estructurará a partir de cuatro fases claramente diferenciadas:

1. Recogida de información. Realizada a través de una encuesta dirigida a las 100 empresas españolas con mayor volumen de inversión en el exterior, junto con una serie de instituciones que, por su especialidad en el ámbito del comercio, la economía y la actividad internacional de las empresas españolas, están en condiciones de contribuir a este análisis.

La encuesta que se refleja en los resultados recogidos en la tercera parte de este trabajo se desarrolló a lo largo del último semestre de 2009. Por tanto, y como no podía de otra manera, refleja algunos elementos circunstanciales propios del momento en que se efectuó dicha encuesta y que se intentan resaltar en el correspondiente análisis de los resultados.

Es importante destacar que la encuesta contaba con dos niveles de ayuda para las empresas que en ella participaron. La primera a través de una serie de apoyos, definiciones y aclaraciones «incrustados» en la herramienta informática que materializaba la encuesta. El se-

gundo nivel de ayuda consistía en un mecanismo de consulta a través del correo electrónico. Estos dos mecanismos aseguran un importante grado de comprensión de la naturaleza de la encuesta, que, a su vez, actúa de garantía de homogeneidad en las respuestas.

2. Tabulación de los datos. Efectuada de manera, prácticamente, individualizada para cada respuesta, ello implica y, por tanto, permite el desarrollo de un proceso de consulta con los encuestados, en el caso de posibles faltas de consistencia evidenciadas en las respuestas.

3. Elaboración de índices. A partir de los resultados tabulados de la encuesta se procede a la elaboración de unos índices que condensan la información suministrada por la misma, facilitando su asimilación e interpretación, y que se describen detalladamente más adelante.

4. Análisis e interpretación. El estudio tanto de las variables objeto de encuesta como de los índices, permite un análisis e interpretación de los factores que determinan el destino de la inversión española en el exterior. No obstante, como se verá más adelante, este análisis tiene dos vertientes claramente diferenciadas como son el análisis estático, consistente en el estudio de todas las variables resultantes de la aplicación de la metodología, en un momento específico del tiempo, y el análisis dinámico, consistente en el análisis de la evolución de cada una de estas variables y resultados de la encuesta a lo largo del tiempo, esto es, a lo largo de las diversas aplicaciones de esta metodología que, hasta la fecha, se han realizado.

La metodología diseñada para la obtención del IVIEE y para el consiguiente análisis gira en torno a 668 variables. Esta cifra es el resultado de sumar los 25 factores para 23 países, sobre los que se efectúa la encuesta, a los cuatro índices agregados, calculados, asimismo, para cada uno de los países, más un índice global de valoración de la inversión española en el exterior también para cada país objeto de encuesta y análisis. Cada uno de estos factores es, como se ha mencionado, objeto de una definición específica y detallada en el sistema de ayuda que compone la herramienta informática sobre la que se apoya la recogida de datos de la encuesta,

pues, en definitiva, será sobre estos 25 factores sobre los que se deberán pronunciar los encuestados.

Asimismo, conviene aclarar que los 23 países seleccionados para la encuesta responden a tres criterios:

— Criterio de relevancia, en función del *stock* de inversión directa española ya acumulada.

— Criterio de potencialidad, en función de las expectativas de posible intensificación de los flujos de inversión directa española y, por supuesto, de la capacidad demostrada para la captación de inversión extranjera procedente de otros orígenes.

— Criterio de comparabilidad, en este caso se han seleccionado tres países como Canadá, EE UU y la UE-15 que, además de responder a los dos criterios anteriores, contribuyen a relativizar y dimensionar, en un ejercicio de *benchmarking*, el conjunto de los valores de la encuesta para otros países.

Es importante destacar que, por lo largo de la vida de este ejercicio analítico, no ha sido constante la composición de la selección de países objeto de estudio. Por consiguiente, las series históricas de resultados no son iguales para todos los países, siendo más extensas en determinados casos que en otros. Asimismo, es preciso reconocer que la relevancia relativa de los diversos países objeto de estudio no ha sido constante a lo largo de las diversas ediciones del índice. Esta realidad tiene, en principio, dos explicaciones. Por un lado, es indudable que el interés de las empresas españolas, en materia de destinos potenciales de sus inversiones directas en el exterior, ha variado desde el momento de la definición inicial del conjunto de países para los que se elabora el índice. Por otro lado, la vigencia efectiva del índice también está condicionada por la realidad geopolítica. Este hecho es particularmente relevante en el caso de los ámbitos geográficos supranacionales como, por ejemplo, el de los países del Este europeo. En el curso de las primeras ediciones del índice, este ámbito geográfico supranacional reunía a una serie de países que, desde el punto de vista de la inversión española en el exterior, respondían a una realidad homogénea. Sin embargo, con el transcurso del tiempo, esta realidad se ha ido

aproximando a los países miembros de la Unión Europea. En consecuencia, la persistencia de este ámbito geográfico supranacional dentro de la encuesta ha de ser cuestionada. Este mismo análisis es válido, por ejemplo, para el caso de la CEI. Evidenciada esta realidad y, posiblemente, distorsión en la solidez de nuestra metodología, cabe argumentar que, por lo menos hasta la fecha, ha tenido una cierta prioridad asegurar una consistencia en las series históricas del índice que, a su vez, permitiera el análisis dinámico. En ese *trade off* se ha preferido, por lo menos hasta el presente, permitir la comparación interna temporal de la evolución de las distintas variables que componen el índice.

Otra de las dimensiones relevantes de este enfoque metodológico es la población sobre la que gira la encuesta que fundamenta dicha metodología y la correspondiente muestra. En este ámbito, es preciso hacer explícitas una serie de decisiones de orden metodológico. En primer lugar, en la medida en que el objeto mismo de este ejercicio analítico es efectuar y presentar un compendio de la experiencia acumulada, la población objeto de la encuesta ha de ser, precisamente, el de las empresas que, efectivamente, cuentan con la misma. Carecería, por completo, de sentido plantear que este universo fuera el conjunto de las empresas españolas o, ni siquiera, el conjunto de empresas españolas internacionalizadas, pues la experiencia de la internacionalización no tiene porqué ser relevante a efectos de decisiones de inversión, un ámbito de especialidad decisonal más concreta y específica. Por consiguiente, la encuesta ha sido dirigida a los ejecutivos responsables de las 100 empresas españolas con mayor nivel de inversión en el exterior, junto con representantes de organismos empresariales que igualmente, aunque de manera indirecta, cuentan con dicha experiencia en materia de inversión en el exterior. El nivel de contestación ha sido, históricamente, satisfactorio, de manera que la encuesta ha sido respondida por un grupo de empresas representativas de cerca del 40 por 100 del *stock* acumulado de inversión española en el exterior, valorado a finales del año 2007.

No obstante, desde un punto de vista crítico, es preciso admitir que, a lo largo de las últimas ediciones de la encuesta, se ha venido detectando un cierto nivel de fatiga por parte de las empresas encuestadas. Efectivamente, la extensión de la encuesta, para aquellas empresas que tienen experiencia en muchos de los países sobre los que se pide que se pronuncien, hace inevitable que la respuesta a la encuesta represente un esfuerzo y una inversión considerables. Por consiguiente, es posible que, en el curso de la próxima encuesta, se planteen, desde este punto de vista, algunas modificaciones en esta metodología que, por un lado, faciliten la tarea de las empresas en su respuesta a la misma y, por otro lado, permita mantener la coherencia metodológica que, a su vez, exige el análisis dinámico anteriormente mencionado.

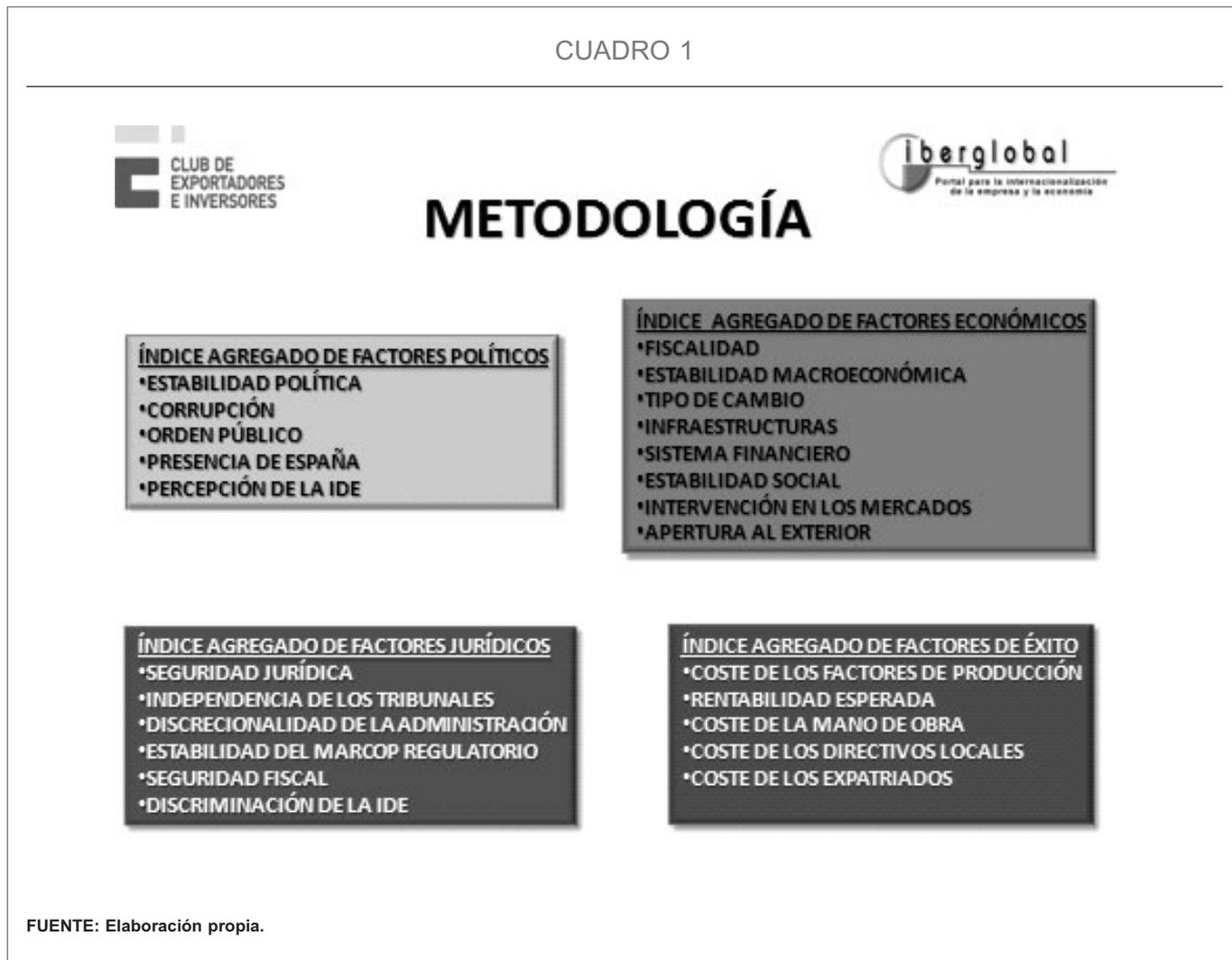
El tratamiento de los resultados de la encuesta para la elaboración de los índices tanto agregados como el propio IVIEE consiste en un mecanismo de *scoreboarding*, por el que los cuatro índices agregados son calculados mediante una media simple de los resultados que, en función de los valores obtenidos en la encuesta, arrojan los diferentes índices básicos, agrupados, a su vez, en cada uno de dichos índices agregados. Esta agrupación de índices básicos, resultantes de la encuesta para el cálculo de los índices agregados, queda recogida en el Cuadro 1:

A su vez, el Índice global de valoración de la inversión española en el exterior es una media ponderada de los cuatro índices agregados anteriormente citados, conforme a las siguientes ponderaciones:

- Índice agregado de factores económicos: 25 por 100.
- Índice agregado de factores políticos: 30 por 100.
- Índice agregado de factores jurídicos: 25 por 100.
- Índice agregado de factores de éxito: 20 por 100.

Estas ponderaciones intentan reflejar la importancia relativa de cada uno de estos factores dentro de la decisión global de inversión en el exterior. Es importante destacar que estas ponderaciones tienen, inevitablemente, una cierta carga de subjetividad y, naturalmente,

CUADRO 1



en ellas se reflejan las prioridades y criterios particulares del analista. Sin embargo, también es preciso subrayar que esta carga subjetiva no tiene porque ser definitiva, en el sentido de que estas ponderaciones, al haberse hecho explícitas y fundamentarse en un sencillo cálculo aritmético, pueden modificarse y, en consecuencia, adaptarse a los criterios y prioridades de otro analista, teniendo siempre en cuenta que también ha de modificarse toda la correspondiente serie histórica, a fin de homogeneizar los valores y permitir la validez de las comparaciones intertemporales. Esta posibilidad dota al

análisis de una extraordinaria flexibilidad y adaptabilidad a las necesidades específicas de cada usuario de esta metodología.

Por otro lado, parece oportuno realizar una reflexión en torno a las ponderaciones efectivamente aplicadas en este análisis. El criterio de partida fue el de conceder a todos los índices básicos la misma ponderación, de manera que el índice agregado posee una media simple de los valores de estos índices básicos obtenidos, directamente, de la correspondiente encuesta. Sin embargo, un análisis realizado a través de un *focus group* de em-

presarios y profesionales altamente especializados en materia de inversiones el exterior alcanzó, entre otras, dos conclusiones básicas:

— La importancia concedida a las variables relativas a la estabilidad política de los países de destino de las inversiones españolas.

— La relativa subjetividad de las mediciones de rentabilidad de las inversiones en el exterior, derivada, a su vez, de la multiplicidad de planteamientos estratégicos que, en última instancia, pueden desembocar en una decisión de inversión en el exterior.

A partir de estas consideraciones, parecería razonable reforzar la ponderación que recibe el índice básico de factores políticos en el cómputo del índice agregado y, por el contrario, reducirla en el caso del índice básico de factores de éxito. Esta iniciativa obliga a realizar una declaración acerca de la verdadera naturaleza del IVIEE y, en menor medida, del índice agregado de factores políticos, en el sentido de que ninguno de los dos pretende ofrecer una valoración de riesgo político de inversión directa (White y Fan, 2006) sino una visión de cómo y en qué medida los factores de orden político resultan más o menos atractivos para las decisiones de inversión directa, en un determinado país, por parte de los empresarios españoles. La diferencia entre estos dos conceptos es sustancial en términos tanto conceptuales como el origen mismo de las correspondientes valoraciones, en la medida en que, en el primer caso, estas proceden de una encuesta realizada, exclusivamente, a representantes de la comunidad empresarial

El análisis de los índices agregados y básicos puede abordarse desde dos perspectivas diferentes que van a permitir apreciar distintos matices de las valoraciones realizadas por las empresas españolas y, en consecuencia, alcanzar distintas conclusiones. Estas dos perspectivas son:

a) Análisis estático. El análisis estático tiene por objeto analizar las variables resultantes de la encuesta que sirve de base para la elaboración de los correspondientes índices básicos en un momento del tiempo específico, proporcionando una «fotografía» de la opinión que a

los empresarios españoles les merecen las posibilidades de inversión en un determinado país.

A su vez, este análisis estático permite dos visiones diferentes de la realidad que se desprende de la correspondiente encuesta. La primera es una visión integral que agrupa todas las variables o, mejor dicho, los índices básicos, los índices agregados y el IVIEE, que definen la mencionada opinión de los empresarios españoles acerca de las posibilidades de inversión en un país concreto y específico. Esta visión *à tous azimuts* permite analizar en mayor profundidad y, en última instancia, conocer los verdaderos factores que componen y determinan la valoración genérica que, en definitiva, es el Índice agregado.

Junto con esta visión integral, y sujeto de posible desagregación, esta metodología también permite una visión comparativa, esto es, el análisis de los valores que arrojan cada uno de los índices parciales, índices básicos y, en última instancia, el propio IVIEE para todos los países considerados. En definitiva, este análisis comparativo (Majocchi y Strange, 2007) permite estudiar el comportamiento de todos los países considerados para cada una de las variables objeto de opinión por parte de los empresarios españoles, facilitando así un ejercicio desagregado y multidimensional de *benchmarking*. Una vez más, este ejercicio puede ser de gran utilidad en la explicación de la composición geográfica de los flujos de inversión española en el exterior.

b) Análisis dinámico. El análisis dinámico permite evidenciar la evolución en el tiempo de las distintas variables consideradas en la encuesta y los correspondientes índices para un solo país a lo largo del tiempo, proporcionando así una visión evolutiva, por un lado, y global, por otro, de la opinión que las empresas españolas tienen de la inversión directa en un país, y de cómo esta ha ido cambiando y modificándose a lo largo de las sucesivas encuestas.

En definitiva, este ejercicio de descripción del entramado de la metodología del IVIEE permite describir a este como una herramienta novedosa y, claramente, diferenciada de otros instrumentos que, aunque en apa-

riencia similares, están concebidos para satisfacer necesidades analíticas diferentes, más cercanas a la valoración de riesgos que a proporcionar una opinión, tanto global como desagregada, de los incentivos y desincentivos que, para los empresarios españoles, ofrecen los posibles y diferentes destinos geográficos de sus estrategias de inversión directa. Por último, es preciso reforzar la idea de que el IVIEE no tiene ninguna pretensión de tener una validez global, lo que también lo diferencia, claramente, de herramientas técnicas destinadas a la valoración del riesgo de inversión directa. Por el contrario, el índice solo pretende reflejar una valoración de un grupo específico, claramente definido y diferenciado, como es el de los empresarios y empresas españolas.

3. La aplicación de la metodología: una referencia a la realidad

A fin de completar el presente análisis de la metodología de cómputo del IVIEE¹ y así valorar su potencial analítico, posiblemente, resulte de utilidad realizar una referencia práctica a la última edición del citado índice. Es preciso explicar que la encuesta, que sirve de base para la elaboración del índice, se realizó en el mes de diciembre de 2009. El correspondiente estudio fue presentado en marzo de 2010. Dicha encuesta fue dirigida, conforme a los criterios anteriormente explicados, a más de 100 empresas y organismos empresariales españoles con experiencia en materia de inversión directa en el exterior. El nivel de respuestas resultó, en principio, satisfactorio, en la medida en que estas presentaban, aproximadamente, el 40 por 100 del *stock* acumulado de inversión directa española en el exterior. Por otro lado, justo es reconocer que no todas las respuestas obtenidas giraron sobre la totalidad de países objeto de encuesta, en la medida en que la experiencia de to-

das las empresas se refiere a la totalidad de los países contemplados en la encuesta. Por consiguiente, los datos relativos a la relevancia de la encuesta hacen siempre referencia al conjunto de la misma y no a cada uno de sus componentes.

Asimismo, es preciso indicar que el componente gráfico del análisis dinámico, anteriormente mencionado, se encuentra limitado por el hecho de que la representación gráfica de los resultados de la última edición de la encuesta solo está acompañada por los datos correspondientes a las dos ediciones anteriores. Esta limitación responde, exclusivamente, a motivos estéticos, en el sentido de que sería muy difícil representar la totalidad de los datos históricos disponibles de una manera ordenada. Sin embargo, hay que subrayar que estos datos están disponibles desde mayo de 2005, fecha de la primera edición del índice.

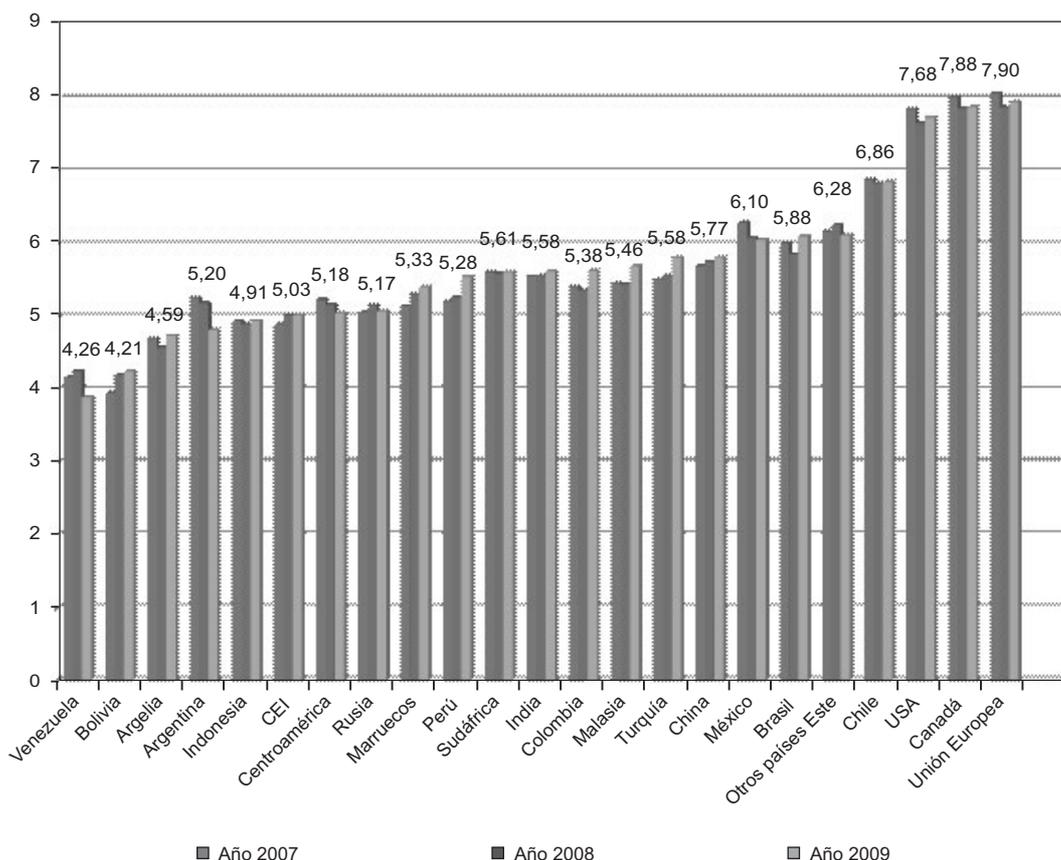
Realizadas estas observaciones previas, el resultado más agregado de la encuesta, dentro del componente de análisis comparativo anteriormente descrito, es el IVIEE que viene representado, para los 23 países considerados, en el Gráfico 1. En este caso, los valores del índice se encuentran ordenados de manera creciente, reflejando las preferencias de los empresarios españoles de menor a mayor, conforme a los valores obtenidos en la última encuesta. En este gráfico podemos observar cómo el destino de mayor preferencia de la inversión directa española sería, en la presente edición, la Unión Europea y el de menor preferencia sería Venezuela. A su vez, este gráfico nos permite visualizar las variaciones que han experimentado las valoraciones de los países considerados a lo largo de las tres últimas ediciones.

Desde otro punto de vista, el Cuadro 2 refleja, de una manera más precisa, las variaciones que han experimentado las valoraciones que merecen, a consideración de los empresarios españoles, los diferentes países como destino de inversión directa desde la última edición del índice, indicando aquellas variaciones al alza, marcadas con un signo +, aquellas que se producen a la baja, señaladas con un signo -, y, por último,

¹ El informe completo correspondiente a la última edición del IVIEE (diciembre 2009) puede consultarse en: http://www.iberglobal.com/Archivos/indice_inversion_2010.pdf.

GRÁFICO 1

ÍNDICE GLOBAL DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR:
ORDENACIÓN CONFORME A LOS VALORES DE LA ÚLTIMA EDICIÓN



FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

aquellos destinos de inversión directa cuyas valoraciones permanecen invariables desde la última edición de la encuesta.

Este tipo de análisis permite introducir un cierto dinamismo en la comparación de las valoraciones de los diferentes países como potenciales receptores de inversión directa española. Relativizando y, en cierta medida, poniendo en perspectiva los valores absolutos obtenidos en una edición concreta y específica de la encuesta.

Por otro lado, es importante tomar en consideración que las valoraciones que tienen cada uno de los países potencialmente receptores de inversión directa española son el resultado de dos fuerzas claramente diferenciadas. Por un lado, nos encontramos las condiciones específicas y objetivas que definen el atractivo de un determinado destino de la inversión directa española y que, como veremos más adelante, vienen explicadas por los índices agregados y básicos, cuyos valores se

CUADRO 2
VARIACIÓN DEL ÍNDICE

Posición	País	Variación	Índice global 2009
1	Unión Europea . . .	=	7,97
2	Canadá.	=	7,90
3	USA	=	7,76
4	Chile.	=	6,87
5	Otros países Este .	=	6,14
6	Brasil	+	6,12
7	México	-	6,07
8	China	=	5,84
9	Turquía	+	5,83
10	Malasia	+	5,71
11	Colombia.	+	5,65
12	India	-	5,64
13	Sudáfrica.	-	5,63
14	Perú	+	5,56
15	Marruecos.	=	5,42
16	Rusia	+	5,09
17	Centroamérica. . . .	=	5,07
18	CEI.	+	5,04
19	Indonesia	+	4,96
20	Argentina	-	4,83
21	Argelia	=	4,75
22	Bolivia.	+	4,26
23	Venezuela	-	3,91

FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

deducen directamente de la encuesta y de la aplicación metodológica anteriormente explicada.

A partir de estos dos instrumentos podemos colegir, en primer lugar, que la UE vuelve a ocupar el primer lugar en el *ranking* de preferencias de las empresas españolas como destino de sus inversiones exteriores, tras haberlo perdido, en la pasada edición, en favor de Canadá.

En términos más amplios, es preciso subrayar la estabilidad existente en la cabecera, en el sentido de que dicho grupo de países continúa siendo el mismo prácticamente desde la primera edición del índice. La mencionada estabilidad en la cabecera se fundamenta en la

notable diferencia en las valoraciones existentes entre los tres primeros países clasificados y el resto; si bien, dentro de aquellos, se podrían producir variaciones en las posiciones relativas, pues las diferencias no son muy amplias.

En todo caso, queda manifiesta una clara preferencia global de las empresas españolas por las inversiones en el entorno de la OCDE, esto es, la Unión Europea, Canadá y Estados Unidos. Esta preferencia es claramente compatible con la llamada segunda ola de las inversiones españolas en el exterior, anteriormente comentada, cuando, a partir de las crisis mexicana y argentina, el castigo al que sometieron las bolsas de valores a las empresas españolas con inversiones exteriores muy concentradas en América Latina, motivó un cambio en la estrategia inversora de éstas, una diversificación de sus carteras de inversiones directas, concentrando una parte importante de los nuevos flujos inversores en países desarrollados.

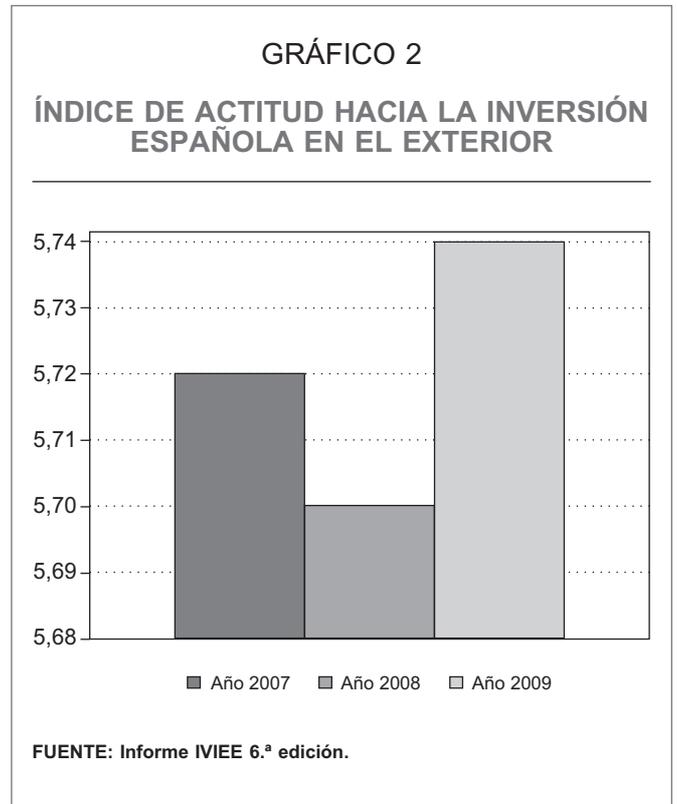
Una reflexión similar cabe formular en torno a los países que reciben las valoraciones más bajas, donde resulta previsible que también se registre una importante estabilidad a lo largo de futuras ediciones. En este sentido, es importante destacar cómo Venezuela y Bolivia consolidan su posición en la escala de preferencias de las empresas españolas como destino de la sus flujos de inversión directa, aunque Venezuela se sitúa, por primera vez, en última posición.

En los tramos intermedios tiene lugar distintas alteraciones en la posición relativa de preferencias; pero cabe destacar, en primer lugar, el caso de México, que desciende al séptimo lugar tras haber bajado ya al sexto en la pasada edición, resultado, en gran medida y como desvelan la evolución de los índices agregados y básicos que componen el IVIEE, de la evolución reciente de las condiciones económicas, la debilitada confianza en la estabilidad política y el empeoramiento en la percepción en lo referente a corrupción y orden público, han perjudicado a México y a la apreciación que de este país tienen las empresas españolas.

Los casos más destacables son los de Sudáfrica y Argentina, pues cada uno de ellos pierde nada menos que cuatro puestos en la clasificación. Pero las situaciones son diferentes, pues, en el caso de Sudáfrica, tal pérdida no se debe a un empeoramiento de su Índice global, que permanece prácticamente constante, sino a las mejoras de los países que le adelantaron en la clasificación como Turquía y Malasia y, muy especialmente, Colombia. El descenso de Argentina en el *ranking*, en el que ya había descendido dos puestos en la edición anterior, se debe al empeoramiento de su Índice global que, de hecho, es el que más desciende de entre todos los países considerados, seguido de cerca por Venezuela.

Pero, junto con estos valores propios de cada país, existen condicionantes internos de la economía española que hacen más o menos atractiva la decisión de inversión en el exterior y que, indudablemente, se reflejan, a su vez, en las valoraciones recogidas en la encuesta. Una aproximación a esos condicionantes generales de la inversión española en el exterior, y no particulares de cada uno de los países destino de dicha inversión, es el llamado Índice de Actitud hacia la Inversión Española en el Exterior, representado en el Gráfico 2. Este índice pretende eliminar el componente geográfico de la valoración que los empresarios españoles realizan de la inversión directa en el exterior y se obtiene como media simple del valor del IVIEE de los 23 países considerados en la encuesta. En este caso, tenemos la evolución de esta consideración agregada de la inversión directa en el exterior por parte de los empresarios españoles y, en cierta medida, permite una correlación de la inversión directa en el exterior, como variable económica, con los principales datos de coyuntura, lo que también puede contribuir a explicar la evolución de los valores del IVIEE en los países a los que se refiere la encuesta.

En la presente edición, se rompe la tendencia a la baja de ese índice de actitud, observada en las ediciones anteriores, de forma que se aprecia una mejora de la actitud de las empresas españolas hacia la inversión en el exterior.



Este incremento en el Índice de Actitud hacia la Inversión Española en el Exterior tiene dos ámbitos de análisis. El primero, de carácter relativo, consistiría en comparar la evolución de este índice con ediciones anteriores. De esta manera, cabría señalar que dicha subida podría implicar una mayor preferencia por la inversión exterior frente a la inversión interior. Sin embargo, este tipo de análisis conlleva un supuesto implícito fuertemente restrictivo, como es considerar constantes los planes de inversión de las empresas, de manera que esta se distribuye entre inversión interior y exterior en función de una serie de preferencias que evolucionan en el tiempo. Contradiendo esta hipótesis, podría darse el caso de una reducción en la inversión global que implicara reducciones tanto en la inversión interior como en la exterior.

Frente a este análisis relativo, cabe efectuar otro de orden absoluto, esto es, estudiar los factores y motivos

que explican esta evolución positiva de la actitud de las empresas españolas hacia la inversión exterior. Para ello, en la última edición, se vuelve a utilizar un instrumento que se introdujo en la edición anterior de este informe y que consiste en el cálculo y representación gráfica de los valores medios de cada uno de los índices básicos y de los índices agregados. A partir de este análisis de los índices agregados y su evolución en el tiempo, cabría considerar que los inversores españoles aprecian una mejoría en el clima para la inversión en el exterior, en la medida en que se mueven positivamente los factores diferenciales determinantes de su éxito, aunque en un entorno económico que se ve algo menos favorable que en la edición anterior.

Por otro lado, es importante destacar que la mejora en este Índice de Actitud hacia la inversión en el exterior trunca una tendencia que se venía poniendo de manifiesto desde la segunda edición de este informe. Aquel deterioro contrastaba, de alguna manera, con la realidad de la evolución de los flujos de inversión exterior de las empresas españolas, a lo largo de ese mismo período de tiempo. Pero, tanto el destino de esos flujos, altamente concentrados en países de la OCDE, como la concentración, desde el punto de vista del origen de los mismos, en grandes empresas, no tenían por qué desmentir la evolución pesimista que evidenciaba la evolución conjunta del índice.

A fin de profundizar en los motivos que, en opinión de los empresarios españoles, determinan los valores del IVIEE registrados en el Gráfico 1, es preciso acudir al análisis de los cuatro índices agregados que lo componen. Los valores correspondientes a estos cuatro índices para la tres últimas ediciones de la encuesta se recogen en los Gráficos 3, 4, 5 y 6.

Pasando ya al que hemos denominado componente integral del análisis y explotación de los resultados de la encuesta, que nos permite contemplar el comportamiento de un determinado país para con todas las variables e índices construidos, es preciso subrayar que este análisis proporciona una radiografía pormenorizada de la valoración que, en cada momento, merece, a las empre-

sas españolas, la inversión directa en un determinado país. Dicha radiografía tiene, a su vez, dos rasgos que la hacen particularmente útil en el proceso empresarial de toma de decisiones:

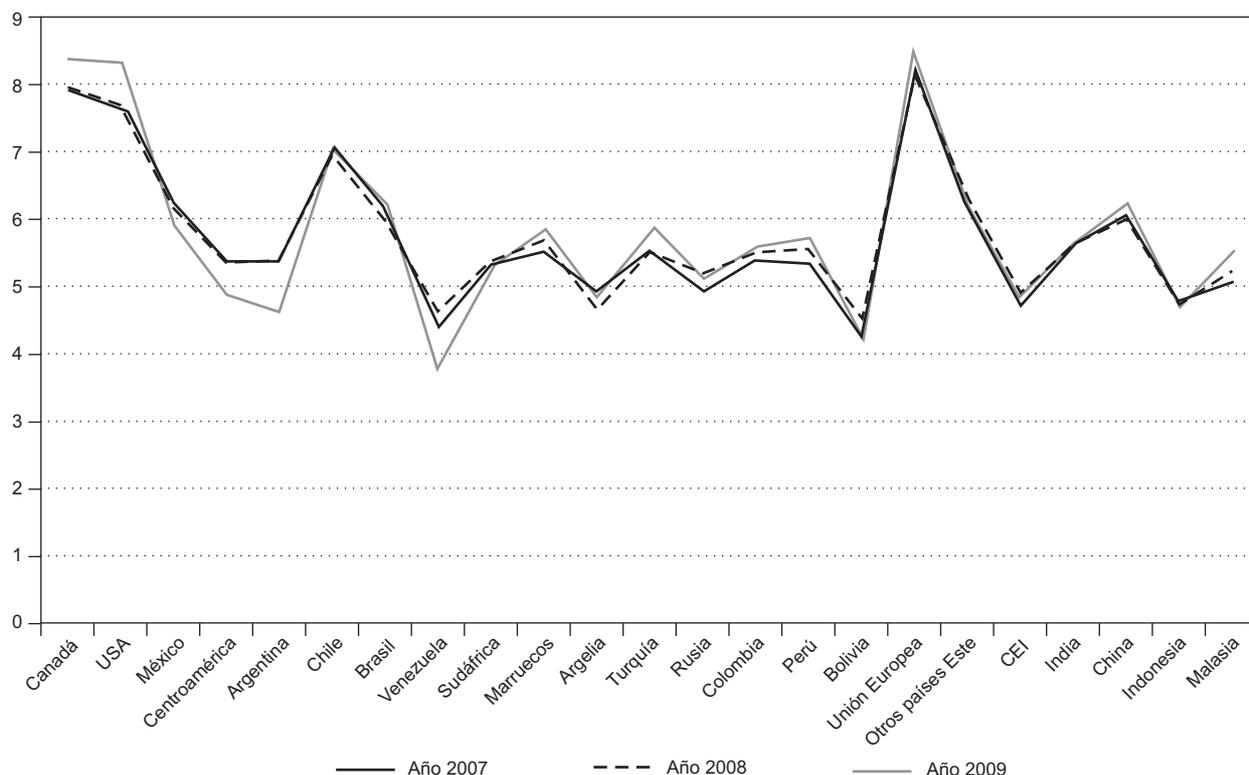
— Es una valoración sustanciada, en el sentido de que explicita las razones y motivos de la valoración del IVIEE y de los cuatro índices agregados a través de los valores observados de los 25 índices básicos objeto de encuesta. De esta manera, es posible encontrar explicaciones tanto a los niveles de aquellos índices agregados como, también, a sus variaciones en el tiempo.

— Es una valoración dinámica, que ofrece una perspectiva temporal a los valores de estas variables y que, en consecuencia, permite correlacionar estas valoraciones con hechos y realidades específicas acontecidas a lo largo del período que cubre la última edición de la encuesta.

En este caso y para ilustrar este análisis integral, en los Gráficos 7, 8, 9 y 10 se reproducen las valoraciones obtenidas por cuatro países particularmente representativos como son la UE, el país o, en este caso, región, que ha merecido la máxima valoración por parte de los empresarios españoles como potencial destino de sus inversiones directas; Venezuela, el país que ha cosechado la menor valoración en su IVIEE; y, por otro lado y por su interés genérico de países emergentes de enorme potencial económico, se reproducen, asimismo, los resultados correspondientes a India y China.

La comparación de las valoraciones que reciben la UE y Venezuela pone de manifiesto, por un lado, una muy sustancial diferencia en los niveles de valoración de cada uno de los índices básicos y, por otro, un perfil sustancialmente diferente. Así, se hace evidente que el principal puntal del IVIEE venezolano es el Índice agregado de factores de éxito y, más concretamente, el coste de la mano de obra local. Por el contrario, y como no podía ser de otra manera, este Índice de factores de éxito es, en el caso de la UE, el que menor valoración recibe y, son las valoraciones de los índices agregados de factores políticos, de factores económicos y de factores jurídicos los que contribuyen a que el IVIEE sea

GRÁFICO 3
 ÍNDICE AGREGADO DE FACTORES POLÍTICOS



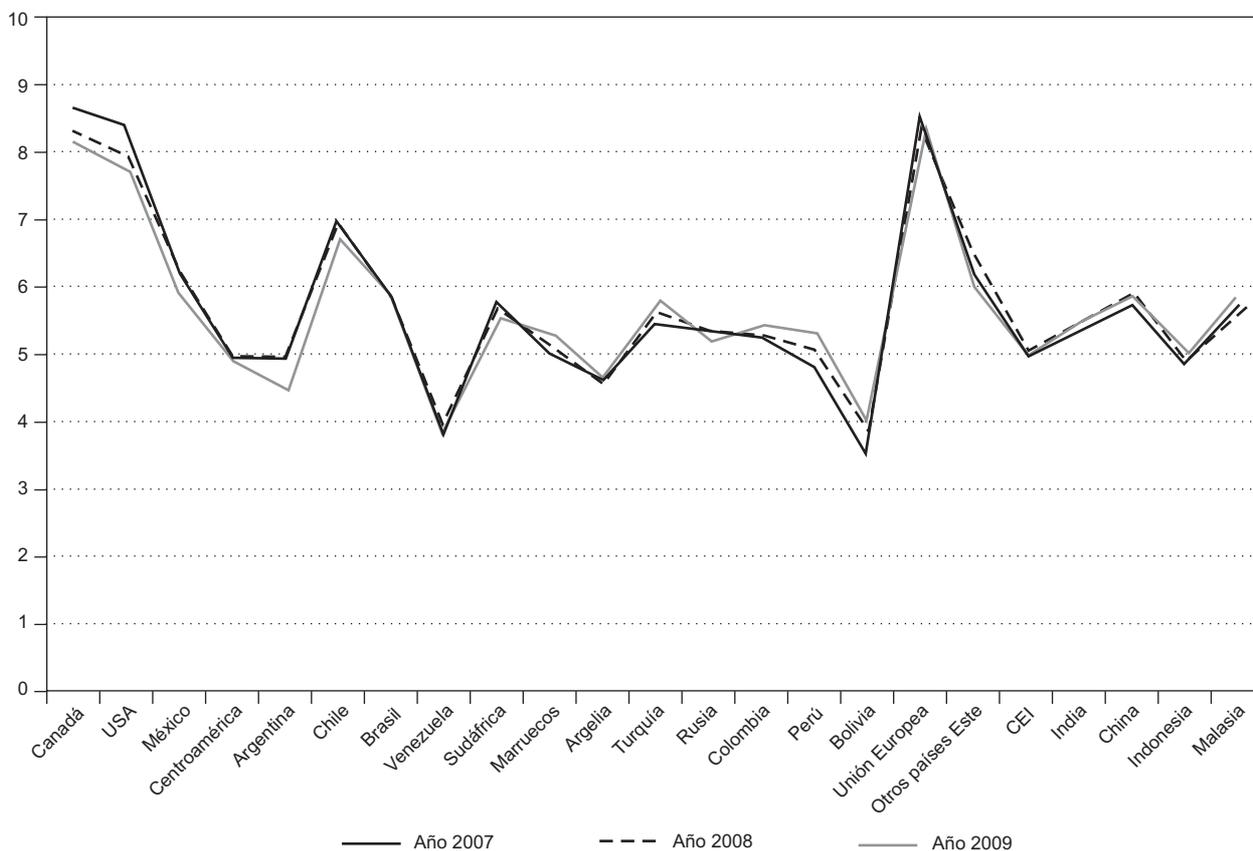
FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

el más elevado de todos los países considerados en la encuesta y, en definitiva, se considere que la ubicación de empresas dentro de la UE, a través de inversión directa, tiene una adición de valor diferente al simple coste de los factores y, particularmente, de la mano de obra.

A su vez, la comparación entre los resultados de India y China, aún alcanzando valores del IVIE absolutamente similares, pone de manifiesto las diferencias fundamentales existentes entre estos dos modelos diferentes de captación de inversión directa extranjera y, en última instancia, de crecimiento económico.

Con el propósito de facilitar dicha comparación, se elabora un gráfico de los resultados del análisis correspondiente a esos dos países y que viene recogido en el Gráfico 11. Este ejercicio comparativo evidencia que, desde el punto de vista de los empresarios españoles, el atractivo de China como destino de las inversiones directas radica, esencialmente, en los factores de carácter económico, esto es, los recogidos en el Índice de agregado de factores económicos y en menor medida, el Índice agregado de factores de éxito. Por el contrario, India supera a China en los valores agrupados en torno al Índice agregado de factores ju-

GRÁFICO 4
ÍNDICE AGREGADO DE FACTORES ECONÓMICOS



FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

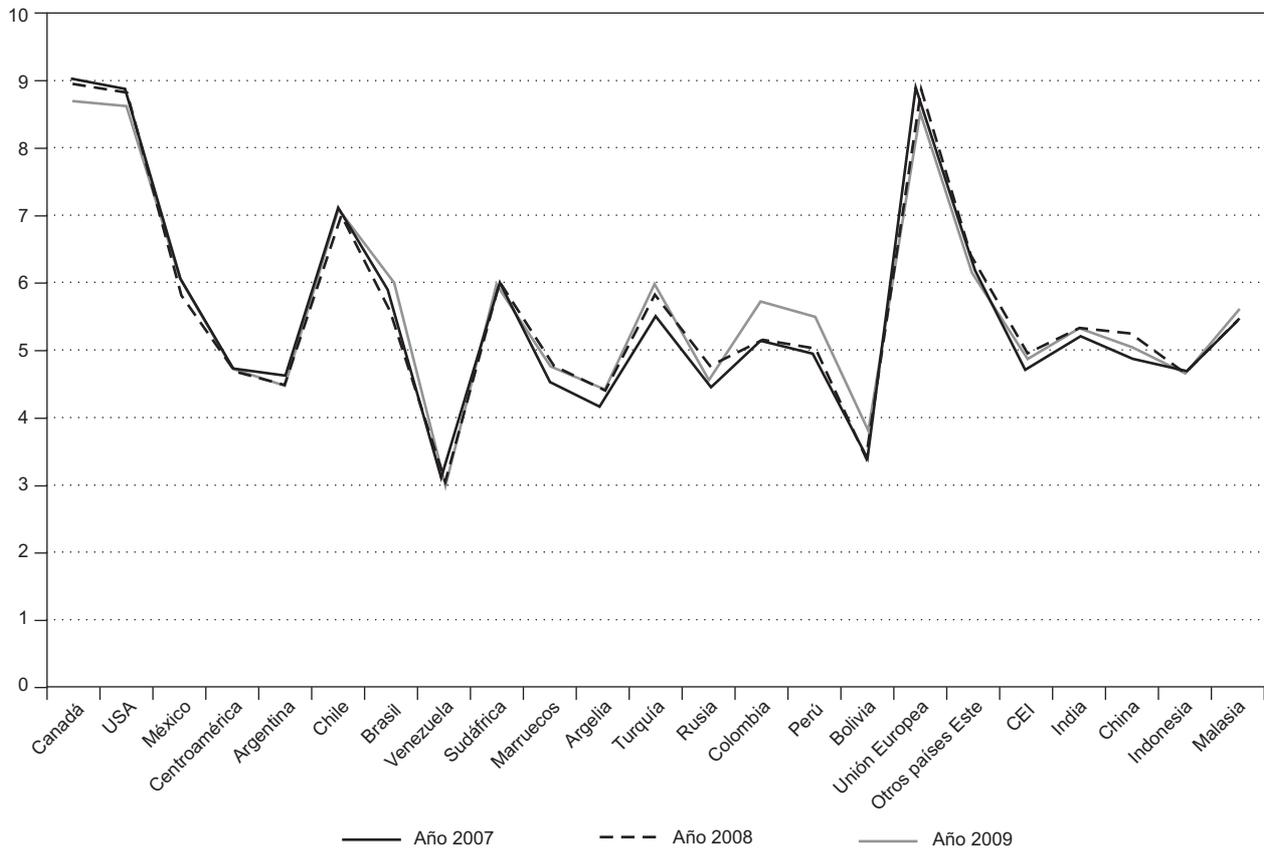
rídicos, poniendo de manifiesto la importancia que este país ha dado a la estabilidad institucional como factor de desarrollo económico. Finalmente, conviene destacar que China supera a India claramente en las valoraciones agrupadas por el índice agregado de factores políticos. Esto es, particularmente, cierto en el caso del índice básico de estabilidad política. No obstante, esta valoración, de manera histórica, suscita importantes problemas de interpretación, en la medida en que la inestabilidad un día tiene un carácter,

esencialmente, gubernamental, derivada de la alternancia en el poder característica de una democracia y, por otro lado, la estabilidad política china es la derivada de un sistema de partido único.

4. Conclusiones

El IVIEE tiene por objeto ser una herramienta analítica de carácter, fundamentalmente, práctico, enfocada para su aplicación en el proceso de toma deci-

GRÁFICO 5
 ÍNDICE AGREGADO DE FACTORES JURÍDICOS



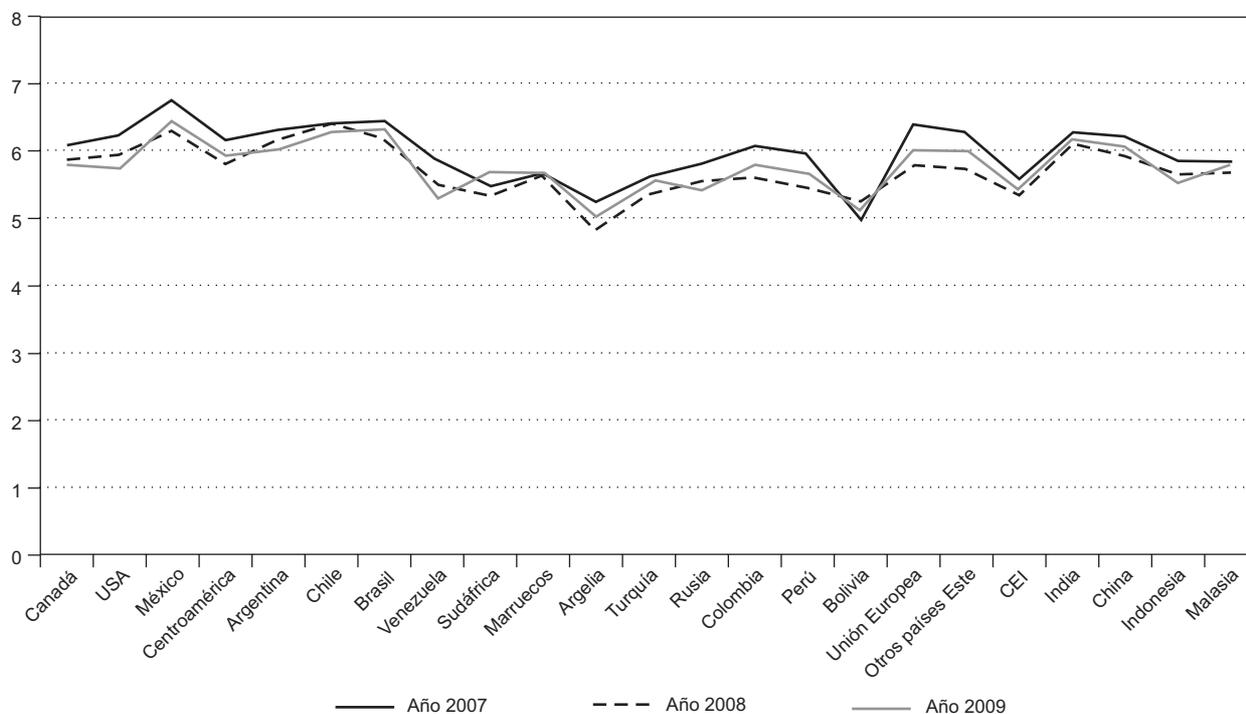
FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

siones en materia de inversiones directas en el exterior, proporcionando una idea sintética y, a la vez, dinámica de la valoración que realizan las empresas españolas de cada uno de los mercados potencialmente destinatarios de dicha inversión directa. Sin embargo, es importante señalar que el IVIEE no pretende ser un instrumento único y omnicomprensivo en este proceso analítico. No pretende, ni mucho menos, sustituir a valoraciones de rentabilidad ni a evaluaciones del riesgo país de inversión directa sino

que, por el contrario, pretende complementar a estas, ofreciendo un punto de vista resultante de la experiencia de las empresas españolas que ya han operado, a través de operaciones de inversión directa, con esos mercados.

En definitiva, el IVEE es un sistema experto (Ignizio, 1991) que condensa el conocimiento de especialistas con experiencia previa y que está enfocado a la resolución de problemas específicos, en este caso, relativos a la ubicación de inversiones extranjeras en el exterior.

GRÁFICO 6
ÍNDICE AGREGADO DE FACTORES DE ÉXITO



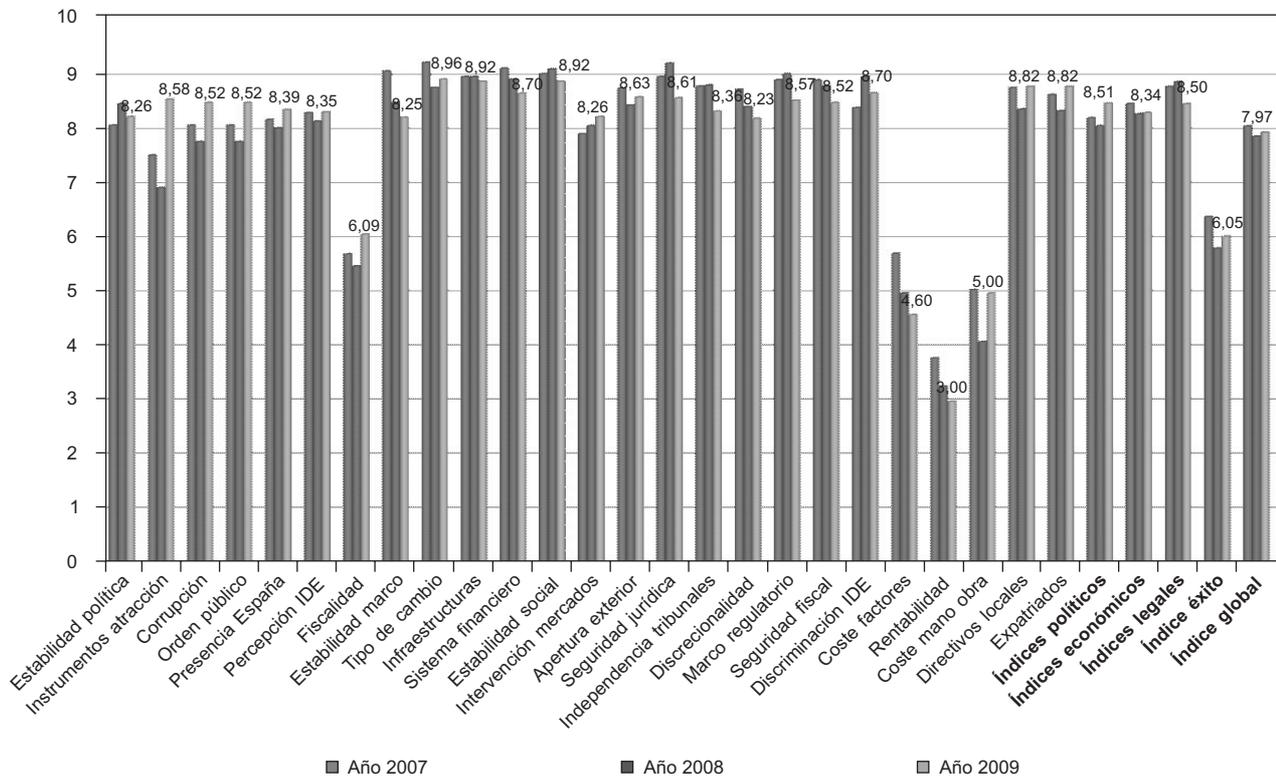
FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

Pero, también desde este punto de vista, han de reconocerse sus posibles limitaciones, consustanciales, en gran medida a su propio potencial, como es el hecho de que dichos expertos reúnen una serie de características comunes que, a su vez, pueden considerarse exclusivas, como es el hecho de que estos expertos tienen su origen en empresas españolas, lo que, en cierta medida, podría considerarse como un limitante. Sin embargo, esta posible limitación puede, por otro lado, reforzar la relevancia de los resultados del IVIE, en la medida en que su destinatario no es otro que otras empresas españolas. Así, indudablemente para tener una validez global, también las opiniones de fundamento,

esto es, la encuesta debería, asimismo, tener un alcance global.

Por último, cabe destacar que, en gran medida, la novedad y, a la vez, la utilidad real del IVIEE radican en su carácter agregado, es decir, es el resultado de la agregación de una serie de índices básicos, resultantes, a su vez, directamente, de la encuesta de base. Ello implica que dicho carácter agregado admite, igualmente, un proceso de descomposición, que, en última instancia, permite conocer y analizar las causas de las variaciones que, con el transcurso del tiempo, experimenta dicho índice. No se trata, pues, de un valor ciego, cuya relevancia radica en su evolución en el tiempo y en un simple

GRÁFICO 7
 ÍNDICE DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN LA UE



FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

análisis comparativo de los resultados de diferentes países. Por el contrario, la estructura del IVIEE y su sucesiva descomposición hasta los resultados directos de una encuesta permiten un nivel y una riqueza analítica mucho más densa y profunda.

Referencias bibliográficas

[1] AHARONI, Y. (1966): *The Foreign Investment Decision Process*, Harvard University Press.

[2] JAMES, P. I. (1991): *An Introduction to Expert Systems: The Development and Implementation of Rule-based Expert Systems*, McGraw-Hill.

[3] MAJOCCHI, A. y STRANGE, R. (2007): «The FDI Localization Decision: Does Liberalization Matter?», *Transnational Corporations*, volumen 16, número 2, agosto, UNCTAD 2007.

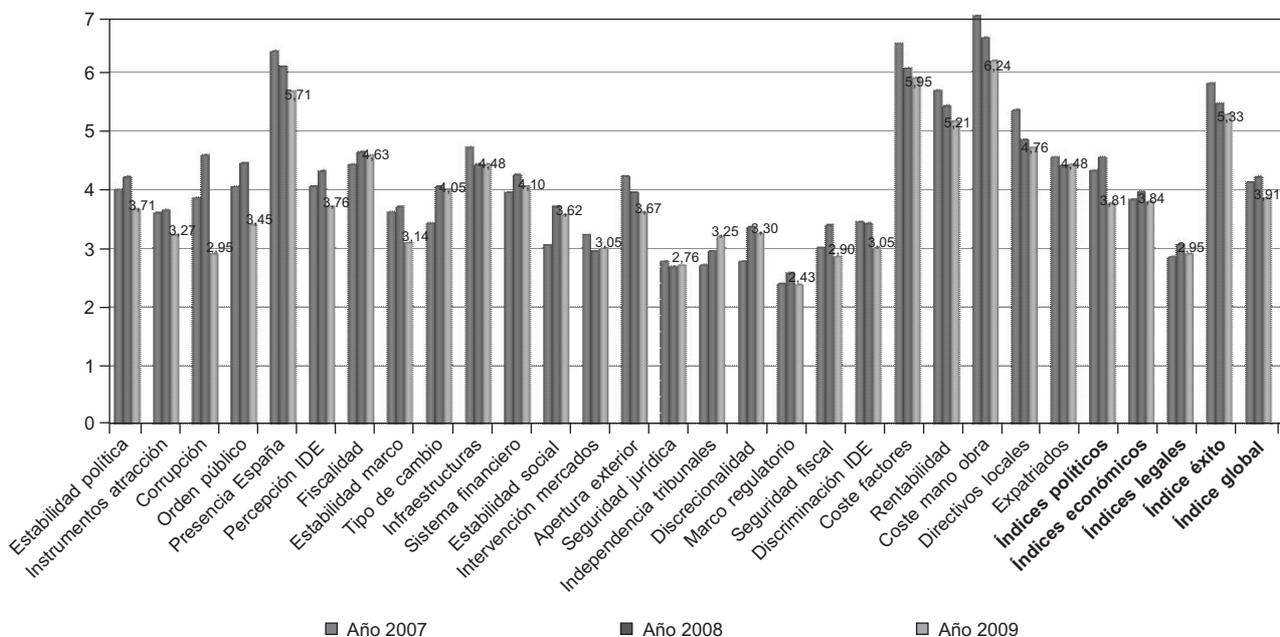
[4] OECD (2003): «Policy Influence on Foreign Direct Investment», *Economic Outlook*, número 1.

[5] UNCTAD (1998): *World Investment Report. Trends and Determinants. An Overview*.

[6] WHITE, C. y FAN, K. (2006): *Risk and Foreign Direct Investment*, Palgrave Macmillan.

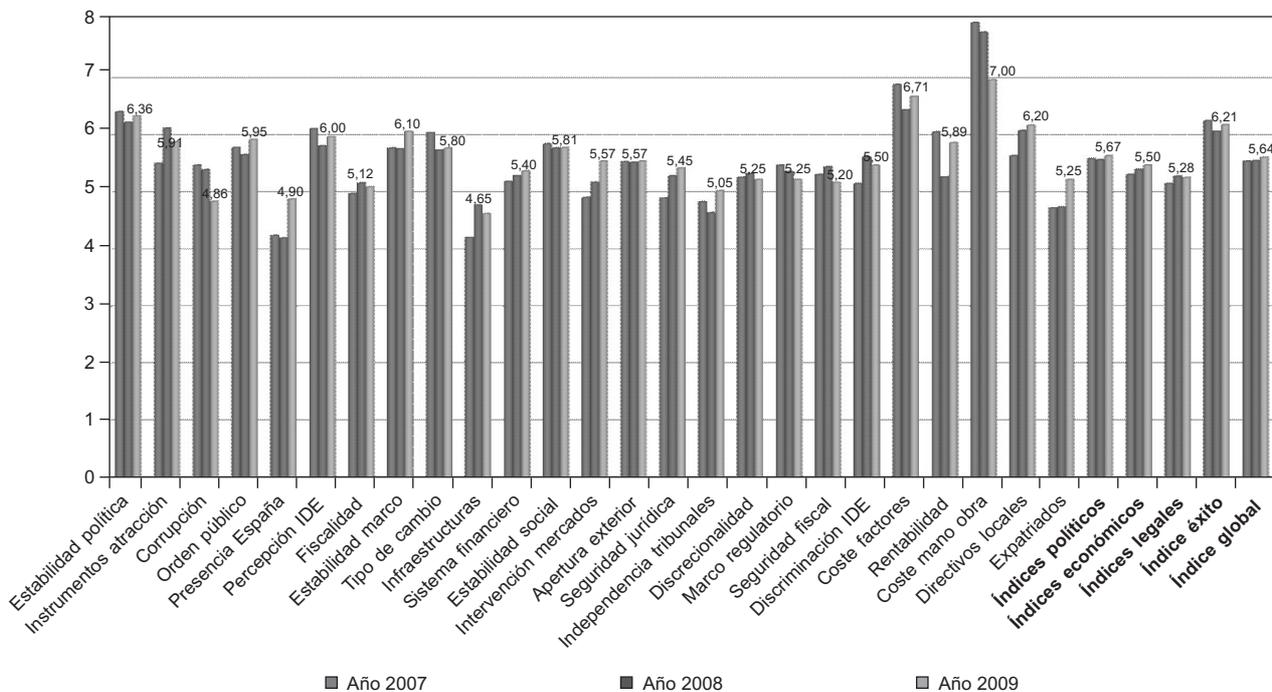
GRÁFICO 8

ÍNDICE DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN VENEZUELA



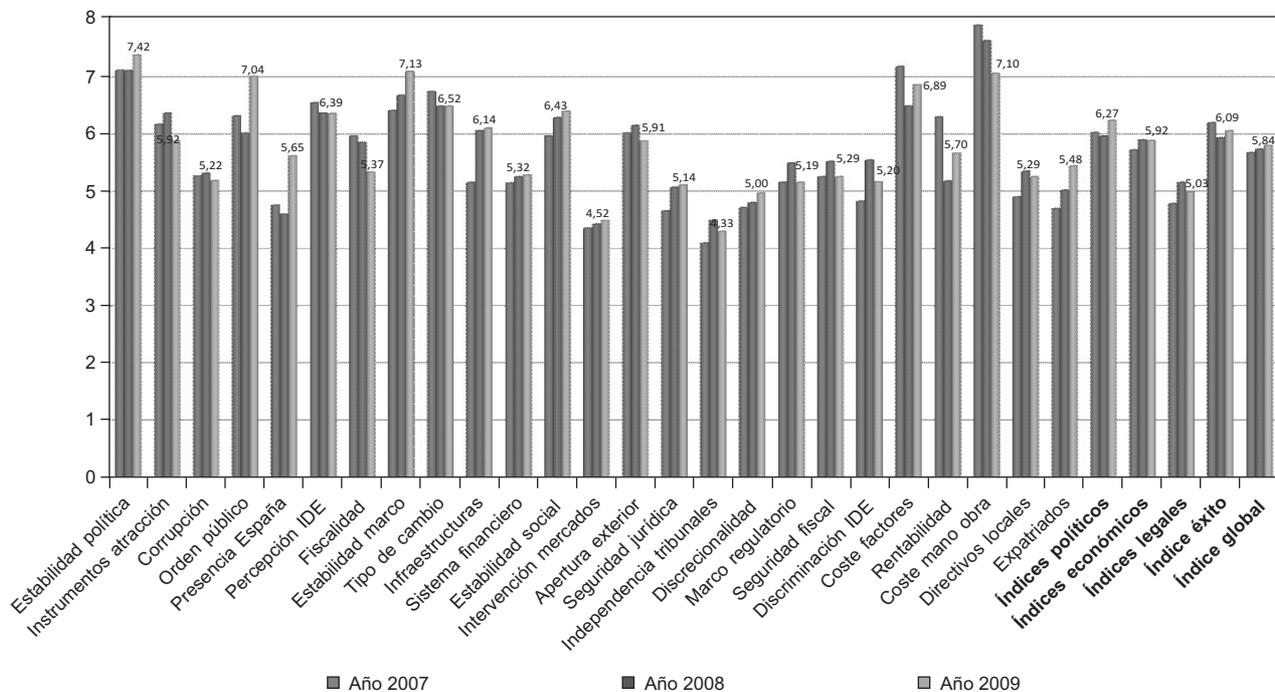
FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

GRÁFICO 9
 ÍNDICE DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN LA INDIA



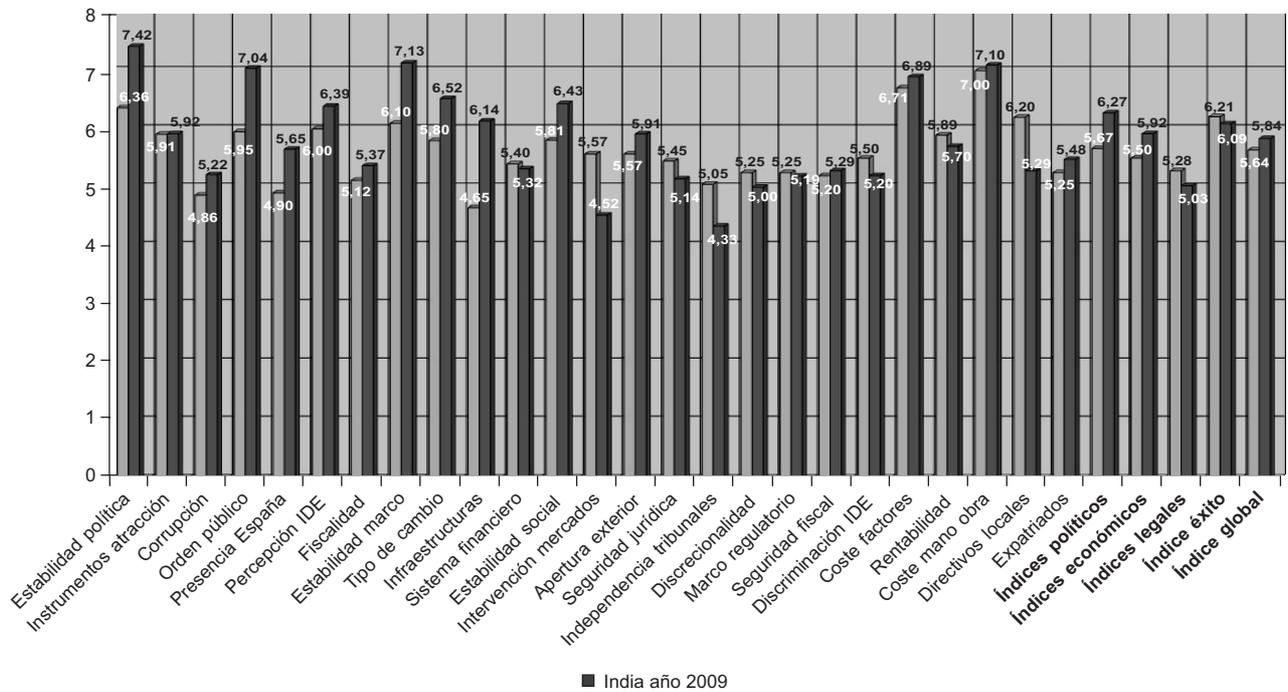
FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

GRÁFICO 10
ÍNDICE DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN CHINA



FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.

GRÁFICO 11
ANÁLISIS COMPARATIVO INDIA-CHINA



FUENTE: Informe IVIEE 6.ª edición.