Carlos Manuel Fernández-Otheo*

INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA DE ESPAÑA EN EL PERÍODO 1993-2002. FISCALIDAD Y SISTEMA PRODUCTIVO

Este artículo ofrece una revisión de la inversión directa extranjera de España en el período 1993-2002 bajo perspectivas hasta ahora apenas contempladas, como es la actividad de las Entidades Tenedoras de Valores en el Extranjero (ETVE) en manos de no residentes, cuyo efecto inmediato es la elevación de las cifras de inversión recibida y emitida por España, o la posibilidad de interpretar la inversión directa bajo nuevos parámetros: inversión bruta registrada, inversión bruta efectiva e inversión neta, así como calibrar el proceso seguido por España para llegar a ser un acreedor neto por inversión directa en los mercados internacionales.

Palabras clave: *inversiones directas, inversiones extranjeras, tributación, España.*
Clasificación JEL: *F21, H87.*

1. Introducción

Uno de los hechos más relevantes de la economía española en los años finales del decenio de 1990 fue el espectacular auge de los flujos emitidos de inversión directa extranjera (IDE), que superaron con creces a los recibidos, alterando el signo de la posición inversora internacional en la Balanza de Pagos por inversión directa, tradicionalmente negativo. Esto implica un cambio drástico respecto del modelo de internacionalización seguido hasta ahora, muy dependiente del capital extranjero. Semejante trastoque de posiciones inversoras se ajusta con dificultad al papel que la literatura económica concede a la tecnología para explicar la dirección y características de los flujos de inversión y de comercio[1].

No es el objeto de estas páginas entrar a fondo en las razones que están detrás de todo esto, pero es preciso, en todo caso, tener en cuenta una serie de hechos: desde el favorable entorno económico mundial registrado en estos años hasta los procesos de liberalización y pri-

* Profesor Titular de Economía Aplicada. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid.
Una primera versión de este artículo se presentó en el Seminario sobre *Internacionalización tecnológica y empresas multinacionales,* El Escorial, julio de 2002. Más adelante se presentó en el VI Encuentro de Economía Aplicada, Granada, 5-7 de junio de 2003. El autor agradece las sugerencias realizadas por un evaluador anónimo.
Versión de 28 de octubre de 2003.

[1] Véanse, entre otros: MARKUSEN (1995) y NARULA y WAKELIN (1995).

vatización de servicios públicos desplegados en muy distintas áreas económicas, o el aumento generalizado de la competencia, que ha forzado a muchas empresas a extender su actividad productiva a otros mercados y al uso de prácticas tendentes a reducir los costes (fragmentación del proceso productivo), por no hablar del paso adelante dado por la Unión Europea recientemente con el euro. Todo ello ha supuesto una difusión creciente de la producción internacional hacia países en desarrollo, expresada a través de IDE (de tipo *greenfield)*, a una concentración empresarial de actividades en los países desarrollados, vía fusiones y adquisiciones[2], y a una intensa movilidad de instalaciones productivas y de empresas, en unos casos con motivo de la reestructuración de la producción (en el seno de la Unión Europea, por ejemplo), originando procesos de deslocalización (hacia países con menores costes relativos), y en otros por razones financieras y fiscales, lo que origina una profusa utilización de la propiedad indirecta (vía creación de *holdings)*. Pues bien, España, como muchos otros países, ha participado de todo este simultáneo proceso expansivo y contractivo.

La creciente complejidad de los movimientos financieros internacionales complica aún más la interpretación de los flujos de IDE y de sus factores determinantes, tal como han sido analizados en la literatura económica; e incluso, en algunos casos, es muy arriesgado seguir adjudicando a estos flujos uno de sus rasgos hasta ahora esenciales: el compromiso con el sistema productivo del país al que acceden. En otras palabras, un país puede haber perdido aquellas ventajas de localización que en su momento hicieron atractivo su territorio para las multinacionales (tamaño y crecimiento del mercado, costes...), pero pueden haberse generado otro tipo de ventajas de localización (fiscales, por ejemplo) para cuyo aprovechamiento no se exige la presencia productiva o comercial en el territorio; ventajas bien distintas, por lo tanto, de aquéllas que han sido objeto de atención en la literatura, es decir, la fiscalidad como factor explícito en la localización de flujos IDE de carácter productivo[3]. Así pues, un país puede seguir recibiendo flujos de inversión, aunque éstos no estén ligados a la producción en su territorio. Y esto tiene una clara trascendencia para el análisis de la IDE española, puesto que los flujos recibidos y emitidos son ahora —desde 1997, básicamente— un compuesto híbrido de dos realidades, endógena y exógena al sistema productivo español[4].

Hay también otros aspectos que no pueden pasar inadvertidos: desde 1999 hay una nueva legislación sobre inversiones extranjeras, lo que ha dado lugar a un cambio en la presentación de las estadísticas que facilita el Ministerio de Economía; estadísticas, que tal como han venido presentándose hasta el verano de 2003, adolecían de serios defectos que hacen muy problemático el uso de las series de inversión y desinversión en términos brutos, al subsumir operaciones que no suponen la recepción o emisión efectiva de flujos, sino un simple cambio de titularidad de activos empresariales entre no residentes, o movimientos en el seno de los propios grupos empresariales. Así pues, todas estas nuevas circunstancias exigen la revisión de las cifras de IDE manejadas hasta ahora, independientemente de su procedencia (la Balanza de Pagos y el Registro de Inversiones Extranjeras del Ministerio de Economía), tarea que aquí se acomete muy de pasada por haber sido realizada en otro trabajo previo[5].

Cambios sin duda trascendentales que aconsejan profundizar en los contenidos en las series estadísticas (epígrafe segundo) y redefinir los perfiles de la inversión directa española recibida (epígrafe tercero) y emitida por España al exterior (epígrafe cuarto); así como llevar a cabo un contraste entre ambas vertientes de la IDE,

[2] La expansión y concentración de la actividad productiva internacional se aborda en FERNÁNDEZ-OTHEO (2000a,b)

[3] Un repaso reciente a la literatura puede verse en DEVEREUX y GRIFFITH (2002).

[4] Esta cuestión se planteó por vez primera en FERNÁNDEZ-OTHEO (2003a,b).

[5] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003c).

con el fin de entender mejor en qué se ha sustentado la posición acreedora neta de España en el escenario internacional de la inversión directa desde comienzos del presente siglo, según se ofrece en el epígrafe quinto. La parte final corresponde a las conclusiones.

2. Aspectos metodológicos

La recopilación de datos de IDE en España experimentó no pocos cambios a lo largo de la década pasada. Un motivo fue la armonización de los movimientos internacionales de capital en las balanzas de pagos nacionales llevada a cabo por el Fondo Monetario Internacional (5.º Manual de 1993); otro, más reciente, fue la adecuación de la legislación española a la comunitaria, para liberalizar los movimientos de capitales (RD 664/1999), lo que ha afectado tanto a los contenidos de la IDE como a los sistemas de recopilación en la Balanza de Pagos y en el Registro de Inversiones Extranjeras, con las consiguientes rupturas en las series estadísticas[6].

La Balanza de Pagos de España, siguiendo las indicaciones del FMI, incluye como IDE los siguientes conceptos: acciones no cotizadas, otras formas de participación en el capital, financiación entre empresas relacionadas e inversión en inmuebles, presentándose las series sólo en términos netos desde 1990. Desde una perspectiva más estricta de la IDE, ligada al compromiso productivo efectivo de la empresa inversora, hay dudas más que razonables sobre la inclusión de algunos de estos conceptos. Por ejemplo, los préstamos entre empresa matriz y filial (o entre filiales) pueden incluir también operaciones no relacionadas con la financiación (así, los saldos de las cuentas interempresas manejados desde una determinada filial cuando la intención es optimizar la tesorería del grupo empresarial[7]; y otro tanto cabe señalar respecto de la inversión en inmuebles. Merece subrayarse que desde 1990 sólo se proporciona información de los flujos en términos netos.

Hay una segunda fuente, el Registro de Inversiones Extranjeras del Ministerio de Economía, que ha venido modificando los contenidos de lo que debe registrarse como IDE al compás de los sucesivos cambios legislativos sobre inversión extranjera, siendo el más importante a efectos de lo que aquí se analiza la última reforma de 1999 ya citada. En esta fuente sigue registrándose la parte accionarial[8], pero han dejado de recogerse como IDE los préstamos entre empresas relacionadas, poco significativos en cualquier caso[9], y tampoco se incluyen las inversiones de las empresas filiales en otras empresas españolas (inversión indirecta o «en cascada»). En cualquier caso, tanto los préstamos como las reinversiones de beneficios en la propia sociedad son considerados como IDE cuando pasan a formar parte de su capital social.

Así pues, esta fuente se ha ido haciendo más restrictiva en cuanto a los conceptos de IDE a tener en cuenta. Por otra parte, el Registro es la única fuente que permite analizar, con matices, los planos sectorial y espacial de la inversión, y, lo que es más importante, al contrario que la Balanza de Pagos, también proporciona información sobre las Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (en adelante ETVE) pertenecientes a no residen-

[6] Sobre estas cuestiones véanse: DUCE (1996, 2002) y MUÑOZ GUARASA (1999, 2000).

[7] RODRÍGUEZ TENÉS y SÁNCHEZ TRUJILLO (1996).

[8] En concreto, las operaciones que recoge el Registro son: 1) Los flujos de inversiones en sociedades que no cotizan en bolsa; 2) Los flujos de inversión en sociedades cotizadas en las que el inversor adquiere al menos un 10 por 100 del capital, con lo que logra una relación permanente en su gestión; y 3) La constitución y ampliación de la dotación de sucursales. Para la inversión emitida al exterior por España siguen siendo efectivos estos tres, pero hay que añadir un cuarto concepto: otros tipos de inversión, entendiendo por tal la constitución, formalización o participación en contratos de cuentas en participación, fundaciones, cooperativas..., cuyo valor sea superior a 1,5 millones de euros, o siempre que tengan como destino paraísos fiscales. El Ministerio sólo incluye en sus series las inversiones en empresas cotizadas desde 1999 (según consta en sus Boletines periódicos); aspecto a tener en cuenta en los cuadros y gráficos mostrados en estas páginas. Por otra parte, es preciso insistir en la provisionalidad de los datos, tanto para el Registro como en la Balanza de Pagos, sujetos con frecuencia a modificaciones sustanciales en sus últimos años.

[9] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003c).

tes. Estas sociedades, creadas en España al amparo de una favorable legislación fiscal sobre los rendimientos de los activos en el exterior[10], reciben flujos de inversión que automáticamente se redirigen hacia otros sistemas productivos; son flujos de paso —como en los casos usualmente citados de Holanda o Luxemburgo— que enturbian los flujos de IDE recibida o emitida, pues apenas tienen que ver con el sistema productivo español, pero que deben registrarse aquí como flujos recibidos y emitidos por España para seguir los criterios del FMI[11].

Como tal Registro, y en línea con lo que antes se dijo, su misión es recopilar todo aquello que tenga que ver con las operaciones de inversión realizadas y con los movimientos subsecuentes, de tal modo que sobre una operación inicial (por ejemplo, al constituirse una sociedad), el Registro recogerá cualquier variación posterior al alza de las cantidades iniciales (como una ampliación de capital, por ejemplo) y a la baja (reducción de capital social o venta a un residente); es decir, recoge la inversión y desinversión reales. Pero también incluye otras operaciones que no son sino movimientos internos, altas y bajas que afectan a la cuantía de los flujos sin que haya aumento o disminución del *stock* de IDE en manos del capital extranjero, como las que tienen lugar cuando se efectúan operaciones de transmisiones de activos entre no residentes (en el caso de la inversión recibida), entre residentes (en la inversión emitida) y mediante operaciones intragrupo empresarial (tanto en el caso de la inversión recibida, como emitida), con motivo de cualquier reestructuración accionarial que efectúen. Esta confusión entre lo que constituye verdadera inversión en sentido económico (afectan al *stock* de capital productivo en manos del capital extranjero) y lo que no son sino puros movimientos contables ha venido contaminando los análisis cuando se han utilizado las estadísticas ministeriales.

Afortunadamente, esta anomalía fue corregida en el verano de 2003. De modo que ahora se dispone de tres modalidades susceptibles de ser analizadas: la *inversión bruta registrada* (la antigua inversión bruta), cuyo uso es problemático a la vista de lo dicho; la *inversión bruta efectiva* (excluyendo las operaciones que no suponen verdaderas entradas de capital); y la *inversión neta* (descontando las liquidaciones de inversiones previas o desinversiones)[12]. Un cuadro bastante completo, en suma, que permite describir bastante bien los procesos de inversión y desinversión de la economía española.

Con todo, esta fuente, cuestionada hasta ahora, ha ido ganando en verosimilitud, pues las operaciones, desde 1999, se registran según el criterio *ex-post,* es decir, éstas deben ser reales; y no como en períodos previos, en que correspondían a operaciones verificadas y autorizadas, aunque luego no llegaran a realizarse. Los contrastes entre ambos criterios insinúan, no obstante, escasas diferencias entre ambos sistemas de recopilación (la media del período 1993-1997 apenas supera el 6 por 100)[13].

Este primer repaso a las estadísticas de IDE permite ya una primera valoración del proceso inversor. Para ello se han utilizado, básicamente, y por razones de espacio, la inversión bruta efectiva y la inversión neta. Las desinversiones se tratan muy de pasada, si bien, de la propia presentación de datos netos —sobre todo en el plano sectorial— se constata la existencia de relevantes procesos de desinversión[14].

---

[10] En LÓPEZ RIBAS (2001) se explica con detalle el sistema fiscal de las ETVE y por qué están siendo una vía fundamental para canalizar la inversión directa en el exterior desde España, en particular por parte de los no residentes.

[11] El sistema productivo se beneficia, en cualquier caso, de las oficinas, empleados, abogados o notarios que deben utilizarse para desarrollar su actividad. También se beneficiará la economía de los rendimientos del capital procedente del exterior y obtenidos en España.

[12] En agosto de 2003 aparece por vez primera esta nueva clasificación en el Boletín de Inversiones Extranjeras y en las series que se ofrecen en Internet: *www.mcx.es*. Con ello se han recogido las sugerencias que se señalan en distintos documentos previos desde el verano de 2002 (FERNÁNDEZ-OTHEO, 2003a). El Registro no proporciona cifras de desinversiones, aunque éstas pueden estimarse por diferencias entre la inversión bruta efectiva y la inversión neta.

[13] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003c).

3. Inversión directa extranjera en España

Se ha puesto ya de relieve en otros trabajos la influencia sobre la IDE que tuvo la integración de España en la Unión Europea[15]. Más adelante, hacia el final del pasado siglo, las cifras de IDE recibida dejaron en un segundo plano las que se alcanzaron tan sólo una década atrás (Gráfico 1). En términos de cuota respecto del conjunto comunitario la realidad es bien distinta: mientras que los años posteriores a la integración se corresponden con una cuota extraordinariamente alta (13 por 100 en el período 1986-1994), desde 1995 hasta 2002 la proporción desciende a menos de la mitad, según UNCTAD)[16]. Adviértase, por otra parte, la fuerte subida de los préstamos entre empresas relacionadas desde 1998, lo que confirma la creciente importancia de los aspectos financieros entre las modalidades de IDE, y su fuerte divergencia respecto de las, hasta ahora, habituales vías de penetración del capital extranjero.

Con la serie de Balanza de Pagos no puede irse más allá en el análisis, y ya se ha dicho que hay contabilizados flujos que, siendo de igual modo inversión directa, no son recibidos por el sistema productivo —los procedentes de las ETVE—. Estos datos están únicamente en las estadísticas procedentes del Registro de Inversiones Extranjeras, y con éste hay que contar para calibrar este efecto sobre las cifras globales de IDE. Teniendo en cuenta lo ya señalado sobre las distintas modalidades de IDE que recoge una y otra fuente, sus cifras se parecen extraordinariamente cuando se considera el único concepto en el que se asemejan: acciones y otras formas de participación, y se comparan ambas en términos netos[17].

Las sociedades constituidas como ETVE iniciaron su andadura en la segunda mitad de la pasada década, si bien su actividad fue escasa hasta 1999. Fueron creadas inicialmente «con el objetivo de eliminar la doble imposición internacional en las participaciones sobre entidades no residentes que realizaran actividades empresariales»[18], y ha sido utilizada con profusión por los inversores no residentes con el fin de aprovechar las ventajosas condiciones fiscales en el tratamiento de los rendimientos y plusvalías obtenidos fuera de España; este régimen fiscal es perfectamente equiparable —e incluso supera— al de aquellos países especializados hasta ahora en la intermediación de capitales, desde Holanda a Luxemburgo[19]. Prueba de ello es la extraordinaria progresión de las cifras conseguidas, por encima de los 13.000 millones de euros netos de media anual en el período 1999-2002, lo que supuso el 57 por 100 del total de la IDE. El origen de los fondos provino de muy pocos países: Estados Unidos (60 por 100), Portugal (21 por 100), Canadá (8 por 100) y Holanda, correspondiendo en su mayoría a Madrid dentro de las regiones españolas[20].

El Gráfico 2 muestra el necesario proceso de adelgazamiento al que debe someterse la IDE para mostrar sus distintos perfiles, bien para deslindar qué parte corresponde al sistema productivo nacional y qué parte se destinó a otros sistemas en el exterior —mediante el efecto ETVE. Parece obligado comenzar por la serie de IDE bruta registrada, obviamente la que presenta las cifras más elevadas de todas ellas, por incluirse todo tipo

[14] Un estudio específico sobre desinversiones ha sido llevado a cabo recientemente por FERNÁNDEZ-OTHEO y MYRO (2003).

[15] Los efectos de la integración puede verse, entre otros trabajos, en: BALDWIN *et al.* (1996), MARTÍN (1998), FERNÁNDEZ-OTHEO, (2000b) y BAJO y TORRES (2001), BAJO y LÓPEZ-PUEYO (2002).

[16] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003e).

[17] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003a).

[18] LÓPEZ RIBAS (2001, página 5). El recorrido desde la inicial Ley del Impuesto de Sociedades (Ley 43/1995) hasta la (Ley 6/2000) ha supuesto todo un cúmulo de mejoras en el tratamiento fiscal de las ETVE, según la autora.

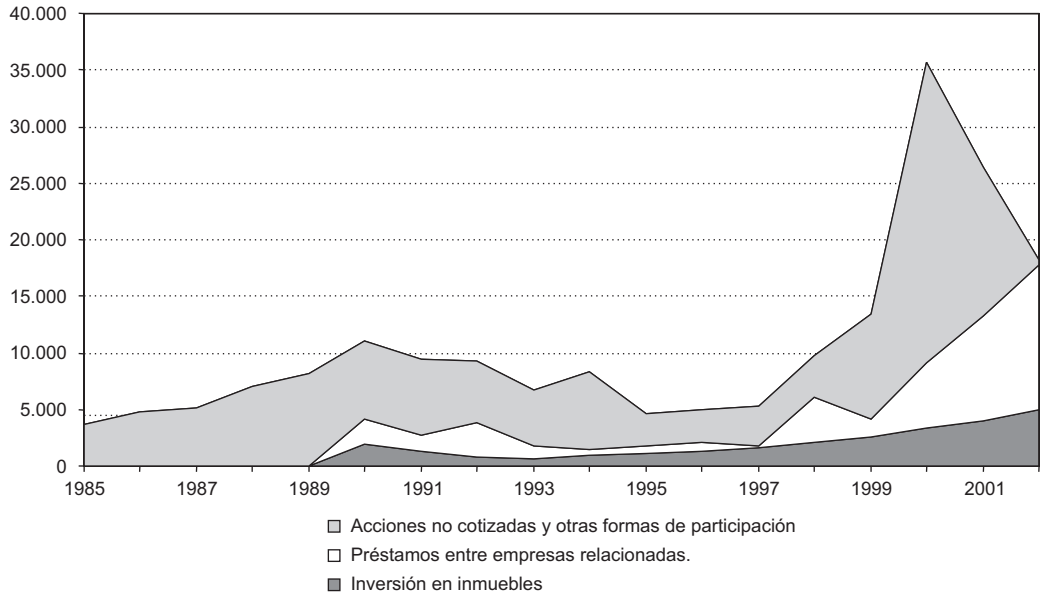
[19] Un primer análisis comparativo, referido al periodo previo a la Ley 6/2000, puede verse en ALBI (1999).

Téngase en cuenta que la fiscalidad que aquí se aborda es bien distinta de aquella que ha sido objeto de atención en la literatura, es decir la fiscalidad como apoyo explícito en la localización de los flujos de IDE de carácter productivo. Un repaso reciente a la literatura puede verse en DEVEREUX y GRIFFITH (2002).

[20] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003d).

GRÁFICO 1

FLUJOS DE IDE RECIBIDA EN ESPAÑA SEGÚN LA BALANZA DE PAGOS, 1985-2002
(Millones de dólares constantes)



FUENTE: Balanza de Pagos de España.

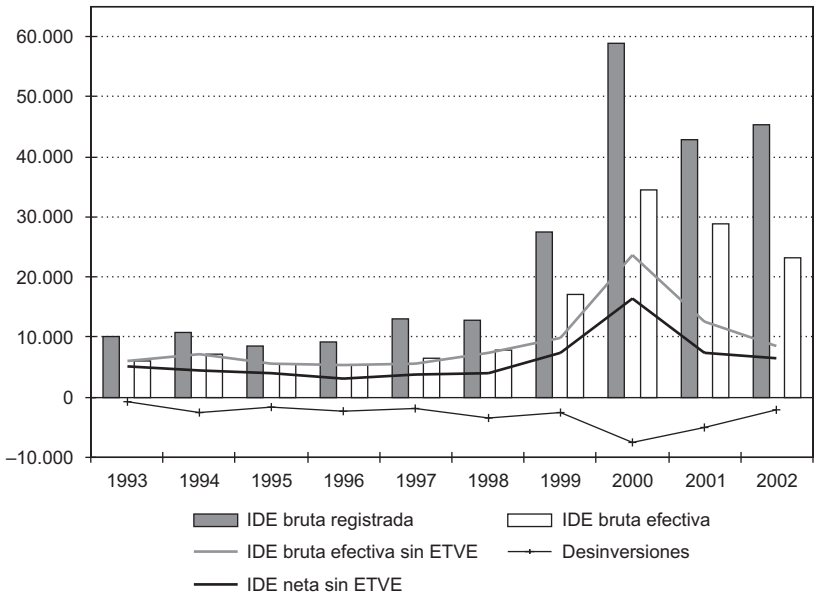
de operaciones de altas y bajas en el Registro, según antes se dijo. De ahí se llega a la inversión bruta efectiva (descontando las transmisiones entre no residentes y las operaciones intragrupo empresarial), cifra un 40 por 100 inferior, aproximadamente, para el conjunto del período 1993-2002, que permite calibrar ya la llegada de capitales a España, con el aumento consiguiente del *stock* de capital de los no residentes.

Ahora bien, este resultado engloba una parte importante de flujos que, en efecto, llegan a España, pero simultáneamente se encaminan a otros lugares. Si se prescinde de las ETVE, es decir, del vehículo que se utiliza para movilizar estos capitales hacia el exterior, se obtiene la inversión bruta efectiva que verdaderamente recibe el sistema productivo, es decir, se reduce la cuantía de la inversión bruta efectiva a la mitad, aproximadamente, desde 1999 hasta 2002. No por ello las cifras resultantes dejan de ser significativas, pues el valor medio anual alcanza los 13.000 millones de euros en el período 1999-2002, superando ampliamente los flujos registrados en el período previo. Téngase en cuenta, no obstante, que en 2000 se produjo una operación de singular valor (adquisición de la empresa de telecomunicaciones Airtel por parte de la angloamericana Vodafone).

Al conocer las cifras de inversión neta (desde 1993) y de inversión bruta efectiva, por diferencia entre ellas cabe aproximarse al valor real de las desinversiones, según se muestra en el Gráfico 2. Éstas han supuesto un 32 por 100 de la inversión bruta efectiva real de cada año (sin ETVE) para el conjunto del período 1993-2002, proporción que apenas varía a lo largo del tiempo, desde esta perspectiva agregada. Sin embargo, la importancia de las desinversiones ha sido extraordinaria para algunas actividades, según se mostrará en breve.

GRÁFICO 2

FLUJOS DE IDE RECIBIDA POR ESPAÑA SEGÚN EL REGISTRO DE INVERSIONES EXTRANJERAS, 1993-2002 (Millones de euros de 1995)



FUENTE: Registro de Inversiones Extranjeras y elaboración propia.

La valoración final del proceso, en suma, tomando como indicador de referencia la inversión neta, y una vez descontados todo tipo de efectos exógenos al sistema productivo, es ciertamente muy favorable a medida que se cierra el pasado siglo, con una media anual superior a los 9.000 millones de media, que multiplica por más de dos las cifras obtenidas en el período previo (1993-1998). En términos del PIB, los resultados son bien distintos según se considere la inversión neta con y sin ETVE[21]. En el primer caso, la proporción alcanza un 4 por 100 para el período 1999-2002, y sin éstas se reduce al 1,7 por 100; cifra muy superior a la de la etapa previa 1993-1998 (1,2 por 100), y similar a la obtenida en la etapa posterior a la integración (1,8 por 100 entre 1986 y 1992) y a la media de los cuatro grandes países europeos.

Destino sectorial de la inversión recibida

Ha venido siendo habitual señalar que los dos sectores principales en la IDE, manufacturas y servicios, han ido de la mano desde hace décadas, alternándose en las posiciones de cabecera según los períodos, desde la única perspectiva que era posible contemplar: la in-

[21] Téngase en cuenta que las estadísticas de IDE del FMI, UNCTAD y OCDE no suelen distinguir los flujos correspondientes a ETVE de no residentes del resto. Los efectos de las ETVE sobre el sistema productivo se desconocen, si bien, por sus propias características, afectarían al sector terciario, y en concreto al sector de servicios a las empresas.

versión bruta registrada[22]. Con los nuevos datos revisados para adecuarse a la normativa de inversiones extranjeras vigente, y en términos netos[23], este perfil se modifica en el período 1993-1997, al superar ampliamente los servicios a las manufacturas (61 y 35 por 100, respectivamente). Más adelante, de 1998 a 2002, el distanciamiento entre ambos sectores ha sido mayor aún, monopolizando los servicios los flujos recibidos (93 por 100). En el resto de las actividades la inversión fue escasamente significativa (entre el 1 y el 3 por 100 del total), a pesar de la mejora conseguida por energía, agua e industrias extractivas y construcción. El Gráfico 3 da cuenta de su evolución.

Esta primera descripción proviene de aquellas operaciones sobre las que se conoce su verdadero destino final. La realidad sectorial puede ser otra, al menos en la segunda mitad del período, si se tiene en cuenta la importancia relativa que han ido alcanzando las sociedades *holding* con actividad productiva en España (38 por 100 entre 1998 y 2002, y en concreto en el último año), pero estos datos no han sido desvelados hasta ahora por el Ministerio. Teniendo presente este hecho, es probable que el reparto final entre los sectores productivos de estos flujos atenúe la posición neta negativa del sector manufacturero en su conjunto, en claro descenso desde mediados del decenio de 1990. Este declive, en términos netos, no es fruto tanto de una caída de las inversiones como de la enorme y creciente relevancia de las desinversiones (el 90 por 100 de la inversión bruta efectiva recibida en el sector). Esta coexistencia de altas inversiones y desinversiones expresa bien, en un plano agregado, el intenso proceso de reestructuración que se estaría llevando a cabo en el seno de la industria, con probable sustitución de productos y tecnologías por otros. Hay razones para pensar que España es ya un país maduro industrialmente, por lo que no debe resultar extraño que la llegada de inversión ligada a la creación de nuevas instalaciones productivas se haya reducido de forma considerable, como apuntan todos los indicios, y que las reestructuraciones, con origen en las fusiones y adquisiciones en muchos casos, habrían impulsado a la par las desinversiones. Por lo que respecta a los servicios, el valor recibido es relativamente estable hasta 1999, y muy expansivo en los años siguientes —incluyendo la megaoperación Airtel/Vodafone—. El dato negativo de 2002 es difícil de interpretar si no se recurre a la fuerte entrada de capitales en las sociedades *holding* con actividad productiva en España[24]. El sector telecomunicaciones, en especial, actividades inmobiliarias, otras actividades empresariales, seguros y pensiones, y comercio concentran el grueso de los flujos en términos netos más competitivos[25].

Puesto que la situación es ciertamente peculiar en las manufacturas, en particular desde 1997 (apenas hay sectores con IDE neta negativa hasta entonces)

[22] Para mayor detalle véase MARTÍN y VELÁZQUEZ (1996).

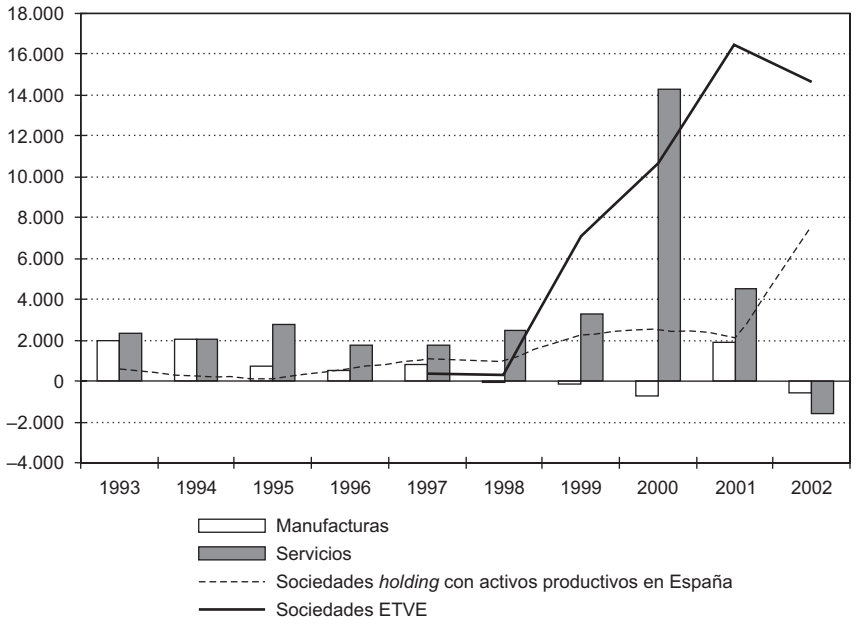
[23] A la altura del verano de 2003, los datos de inversión bruta efectiva sólo están disponibles por sectores a partir del 2000, siendo además su desagregación muy escasa.

[24] Hay indicios de que una gran parte de la actividad final de las sociedades *holding* (incluyendo aquí también las ETVE) podría estarse desarrollando en mucha mayor medida en los servicios que en la industria, si se proyecta lo que viene ocurriendo en la inversión directa emitida por España (FERNÁNDEZ-OTHEO, 2003a).

[25] Para un análisis detallado de las desinversiones se remite a FERNÁNDEZ-OTHEO y MYRO (2003). Los trabajos sobre España se han basado, en su mayoría, en estudios de casos: FERNÁNDEZ-OTHEO (1995), FERNÁNDEZ-OTHEO y MYRO (1995) y MYRO, FERNÁNDEZ-OTHEO y MORA (1996). Este último trabajo sirvió para elaborar el Dictamen sobre *Deslocalización de empresas internacionales,* aprobado por el Comité de las Regiones de la Unión Europea el 19 de julio de 1995, e incluido a su vez en esta última referencia. Tomando como base 300 empresas de la Encuesta de Estrategias Empresariales, MERINO (2003) analiza la permanencia de las empresas extranjeras. Más recientemente, con datos del Ministerio de Economía, los flujos de inversión y desinversión en el sector manufacturero, en términos de inversión bruta registrada y de inversión neta, han sido analizados en FERNÁNDEZ-OTHEO (2002, 2003a). Con este mismo enfoque, un análisis sectorial más detallado puede verse en MUÑOZ GUARASA (2002). Ambos trabajos parten de la inversión bruta registrada para el cálculo de las desinversiones, único modo de aproximarse entonces a su cálculo. Hay indicios de que una gran parte de la actividad final de las sociedades *holding* (incluyendo aquí también las ETVE) podría estarse desarrollando en mucha mayor medida en los servicios que en la industria, si se proyecta lo que viene ocurriendo en la inversión directa emitida por España (FERNÁNDEZ-OTHEO, 2003a).

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA NETA RECIBIDA POR ESPAÑA SEGÚN ACTIVIDADES, 1993-2002
(Millones de euros constantes)



FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

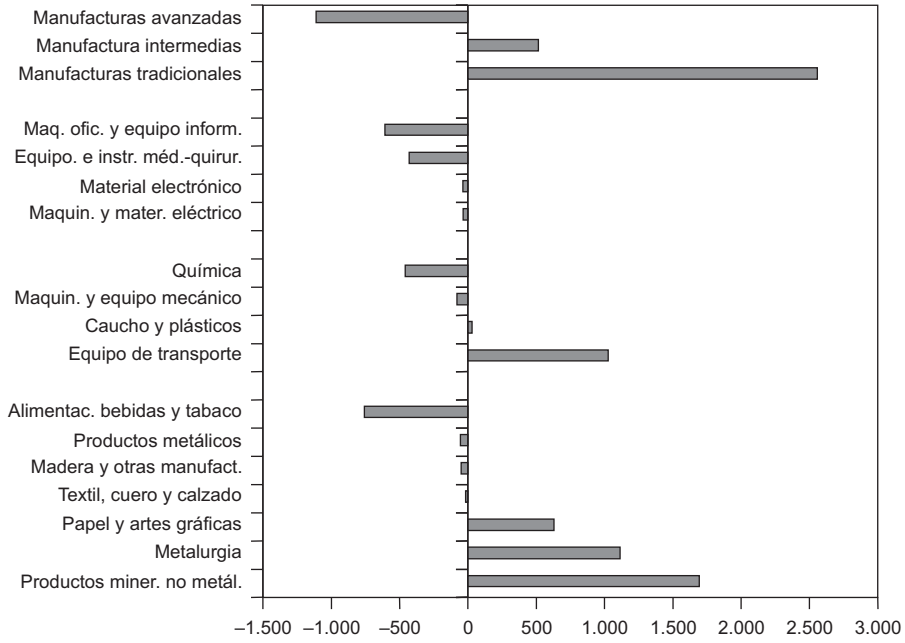
merece la pena detenerse en su análisis. El Gráfico 4, con datos del período 1997-2002, advierte de la preocupante situación del sector en su conjunto, habiendo sido todos los sectores más avanzados tecnológicamente los más castigados por el capital extranjero (de hecho todos ellos tienen posiciones netas negativas). Este dato subvierte la imagen sectorial conocida, obtenida del análisis de los valores brutos registrados, pues han venido siendo los sectores avanzados los que captaban la mayor cuota de inversión cuando se los relacionaba con su volumen de actividad (ventas o valor añadido)[26]. En las actividades con niveles medios de demanda e intensidad tecnológica la inversión neta se ha circunscrito, básicamente, a equipo de transporte, sector al que correspondieron los mejores resultados entre todos los sectores manufactureros. Por el contrario, química obtuvo resultados negativos (en cuatro de los seis años considerados), como también maquinaria y equipo mecánico.

Por su parte, los sectores tradicionales, muestran resultados desiguales. El más representativo de todos ellos, alimentación, bebidas y tabaco, tuvo una inversión neta negativa por encima de 1.000 millones de euros, la cifra más alta de todas las manufacturas. Otros tres subsectores se encuentran en parecida situación, aunque sus cifras son bastante irrelevantes en términos absolutos y relativos: productos metálicos, textil, cuero y calza-

[26] Véase al respecto BAJO y LÓPEZ PUEYO (1996).

GRÁFICO 4

FLUJOS ACUMULADOS DE IDE NETA RECIBIDOS POR ESPAÑA, 1997-2002
(Millones de euros de 1995)



FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

do, y madera, muebles y otras manufacturas. El papel más saludable, por tener saldos de inversión neta positivos, correspondió a productos de minerales no metálicos y a metalurgia, seguidos muy de cerca por papel y artes gráficas.

En una buena parte de estos sectores el capital extranjero seguramente no habrá reducido su presencia productiva en España (recuérdese lo ya dicho sobre la intensa reestructuración productiva llevada a cabo), pero sí parece haberlo hecho en maquinaria de oficina y equipo de precisión, precisamente en los sectores en los que la tecnología española es más débil y difícil de sustituir[27].

Todo ello aconseja reflexionar sobre la vigencia de los atractivos de localización de que disfrutó España hasta comienzos de la década de 1990[28], y en qué medida la competencia de los nuevos países europeos próximos a integrarse podría estar influyendo en ellos, cuestiones que escapan al objetivo de estas páginas[29]

[27] FERNÁNDEZ-OTHEO y MYRO (2003).

[28] Sobre los determinantes de la inversión recibida en la década de 1980 y los primeros años de 1990, en el plano econométrico, véanse: BAJO y SOSVILLA (1994), MARTÍN y VELÁZQUEZ (1996), VELÁZQUEZ (1997), MUÑOZ GUARASA (1999) y BAJO y LÓPEZ (2002), entre otros. Y en el plano de las fuerzas centrífugas y centrípetas que actúan sobre la localización de la IDE entre el centro y la periferia: KRUGMAN (1991, 1998)

[29] Respecto de los países del Este de Europa próximos a integrarse, no hay evidencia clara de que los países inversores tradicionales estén desviando flujos, aunque sí hay datos que evidencian una misma atracción sectorial y una cierta asociación entre países inversores allí y

4. Inversión directa de España en el exterior

La presencia de España en el exterior mediante IDE siempre fue muy limitada[30]. Tras 1997 se advierte, sin embargo, una aceleración sin precedentes en los flujos, al superarse los 26.000 millones de euros de media anual hasta 2002 (Gráfico 5). Nada de esto había ocurrido antes en el proceso de internacionalización de la economía española. El carácter procíclico de la IDE se constata ya en 2001, con motivo de la ralentización de la economía mundial —y de la crisis argentina en particular—; situación observada asimismo en la IDE mundial (UNCTAD, 2002). No debe descartarse, en cualquier caso, que este extraordinario esfuerzo económico-financiero en un tiempo tan breve, y por parte de un reducido número de empresas, necesariamente habría dado paso a un período más sosegado. Al contrario que en la IDE recibida, la mayoría de los flujos se encuadran en la modalidad de participación accionarial, siendo los préstamos entre empresas muy escasos[31].

Se ha producido, pues, toda una pequeña «revolución» en la IDE de España en el exterior en este último lustro y, a pesar de ello, en términos comunitarios, sólo en 2001, se ha alcanzado el nivel que le correspondería en función del tamaño de su economía, con datos de UNCTAD[32]. Estos datos corresponden efectivamente a lo que el FMI estipula, pero ya se advirtió sobre la presencia de componentes exógenos al sistema productivo nacional, al incluir los flujos de ETVE propiedad de no residentes. Su deslinde es preciso, por tanto, para separar la vertiente fiscal de la productiva, y para explicar si ha existido modificación en las ventajas de propiedad de las empresas —siguiendo el esquema de Dunning—, susceptibles de ser rentabilizadas mediante su implicación productiva en el exterior. Así pues, se seguirá un desarrollo análogo al del epígrafe anterior para separar los distintos planos de la IDE, dejando al margen la serie de Balanza de Pagos, que no diferencia, según se dijo, la actividad de las ETVE del resto de la inversión. El Gráfico 6 muestra la secuencia seguida.

La IDE bruta registrada emitida al exterior alcanzó valores extraordinariamente altos a medida que finalizaba el pasado siglo, mayores incluso que los que alcanzó la IDE recibida. Los efectos contables que no suponen una adición al *stock* de IDE en manos de no residentes (transmisiones entre residentes y operaciones de reestructuración interna dentro de un mismo grupo empresarial), medida necesaria que da paso a la IDE bruta efectiva, son, sin embargo, sensiblemente menores: en la primera etapa, hasta 1998, éstos apenas restan una décima parte a la IDE bruta registrada, si bien, desde 1999 la proporción se elevó hasta el 30 por 100. Esto no debe extrañar: dada la menor experiencia y antigüedad en la IDE exterior de las empresas españolas, no se recurre de igual modo en las primeras etapas que más adelante a la realización de operaciones de reestructuración interna, y tampoco son frecuentes las adquisiciones entre empresas de capital nacional.

El paso siguiente aborda la IDE neta. Al contrario que ocurría con la IDE neta recibida, el descuento de las cifras de ETVE de no residentes distorsiona mucho menos el resultado final del perfil inversor en el exterior (debe restarse un 30 por 100 en el período 1999-2002, 20 punto menos), por lo que cabría calificar la extraordinaria expansión de la IDE como un fenómeno básicamente nacional[33]. En los dos últimos años, sin embargo,

desinversores en España (por ejemplo, Alemania). Sobre esta cuestión véase BUCH, PIAZOLO y KOKTA (2002), MARTÍN, HERCE, SOSVILLA-RIVERO y VELÁZQUEZ (2002), LATORRE (2002) y MARTÍN y TURRIÓN (2003).

[30] Sobre la IDE emitida al exterior, consúltense entre otros: MATÉ (1996), CAMPA y GUILLÉN (1996), LÓPEZ DUARTE y GARCÍA CANAL (1997); FERNÁNDEZ-OTHEO (1997), BUESA y MOLERO (1998), MARTÍN (1998), DELGADO, RAMÍREZ y ESPITIA (1999), MOLERO (2001) y DURÁN, J. J. (2002).

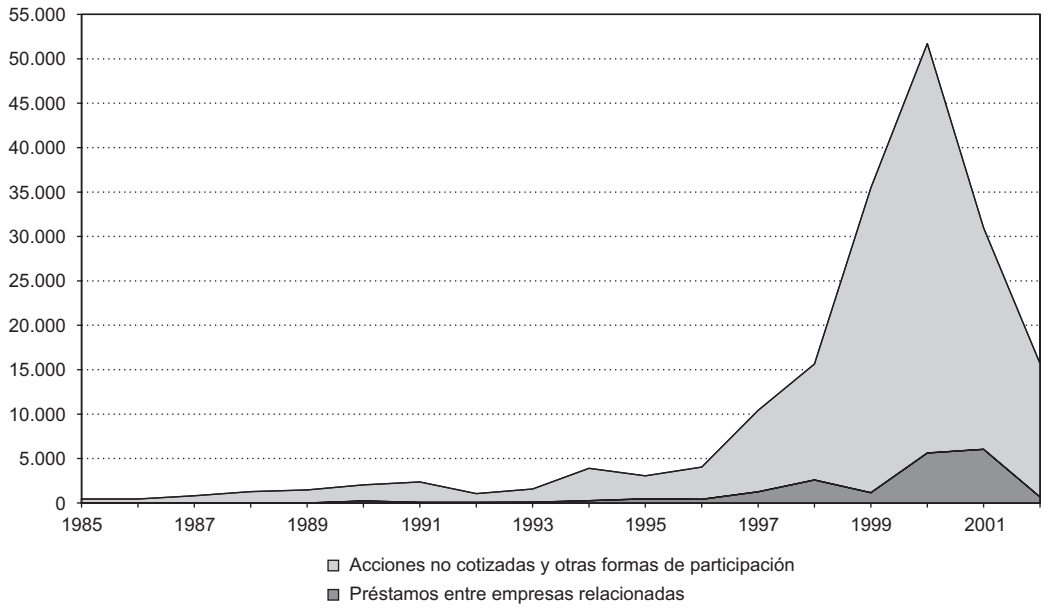
[31] Las inversiones en inmuebles tienen una dimensión cuantitativa muy escasa: 184 millones de euros de media anual entre 1997 y 2002, a pesar del avance realizado respecto al periodo previo; estas cifras son insignificantes en relación con la inversión recibida en esta actividad (15 veces menos).

[32] FERNÁNDEZ-OTHEO (2003e).

[33] Téngase en cuenta, en cualquier caso, que algunas empresas extranjeras localizadas en España están invirtiendo en el exterior desde

GRÁFICO 5

FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA EMITIDOS POR ESPAÑA AL EXTERIOR SEGÚN LA BALANZA DE PAGOS, 1985-2002 (Millones de euros de 1995)



FUENTE: Balanza de Pagos de España.

el componente exógeno —ETVE propiedad de no residentes— supone casi la mitad del total invertido en el exterior, al reducirse la cuantía del capital nacional emitido al exterior.

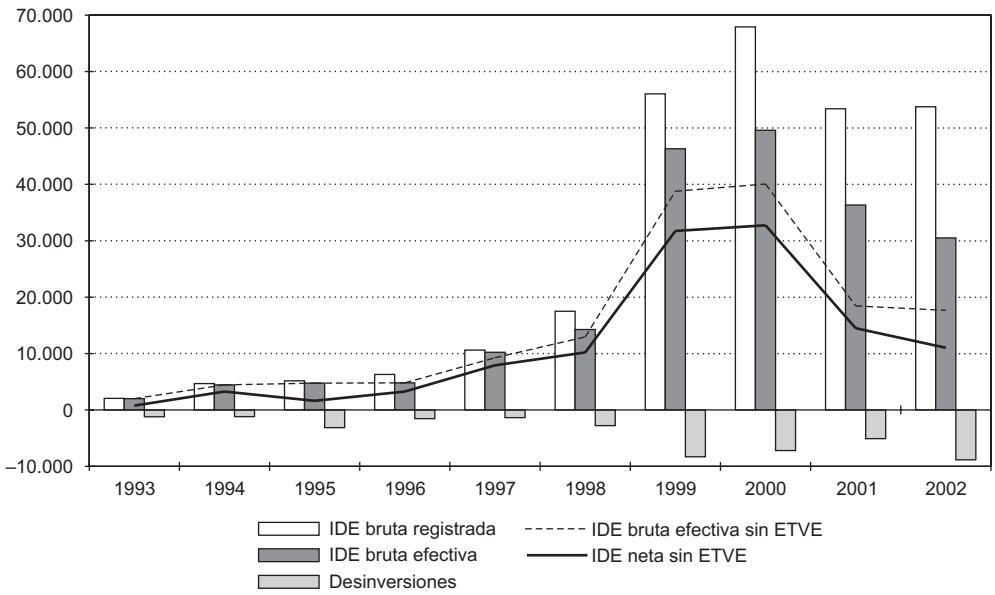
Por lo que respecta a las desinversiones, éstas fueron algo mayores al comienzo del período (37 por 100 de la inversión efectiva bruta entre 1993 y 1998) que más adelante (30 por 100 entre 1999 y 2002), cifra muy similar a la observada en la IDE recibida; lo que parece indicar que la menor antigüedad de la empresa española en el exterior, en comparación con las extranjeras radicadas en España, no está teniendo trascendencia alguna en este punto.

En suma, la inversión neta, desgajada de su componente exógeno, alcanzó los 4.500 millones de euros anuales de promedio en el primer período y 22.500 desde 1999, cifras bien expresivas del salto cualitativo que se ha dado en el proceso de internacionalización de la economía española. En términos de PIB, una valoración de la IDE neta completa supone un 7 por 100 del PIB para el período 1999-2000, en tanto que la exclusión de las ETVE reduce este valor al 5 por 100, aproximadamente (cuatro veces más que para el período 1993-1998, y 15 veces más que en 1986-1992).

aquí. El caso más conocido es el de Cemex/Valenciana de Cementos, verdadero motor del sector del subsector de productos de minerales no metálicos.

GRÁFICO 6

FLUJOS DE IDE EMITIDA POR ESPAÑA SEGÚN EL REGISTRO DE INVERSIONES EXTRANJERAS, 1993-2002 (Millones de euros de 1995)



FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

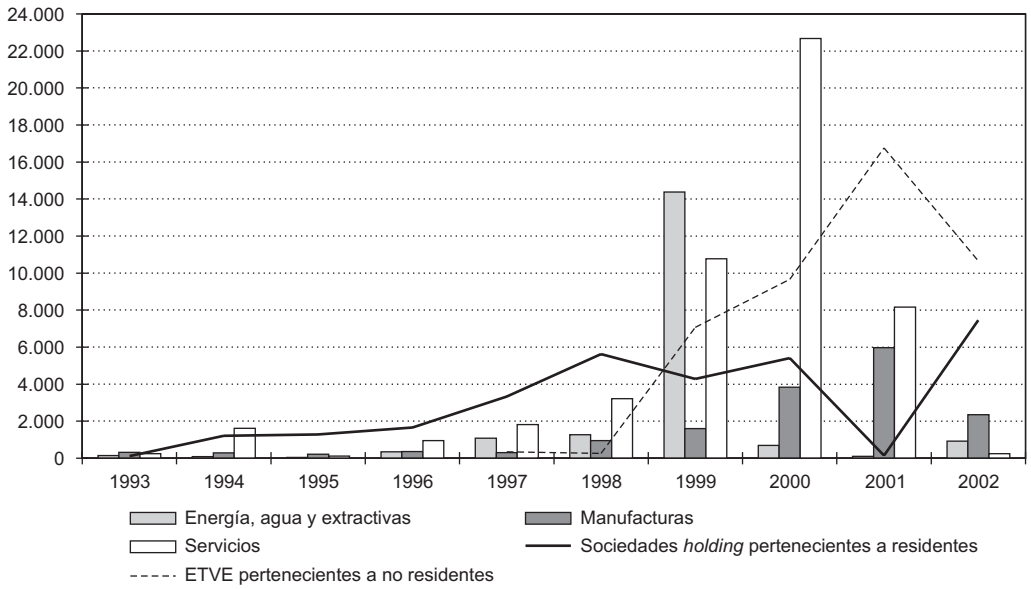
Destino sectorial y espacial de la inversión emitida

Está bien fundamentada la relación entre la posesión de activos tecnológicos y la inversión en el exterior de un país[34]. En este sentido, parece claro que el núcleo central de la inversión se produzca en los servicios (Gráfico 7): en el período de referencia, 1993-2002, más de la mitad del total de los flujos netos se dirigieron a los distintos subsectores de servicios (correspondiendo a transportes y comunicaciones y a intermediación financiera las primeras posiciones); otra parte, también sustancial, correspondió a energía e industrias extractivas, sector en la que tuvo lugar la mayor operación como comprador realizada por una empresa española (adquisición de Yacimientos Petrolíferos Fiscales en Argentina). Por su parte, en las manufacturas, actividades donde se hace más explícita la necesidad de contar con ventajas tecnológicas, la cuantía de los flujos apenas fue relevante hasta 1997. El salto ha sido formidable desde entonces, con casi 3.000 millones de euros anuales de IDE neta (diez veces más que en el período 1993-1997), aunque en términos porcentuales su peso relativo en el conjunto de la IDE haya disminuido algunos puntos. Estos flujos —también en términos netos y para el período 1998-2002— se caracterizan por su elevada concentración en muy pocos subsectores: química,

[34] Véase el trabajo de CAMPA y GUILLÉN (1996).

GRÁFICO 7

EVALUACIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA NETA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR POR ACTIVIDADES, 1993-2002 (Millones de euros de 1995)



FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

alimentación, bebidas y tabaco y productos de minerales no metálicos[35], con más de tres cuartas partes del total de la IDE, seguidos a gran distancia por papel y artes gráficas, y equipo de transporte. Por el contrario, los resultados son abiertamente desfavorables —IDE neta negativa— en maquinaria y equipo eléctrico y material y equipo electrónico; lo mismo ha sucedido con la IDE recibida. Por lo que respecta a construcción y agricultura, ganadería y pesca, las cifras fueron muy poco significativas.

Lo dicho hasta ahora sobre el perfil sectorial de la inversión es una buena aproximación a la realidad, aunque parcial: dejando al margen la actividad de las ETVE, hay una significativa presencia de flujos cuyo destino sectorial final no es conocido (algo más de la cuarta parte en el conjunto del período), que fueron canalizados mediante sociedades *holding* propiedad de residentes; si bien serían los servicios los más favorecidos en el reparto final[36].

[35] La activa política desarrollada por algunas filiales de multinacionales que han hecho de España un centro de operaciones para su expansión internacional, con el fin de acceder a mejores condiciones financieras, explica bastante bien la fuerte expansión del sector cementero. Tal es el caso, ya citado, de Valenciana de Cementos, filial de la multinacional mexicana Cemex.

[36] Lo que el Ministerio ofrece como datos de actividad final de las *holding* en sus Boletines semestrales no sirve para conocer el destino final de las sociedades *holding* en manos de residentes de manera

Un paso adelante en la descripción del perfil de la IDE emitida se ofrece con el cruce entre áreas geográficas de destino de los flujos y los sectores a los que éstos se dirigen (Cuadro 1). Hay, de entrada, un perfecto equilibrio entre las dos áreas básicas de la inversión española, América Latina (Brasil, Argentina, México y Chile) y Unión Europea en particular, Luxemburgo y Países Bajos) cuando se considera el grueso de los flujos (43 por 100 para cada área en el período 1993-2001). Muy lejos están, por tanto, el resto OCDE (cerca de la décima parte), los paraísos fiscales (en claro descenso) y los países del Este de Europa.

Esta igualdad entre América Latina y la Unión Europea se rompe en favor de la primera región (59 por 100) cuando se segregan los flujos pertenecientes a las sociedades *holding* de residentes y ETVE de no residentes (Gestión de sociedades y tenencia de valores); este último tipo de flujos se dirigen básicamente a la Unión Europea (72 por 100). El cruce entre regiones y sectores, indicativo del grado de especialización de la IDE, cabe extenderlo al resto de las grandes agrupaciones sectoriales. América Latina es el lugar fundamental y casi único para las empresas españolas (92 por 100) cuando se trata de invertir en energía, agua e industrias extractivas. También es el lugar preferente para el conjunto de los servicios (55 por 100), en especial para instituciones financieras y transportes y telecomunicaciones. Cuando se invierte en manufacturas, sin embargo, el destino fundamental es la Unión Europea (60 frente al 26 por 100 de América Latina).

5. El contraste entre inversión recibida y emitida

Ha sido uno de los objetivos fundamentales de este trabajo mostrar la interacción entre inversión directa recibida y emitida, mediante la cual una parte de los flujos que se reciben del exterior en los años finales del decenio de 1990 pasan a integrarse de modo inmediato en los flujos que se emiten desde España, pudiendo ser calificados como «flujos de paso». Este epígrafe presta especial atención a dos cuestiones: de un lado, se lleva a cabo una estimación de lo que supondría restar los flujos correspondientes a las ETVE en la Balanza de Pagos, y, de otro, se confrontan ambas caras de la IDE, la recibida y la emitida, también con esa misma restricción, para obtener los saldos correspondientes, y poder ofrecer así el balance final del proceso de internacionalización propiamente autóctono seguido en esta última década.

Para ello se parte de dos gráficos. En el Gráfico 8 se muestran las series estadísticas de IDE recibida y emitida según la Balanza de Pagos, así como el potencial impacto de las ETVE sobre sus cifras[37]. En el Gráfico 9 se ofrecen las series del Registro, habiéndose descontado los flujos de las ETVE.

La secuencia que siguen las series de la Balanza y del Registro son muy similares, lo que da pie a algunos comentarios comunes. El primero se refiere al cambio de modelo de internacionalización productiva, es decir, al paso desde una situación de dependencia del capital extranjero a otra excedentaria, que no debe catalogarse de episódico, a tenor de la sólida progresión en los saldos anuales —de negativos a positivos— que se percibe desde comienzos de la década de 1990, y a pesar de la fuerte atenuación de éstos en los primeros años del actual siglo. En segundo lugar, por causa de la acumulación de voluminosos saldos positivos desde 1997, en muy pocos años (desde 2000) España mantiene una posición internacional acreedora por inversión directa, según la Balanza de Pagos, aunque para ello haya sido necesario endeudarse en los mercados internacionales. Por último, la confluencia de una formidable expansión

precisa, pues aparecen mezcladas éstas con las ETVE de no residentes. Más información sobre este asunto puede verse en FERNÁNDEZ-OTHEO (2003a).

[37] Según se ha dicho antes, la Balanza de Pagos no deslinda las ETVE. Puesto que están incluidas en el capítulo de Actividades de negocios, y éste sí se conoce, se ha excluido todo él, lo que hace que los resultados estén valorados al alza.

CUADRO 1

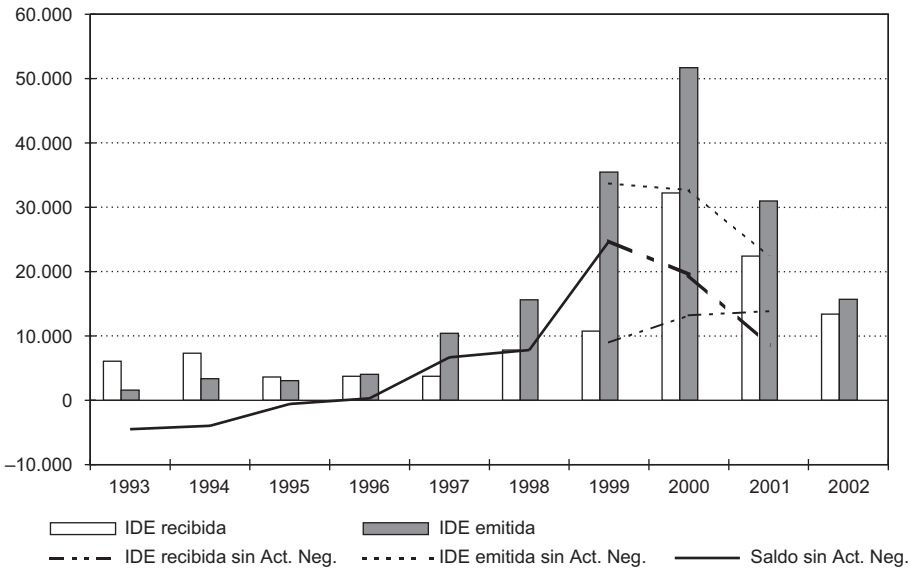
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA NETA EMITIDA POR ESPAÑA SEGÚN ÁREAS Y SECTORES DE DESTINO, 1993-2001 (Millones de euros constantes)

Áreas	Energía, agua e ind. extractivas	Manufacturas	Servicios	Gestión socied. y tenen. valores	Total
América Latina	15.272	2.819	23.178	10.080	51.349
Unión Europea	1.031	6.518	9.602	36.490	53.641
Otros países OCDE	9	1.014	8.276	2.539	11.838
Paraísos fiscales	11	14	1.005	372	1.402
Europa del Este		110	195	1.063	1.367
África	14	241	206		460
Asia	161	97	115	2	374
Total	**16.499**	**10.811**	**42.576**	**50.546**	**120.432**

FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

GRÁFICO 8

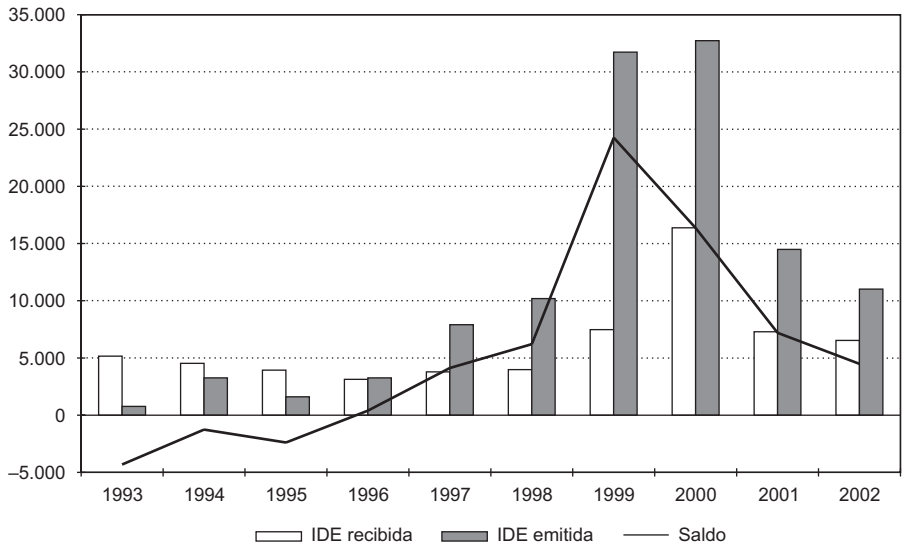
ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN NETA RECIBIDOS Y EMITIDOS POR ESPAÑA, 1993-2002 (Millones de euros de 1995)



NOTA: Las líneas discontinuas son estimaciones excluyendo el sector actividades de negocios (Act. Neg.), donde están incluidas los flujos de ETVE pertenecientes a no residentes.
FUENTE: Balanza de Pagos de España y Banco de España.

GRÁFICO 9

FLUJOS DE IDE NETA RECIBIDOS Y EMITIDOS POR ESPAÑA SEGÚN EL REGISTRO DE INVERSIONES EXTRANJERAS, EXCLUIDAS LAS ETVE, 1993-2002 (Millones de euros constantes)



NOTA: Saldo = IDE emitida – IDE recibida.
FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

de los flujos hacia el exterior y la fuerte atonía en la recepción de flujos de capital extranjero recibido con fines productivos ha conformado esta imagen de país maduro en el plano inversor, por lo que se habría accedido a la fase más avanzada de la senda de IDE postulada por Dunning y Narula (1996)[38]. Así pues, descontando el efecto exógeno al sistema productivo en el conjunto de los flujos —con motivo de la favorable fiscalidad para las ETVE—, cabe apuntar que la fortaleza del proceso de internacionalización se ha sustentado, básicamente, sobre bases autóctonas.

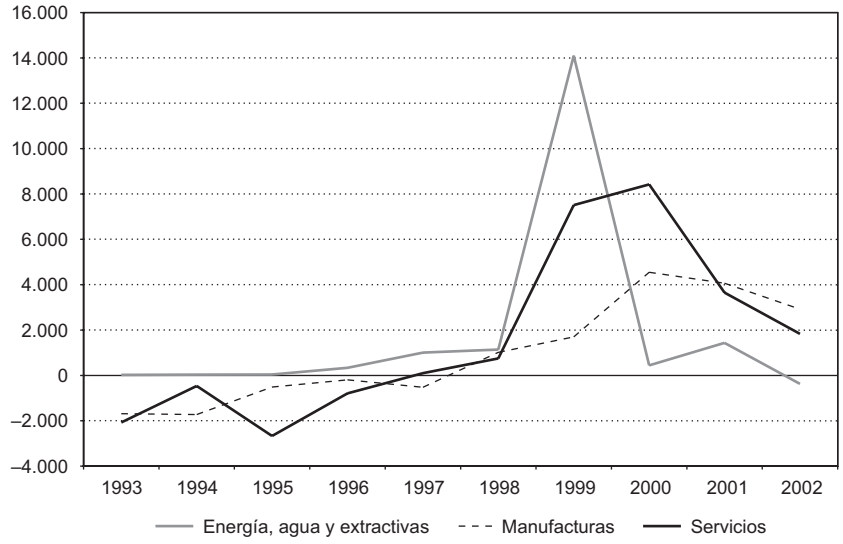
Desde el plano general se desciende al de las principales actividades inversoras con el fin de captar su grado de contribución a los saldos obtenidos (Gráfico 10). Al margen de la sensible proporción que se deja fuera del análisis, por desconocerse su destino sectorial último[39], no deja de sorprender la coincidencia de trayectorias de las tres principales actividades, incluso en su dimensión temporal. Manufacturas y servicios comenzaron con resultados negativos, a comienzos de la década de 1990; paulatinamente fueron reduciendo la vertiente negativa y, más adelante, desde 1998, dieron la vuelta a los flujos, mostrando desde entonces signos muy positivos. Para los servicios esto no parece tan extraño, pues la existencia de ventajas de propiedad no está tan ligada a la tecnología, y sí a otras parcelas

[38] Véase también el trabajo de ÁLVAREZ CARDEÑOSA (2001).

[39] Téngase en cuenta lo ya dicho sobre la ausencia de información sobre casi una tercera parte de los flujos recibidos y emitidos por sociedades *holding* vinculadas al sistema productivo nacional.

GRÁFICO 10

SALDO DE IDE RECIBIDA Y EMITIDA POR ESPAÑA POR SECTORES, 1993-2002
(Millones de euros de 1995)



NOTA: Saldo = IDE emitida – IDE recibida.
FUENTE: Ministerio de Economía y elaboración propia.

como el tamaño o sus capacidades organizativas y logísticas, en las que un grupo reducido de empresas tiene claras ventajas competitivas y comparativas. Los casos de telecomunicaciones, banca o turismo así lo demuestran. Por su parte, energía, agua e industrias extractivas ha seguido una tendencia más pausada, tan sólo alterada por la gran operación ya comentada en el subsector del petróleo.

Pero lo más sorprendente de este balance es que también los saldos de manufacturas son excedentarios desde 1998. Esta favorable posición se ha debido en parte a la reducción progresiva de las entradas de IDE desde 1993 —que ha llegado a presentar cifras netas negativas en cuatro de los cinco últimos años—, pero ello no debe restar mérito a la convincente progresión de la inversión en el exterior en los años finales del pasado siglo. Y esto puede tomarse como un signo inequívoco de la mejora de la competitividad del país y como el fruto de políticas deliberadas de adquisición de activos tecnológicos por parte de las empresas, con el fin de acceder a tecnologías o cuotas de mercado difíciles de conseguir por la vía del establecimiento productivo *ex-novo,* si no es después de un cierto tiempo. En un país cuyas ventajas tecnológicas manufactureras distan de estar claras, el hecho de que el balance sea abiertamente favorable a la inversión de España en el exterior no deja de ser un resultado paradójico, si hacemos caso de lo que la teoría sobre la inversión extranjera predice.

6. Conclusiones

Ha sido objeto preferente de estas páginas mostrar que las cifras de inversión directa de España no pueden ser utilizadas sin precisar sus contenidos. Es preciso llevar a cabo tareas de desbroce tanto en la Balanza de

Pagos como en el Registro de Inversiones Extranjeras para explicar en qué se sustentan las espectaculares cifras de IDE desde mediados de la década de 1990, en su vertiente receptora y en la emisora, y qué relación hay entre ellas y el sistema productivo.

En síntesis, la serie global de inversión recibida es la que más distorsionada aparece por la presencia de los «flujos de paso» correspondientes a las ETVE en manos de no residentes, a partir de 1999. Tanto es así que si no se deja al margen la actividad de estas sociedades podría pensarse en una reedición de los atractivos para la localización productiva de las multinacionales de que España disfrutara en el período inmediatamente posterior a la adhesión a la Unión Europea; cuando lo que se ha producido es una recuperación de las cifras de finales del decenio de 1990 y comienzos del siguiente de carácter asimétrico: son los servicios los que han recibido IDE neta pero no las manufacturas en su conjunto, inmersas además en fuertes procesos de desinversión.

Es cierto que ha habido una apuesta estratégica por captar mercados —vía fusiones y adquisiciones de empresas— en determinados sectores de los servicios (de un modo muy señalado en las telecomunicaciones) y, afortunadamente, una prolongación del interés por aquellos sectores de la industria (equipo de transporte, productos de minerales no metálicos y metálicas básicas) habitualmente receptores de IDE, pero debe ser un motivo de reflexión el hecho de que, salvo el primero de ellos, el grueso de los flujos se concentre en sectores tradicionales, más sensibles a problemas de costes, y, por consiguiente, susceptibles de deslocalización; y lo que es aún más inquietante, por la mayoría de los sectores de medio y alto nivel tecnológico. Bien es cierto que en una parte de estos sectores el capital extranjero ha reestructurado sus posiciones productivas, ante la creciente globalización de sus actividades y en respuesta al aumento de la competencia, lo que significa, quizá, una mejora de sus productos y de los niveles tecnológicos correspondientes en relación con momentos previos.

Como tantos otros países, España necesita la presencia de empresas multinacionales para producir bienes de cierta sofisticación, y es en éstos donde la situación es más desfavorable. No hay evidencia clara, excepto quizá en una parte de las producciones de los sectores más avanzados, de una disminución de las cifras de *stock* productivo del capital productivo, pero, salvando la reestructuración que ha tenido lugar, sí parece evidenciarse un creciente desinterés por producir en España bienes relacionados con la informática y equipo de precisión, o con la electrónica de consumo.

La creciente presencia de flujos de IDE por razones fiscales y financieras —no ligada, por tanto, a la radicación de producción— revela que la acepción de IDE como capital vinculado a los sistemas productivos donde se asienta está siendo superada. España está consiguiendo un éxito espectacular en la captación de flujos con motivo del favorable tratamiento fiscal que se da a los rendimientos y a las plusvalías obtenidos en el exterior mediante las ETVE, en unos momentos en que la IDE mundial se ha reducido considerablemente al compás del ciclo económico. Nada que objetar: se trata de una IDE que no parece haber dado lugar, todavía, a una «carrera de incentivos» como en la que están incurriendo los países para captar inversión de verdadero carácter productivo; aunque no es descartable que lo sea en muy breve plazo. Hay razones distintas de las puramente económicas —aunque seguramente con escasa significación cuantitativa— que avalan su presencia. Por ejemplo, la imagen de España como lugar de intermediación financiera internacional, a pesar de su escasa tradición, podría estar saliendo reforzada.

Así pues, la IDE recibida en ETVE, controlada por no residentes, ha nutrido una parte relevante de la IDE emitida por España al exterior. Segregar estos flujos es también obligado, si se quiere profundizar en el conocimiento de una IDE ligada al sistema productivo. Hecho esto, el perfil se desdibuja mucho menos que en el caso de IDE recibida. En otras palabras: el esfuerzo autóctono ha primado sobre el componente externo. El cambio de modelo de internacionalización, de receptor a emisor neto (e incluso a acreedor neto desde comienzos del presente siglo) proviene del sistema productivo nacio-

nal, aunque para ello haya sido preciso recabar fondos del mercado financiero internacional.

Lo habitual, hasta ahora, ha sido contemplar a España como un espacio donde las multinacionales extranjeras invertían, en línea con lo que la teoría de la internacionalización predice. Aunque con cierto retraso, la mejora en las ventajas competitivas y comparativas de sus empresas, la intensa competencia que experimentan en su propio mercado y la reducción sustancial de los costes de financiación de la inversión (la pertenencia al área euro) han impulsado la adopción de estrategias de producción propia en el exterior.

No ha habido sorpresas respecto de las actividades en que se ha sustentado este proceso de internacionalización: los servicios en red (telecomunicaciones, energía y agua), y las entidades financieras, principalmente. Como tampoco sobre los lugares donde han encontrado más ventajas de localización (América Latina), y un nivel competitivo de los mercados más acomodado a sus posibilidades. Faltaban algunas piezas para completar el cuadro: las empresas manufactureras, que de modo más lento se han ido incorporando, seguramente porque es aquí donde las ventajas competitivas y tecnológicas no abundan. Y, en línea con esta premisa, ha sido en los sectores tradicionales (alimentación, productos de minerales no metálicos) donde más se ha invertido, con el añadido de química.

Esta visión optimista de la IDE en el exterior no supone olvidar la parte más débil del proceso: la extensión del proceso a otras actividades y a otras regiones. Algunos autores señalan, entre sus puntos débiles, que el riesgo asumido, con motivo de una excesiva acumulación de intereses en América Latina, es muy alto y podría tener repercusiones negativas para las propias empresas y para el país en conjunto por la fuerte impronta que en la economía tienen las empresas que intervienen[40]; es pronto para valorar los resultados.

[40] TORRERO MAÑAS (2000).

Referencias bibliográficas

[1] ALBI IBÁÑEZ, E. (1999): ¿Utilización de *Holdings* extranjeras o inversión empresarial en el exterior desde España?: aspectos fiscales», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 777, marzo-abril.

[2] ÁLVAREZ CARDEÑOSA, M. (2001): *Una aproximación a la senda de inversión directa para el caso de España,* IV Encuentro de Economía Aplicada, Reus, junio.

[3] BAJO-RUBIO, O. y SOSVILLA-RIVERO, S. (1994): «An Econometric Analysis of Foreign Direct Investment in Spain, 1964-89», *Southern Economic Journal,* volumen 61.

[4] BAJO, O. y LÓPEZ PUEYO, C. (1996): «La inversión extranjera directa en la industria manufacturera española», *Papeles de Economía Española,* número 66.

[5] BAJO, O. y LÓPEZ PUEYO, C. (2002): «Foreign Direct Investment in a Process of Economic Integration: The Case of Spanish Manufacturing, 1986-1992», *Journal of Economic Integration,* 17.

[6] BAJO, O, y TORRES, A. (2001): *The Impact of Spain´s Integration with the EC on Trade and Foreign Investment,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im Oskara Langego we Wroclawiu, Wroclaw.

[7] BALDWIN, R. E.; FORSLID, R. y HAALAND, J. I. (1996): «Investment Creation and Diversion in Europe», *The World Economy,* volumen 19, número 6.

[8] BUESA, M. y MOLERO, J. (1998): *Economía Industrial de España. Organización, Tecnología e Internacionalización,* Civitas, Madrid.

[9] BUCH, C. M.; PIAZOLO, D. y KOKTA (2002): *Foreign Direct Investment in Europe: Is There Redirection from the South to the East?,* III Complutense International Seminar on European Economy, European Economy Group, UCM, 13-14 de mayo, Madrid.

[10] CAMPA, J. M. y GUILLÉN, M. F. (1996): «Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas», *Papeles de Economía Española,* número 66.

[11] DELGADO, J. M.; RAMÍREZ, M. y ESPITIA, M. A. (1999): «Comportamiento inversor de las empresas españolas en el exterior», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 780.

[12] DEVEREUX, M. P. y GRIFFITH, R. (2001): *The Impact of Corporate Taxation on the Location of Capital: A Review,* Documento preparado para la Conferencia «The International Mobility of Tax Bases», noviembre, Estocolmo.

[13] DUCE HERNANDO, M. (1996): «La estimación de las inversiones directas en la Balanza de Pagos», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 752, abril.

[14] DUCE HERNANDO, M. (2002): «La metodología de Balanza de Pagos para el estudio de las inversiones exteriores», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 798, marzo.

[15] DUNNING, J. y NARULA, R. eds. (1996): *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Reestructuring,* Routeledge. Londres.

[16] DURÁN, J. J. (2002): «Estrategias de localización y ventajas competitivas de la empresa multinacional española», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 799.

[17] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (1995): «Migraciones de empresas: a propósito del caso Gillette», España 1994. Un balance, *Economistas,* número 64 (extra).

[18] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (1997): «¿Avanza la internacionalización de la industria española», *Economistas, España 1996. Un balance,* número 74 (extra), marzo.

[19] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2000a): «Expansión y concentración de la actividad productiva internacional», España 1999. Un balance, *Economistas,* número 84, extra.

[20] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2000b): «Fusiones y adquisiciones transfronterizas en la era global», en V. Donoso (coord.), *Claves de la economía mundial,* ICEX, Madrid.

[21] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2000c): «Efectos de la integración sobre la inversión directa extranjera», en R. Myro (dir.), *Economía europea. Crecimiento, integración y transformaciones estructurales,* Civitas, Madrid.

[22] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2000d): «Concentración y especialización regional de la inversión directa extranjera en España», *Economía Industrial,* números 335-336.

[23] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2002): «Desinversiones del capital extranjero en las manufacturas españolas», *Economistas, España 2001. Un balance,* número 91 (extra), marzo.

[24] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2003a): *Inversión directa extranjera y desinversión de España en la década final del siglo XX: nuevas perspectivas.* Editorial Biblioteca Nueva-Fundación José Ortega y Gasset, Madrid.

[25] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2003b): «Inversión directa extranjera y sistema productivo: una disociación creciente», *Economistas, España 2003. Un balance,* número 95 (extra), marzo.

[26] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2003c): *Estadísticas de inversión directa extranjera en España: una primera y necesaria depuración,* Jornadas de Economía Internacional, 25-26 de junio, Ciudad Real. En internet: *http://uclm.es/viiijornadas.*

[27] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2003d): «El proceso de internacionalización a través de la inversión directa», en J. L. GARCÍA DELGADO (dir.), *Estructura Económica de Madrid,* 2.ª ed., Civitas, Madrid.

[28] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2003e): «Inversión directa extranjera», en J. L. GARCÍA DELGADO (dir.), *Lecciones de Economía Española,* 6.ª ed., Tompson-Civitas, Madrid.

[29] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y MYRO, R. (1995): «Las migraciones de la actividad industrial en la Unión Europea», *Economía Industrial,* número 305.

[30] FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y MYRO, R. (2003): *Desinversiones de capital extranjero en la industria española, 1993-2002,* mimeo. Disponible en internet: *http://www.ucm.es/info/ecap2/*

[31] LÓPEZ-DUARTE, C. y GARCÍA-CANAL, E. (1997): «Internacionalización de la empresa española mediante inversión directa en el exterior. Principales rasgos distintivos, *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 761.

[32] LÓPEZ RIBAS, S. (2001), «Tributación de la entidad de tenencia de valores extranjeros española y de sus socios», *Crónica Tributaria,* número 98, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

[33] KRUGMAN, P. (1991): *Geografía y comercio,* ANTONI BOSCH, Barcelona.

[34] KRUGMAN, P. (1998): «What´s New About the New Economic Geography?, *Oxford Review of Economic Policy,* volumen 14, número 2.

[35] MARKUSEN, J. R. (1995): «The Boundaries of Multinational Firms and the Theory of International Trade», *Journal of Economic Perspectives,* número 9.

[36] MARTÍN, C. (1998): *España en la nueva Europa,* 2.ª ed., Alianza, Madrid.

[37] MARTÍN, C. y VELÁZQUEZ, F. J. (1996): «Factores determinantes de la inversión directa en los países de la OCDE: una especial referencia a España», *Papeles de Economía Española,* número 66.

[38] MARTÍN, C.; HERCE, J. A. y VELÁZQUEZ, F. J. (2002): *La ampliación de la UE: efectos sobre la economía española,* Servicio de Estudios de la Caixa, Madrid.

[39] MARTÍN, C. y TURRIÓN, J. (2003): *Eastern Enlargement of the European Union and Foreign Direct Investment Adjustments, Working Paper* número 24/2003, Grupo de Economía Europea, UCM, Madrid.

[40] MATÉ, J. M.ª (1996): «La inversión directa española en el exterior», *Papeles de Economía Española,* número 66.

[41] MCCLOUGHAN, P. y STONE, I. (1998): «Life Duration of Foreign Multinational Subsidiaries: Evidence from UK Northern Manufacturing Industry, 1970-93», *International Journal of Industrial Organization,* número 16.

[42] MERINO DE LUCAS, F. (2003): «Deslocalización de las multinacionales extranjeras: ¿casos aislados o un fenómeno generalizado?», *Economía Industrial,* (en prensa).

[43] MOLERO, J. (2001): *Industrialisation and Internationalisation in the Spanish Economy,* Documento de Trabajo 28/01, ESRC «One Europe or Several» Programme.

[44] MUÑOZ DE LA TORRE, C.: «La inversión directa en los países del Este Europeo (1992-2001)», *Economía Industrial* (en prensa).

[45] MUÑOZ GUARASA, M. (1999): *La inversión directa extranjera en España: factores determinantes,* Civitas, Madrid.

[46] MUÑOZ GUARASA, M. (2000): «Las nuevas fuentes estadísticas sobre inversión extranjera en España», *Boletín Económico de ICE,* número 2646, 13-19 de marzo.

[47] MUÑOZ GUARASA, M. (2002): «Deslocalización sectorial de la inversión directa extranjera en España», *Boletín Económico de ICE,* número 2.744, 21-27 de octubre.

[48] MYRO, R.; FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y MORA, A. (1996): *Las migraciones de la actividad industrial en la Unión Europea,* Colección Pablo Olavide, Junta de Andalucía, Sevilla.

[49] NARULA, R. Y WAKELIN, K. (1995): *Technological Competitiveness, Trade and Foreign Direct Investment,* Documento de Trabajo, Universidad de Limburg, Maastricht.

[50] RODRÍGUEZ TENÉS, E. y SÁNCHEZ TRUJILLO, A. M.ª (1996): «La nueva Balanza de Pagos: una necesaria y difícil adaptación al fenómeno de la globalización», *Papeles de Economía Española,* número 66.

[51] TORRERO MAÑAS, A. (2000): «El riesgo financiero de la economía española», *Boletín de Información Comercial Española,* número 2.661, 31 julio-3 septiembre, Madrid.

[52] UNCTAD (2002): *World Investment Report.* Ginebra.

[53] VELÁZQUEZ, F. J. (1997): *Determinantes de la entrada de empresas extranjeras en la industria manufacturera española,* Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid.