

José Juan Ruiz Gómez

UN PAÍS, DOS CONTINENTES: LATINOAMÉRICA Y LA GLOBALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En los últimos 25 años, la economía española ha realizado avances espectaculares, como lo demuestra el dato de que en dicho período la renta per cápita se haya multiplicado por 3,6, record superado únicamente por otros cuatro países desarrollados, y también europeos: Irlanda, Luxemburgo, Malta y Chipre. El proceso de apertura comercial y de internacionalización de la empresa española ha desempeñado un papel fundamental en este proceso y, muy especialmente, las inversiones directas realizadas en Latinoamérica durante la década de los noventa, como se pone de relieve a lo largo del artículo.

Palabras clave: internacionalización de la economía, expansión exterior, inversiones directas, Latinoamérica, España, 1980-2005.

Clasificación JEL: F21, O52.

«Era difícil que un español, de no ser fanático o iluso, pudiera ser optimista.»

Pío Baroja
La guerra civil en la frontera
Caro Raggio. Madrid, 2005

1. Introducción

En 1981, el servicio de publicaciones de la Secretaría General Técnica del Ministerio de Economía y Comercio publicó un libro titulado *Lecturas de Economía Española e Internacional: 50 aniversario del Cuerpo de Técnicos Comerciales*¹ en el que, entre otros, recalamos buena

parte de los opositores de la época no sólo porque en él colaboraban los mejores economista españoles —en concreto, de los que queríamos ser compañeros— sino también porque era una perfecta descripción de qué era, qué le faltaba y a qué aspiraba la todavía muy joven democracia española.

Han pasado casi 25 años. El libro que coordinó Luis María Linde, y cuya elegante cubierta diseñó César Bobis, está en el estante de mi librería. Y, efectivamente, he tenido la fortuna de disfrutar de dos décadas de amistad de buena parte de los economistas que participaron en aquella aventura intelectual. Además, el país,

¹ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMERCIO (1981): *Lecturas de Economía Española e Internacional. 50 aniversario del Cuerpo de*

Técnicos Comerciales, Servicio de Publicaciones de la Secretaría General Técnica, Madrid.

España, ha dado —con las matizaciones que uno quiera introducir— un gigantesco salto adelante.

Y si la sociedad y la política española han cambiado drásticamente en las últimas dos décadas, qué decir de lo ocurrido en la economía. Es difícil evitar una agradable sensación de autocomplacencia —sobre todo, entre quienes perciben que han contribuido al resultado neto— cuando se repara en el fuerte avance registrado por la economía española en estas dos décadas y media.

En 1980, según el FMI² la renta per cápita española ajustada por paridad de poder de compra ascendía a 6.565 dólares, lo que nos situaba en el puesto 32 de la clasificación mundial. En septiembre del año pasado, el dato equivalente era 23.911 dólares lo que suponía haber multiplicado por 3,6 el nivel de partida. Cuando se pone este logro en perspectiva internacional, la inferencia quizá sorprenda a algunos: sólo hay cuatro países desarrollados que en ese período hayan conseguido mejorar más rápidamente que España su nivel de prosperidad: Irlanda, Luxemburgo, Malta y Chipre.

Dado que todos ellos son —somos— europeos y comunitarios, sirva esta constatación de recordatorio a quienes pregonan un inminente apocalipsis europeo de que Pepe Montes, una vez más, tenía razón: siempre resulta provechoso mirar antes las estadísticas y luego la «realidad».

Un logro como el alcanzado no puede ser otra cosa que el esfuerzo sostenido de muchas personas. El resultado de la consolidación de instituciones y de la continuidad de políticas, algunas de las cuales provienen de varios decenios antes. Probablemente en la continuidad de políticas que ha permitido el amplio consenso existente sobre lo que constituía la agenda del país reside buena parte del éxito colectivo logrado.

Al margen del logro incuestionable de consolidar la democracia y de habernos convertido en un socio leal

de Europa no parece que sea particularmente sensato tratar de aislar alguno de los cambios producidos en la economía española para apalancar sobre él la modernización de nuestra economía.

Y sin embargo... qué tentador resulta convertir la internacionalización experimentada en estas dos últimas décadas largas por la empresa española en uno de los ingredientes esenciales del éxito económico español.

Si mi mención al libro del 50 aniversario del Cuerpo ha despertado la curiosidad de algún lector, le recomendaría que echase un vistazo al artículo que en él escribió Fernando Maravall sobre eficiencia y dimensión empresarial de la empresa española. Con todas las cautelas aconsejables dada la calidad de los datos, Fernando concluía que la evidencia empírica disponible no avalaba que la gran empresa española hubiese sido capaz de crecer con mayor eficiencia o rentabilidad que las pequeñas y medianas empresas, pese a disponer de un mejor acceso a la financiación de largo plazo. Y esbozaba como explicación a este aparentemente resultado «anómalo» que los problemas de gestión y la «vida fácil» propiciados por el intervencionismo y el proteccionismo oficial habían, probablemente, compensado las supuestas ventajas competitivas con las que partían.

Hoy nadie reconocería —porque no existen— esas «grandes empresas». El sector público desapareció hace ya tiempo de su accionariado. Gracias a la estabilidad macroeconómica y a la maduración de nuestro sistema financiero, el acceso a la financiación ha dejado de ser un factor determinante de competitividad. Y a muy pocas empresas —grandes, medianas o pequeñas— se les ocurriría hoy pensar que el Estado es capaz de asegurarles una vida tranquila protegiendo, con aranceles o con cuotas, el mercado nacional.

El entorno empresarial y el clima de negocio han cambiado drásticamente a medida que se ampliaba el horizonte de los negocios y las empresas españolas se internacionalizaban. Y en ese proceso, las inversiones directas realizadas en Latinoamérica a lo largo fundamentalmente de la década de los años noventa, han jugado un papel determinante, como veremos en la siguiente sección.

² World Economic Outlook database. September 2004.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/data/index.htm>

CUADRO 1
ENTRADAS DE CAPITAL EN ESPAÑA, 1980-2005*
 (En millones de euros de 2005)

	1980-1985	1986-1998	1999-2004	1980-2005
Inversión directa	6.919	41.467	-60.763	-12.377
ID en España	8.411	92.279	123.863	224.552
ID en el exterior	-1.491	-50.811	-184.627	-236.928
Inversión de cartera	295	55.822	25.778	81.895
en España	740	120.970	277.276	398.986
en el Exterior	-445	-65.148	-251.498	-317.091
Directa+Cartera	7.214	97.289	-34.985	69.518
Entradas	9.150	213.249	401.139	623.538
Salidas	-1.936	-115.959	-436.125	-554.020

NOTA: * Datos acumulados.

FUENTE: IMF online y División América Banco Santander.

2. De anfitriones a huéspedes

El Cuadro 1 recoge los datos acumulados por períodos de los flujos de inversión directa y de cartera en España y de las inversiones españolas en el exterior. Los datos originalmente provienen de la Balanza de Pagos³ en dólares que compila el FMI y han sido convertidos a euros al tipo de cambio actual⁴.

El Cuadro 1 describe dos realidades complementarias. La primera, que tanto por la acumulación de activos como por la de pasivos España ha sido un jugador relevante del proceso de globalización del ahorro mundial. En promedio anual, en estos años, el país ha recibido flujos brutos de ahorro mundial equivalentes al 6,9 por 100 del PIB y ha exportado ahorro equivalente al 6,2 por 100 del PIB, para un neto, por tanto, del 0,8 del PIB.

En segundo lugar, que con el paso del tiempo —y a medida que la economía se abrió al exterior y maduró—

pasamos de ser anfitriones de empresas extranjeras a que nuestras empresas se convirtieran en huéspedes de prácticamente todas las economías mundiales⁵.

Efectivamente, frente a los casi 50.000 millones de euros por inversión directa neta recibidos entre 1980 y 1998, entre 1999 y 2004 España, en términos netos, invirtió en el exterior casi 61.000 millones de euros. Prácticamente la mitad de esa exportación de ahorro fue financiada por el saldo superavitario de las inversiones de cartera, lo que sugiere una estrecha vinculación entre la internacionalización de nuestras empresas y la mejora —abaratamiento y ampliación de plazos— de nuestro acceso a los mercados de capitales que conllevó la entrada en la Unión Económica y Monetaria europea.

⁵ Según el Registro de Inversiones de la DG. de Política Comercial e Inversiones, entre 1993 y 2004, las empresas españolas han invertido en 122 países. Brasil es el país donde se han acumulado mayores flujos de inversión (36.094 millones de euros) y Pakistán el país donde menos se ha invertido, medio millón de euros. El 87 por 100 de la inversión se concentra en 15 países, y entre ellos hay 5 latinoamericanos: Brasil, Argentina, México, Chile y Perú.

³ IMF online. <http://ifs.apdi.net/imf/logon.aspx>

⁴ 1 euro = 1,23 US dólares.

CUADRO 2
INVERSIONES BRUTAS ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR
 (En millones de euros corrientes)

Millones de euros	1993-1996	1997-2001	2002-2004	1993-2004	%
Unión Europea	6.107	76.663	80.822	163.591	51
UE-12.	12.106	74.982	77.711	158.693	49
Nuevos países	6.107	1.682	3.111	4.899	2
Europa OCDE no comunitaria	1.461	6.043	3.732	11.130	3
OCDE no Europea	1.190	13.885	7.952	23.027	7
EE UU	1.133	11.650	4.357	17.139	5
Japón.	1.191	1.557	1.472	3.030	1
Resto	1.188	678	2.123	2.858	1
Total OCDE	8.650	96.592	92.506	197.748	61
Emergentes	8.265	87.550	30.154	125.969	39
Latinoamérica	5.949	82.335	25.950	114.233	35
Brasil	6.620	30.317	5.106	36.094	11
Argentina.	2.784	25.474	7.351	34.937	11
México	2.445	8.251	8.195	16.779	5
Chile.	839	7.270	3.037	10.814	3
Colombia.	2.196	3.218	270	3.565	1
Venezuela.	208	2.326	141	2.597	1
Resto	2.625	5.478	1.851	9.448	3
Asia ex-Japón.	49	340	284	673	0
China	56	73	112	193	0
India	8	13	79	93	0
Resto	41	254	94	388	0
Resto países.	2.268	4.875	3.920	11.063	3
Paraísos fiscales	4.390	3.949	1.095	7.166	2
Otros.	2.268	926	2.825	3.898	1
Total Inversión Bruta.	16.916	184.142	122.660	323.718	100

FUENTE: Dirección General de Comercio e Inversiones. Ministerio de Economía y Hacienda <http://www.mcx.es/polco/>.

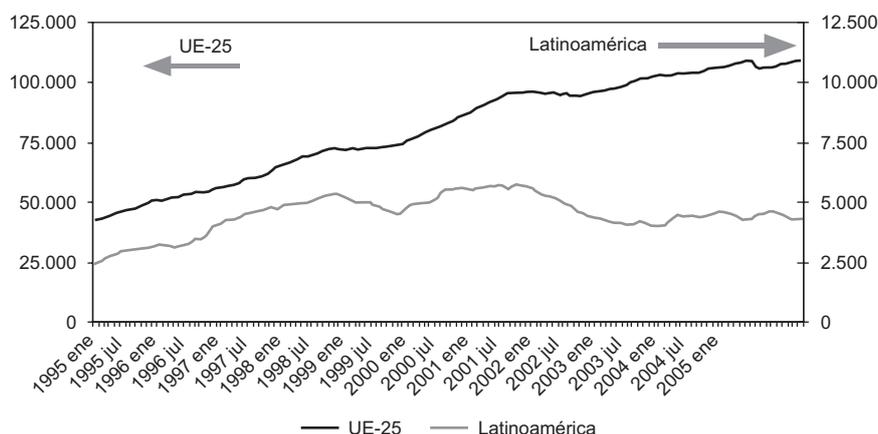
Aunque una explotación más rigurosa de la información contenida en el Registro de Inversiones daría una visión más sofisticada y completa de las motivaciones y perfiles de las empresas españolas que decidieron internacionalizarse, los datos agregados —incluso al nivel de los que aparecen en el Cuadro 2 y en el Gráfico 1— permiten esbozar una tesis atractiva por su sencillez: a Europa han ido las inversiones directas de las medianas

empresas y estas inversiones han servido para consolidar posiciones en el sector de bienes y servicios comerciales, mientras que a Iberoamérica han ido las inversiones de las grandes compañías que operan básicamente en el sector de los bienes y servicios no comerciales.

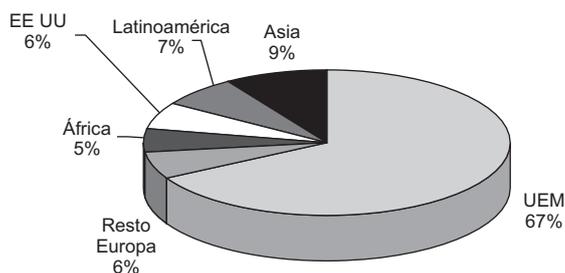
Efectivamente, es evidente, en los datos, que los países de la OCDE —fundamentalmente, la vieja Unión

GRÁFICO 1

EXPORTACIONES ESPAÑOLAS: UE-25 vs. LATINOAMÉRICA
(En millones de euros, media móvil 12 meses)



2004



FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España e INE.

Europea a 12 miembros— han capturado el 61 por 100 de la inversión española en el exterior, y que los países emergentes —básicamente, Latinoamérica— el 40 por 100 restante.

Junto a ello, el escaso cambio en la composición geográfica de nuestras exportaciones que evidencia el Gráfico 1 podría servir para apuntalar la tesis de que mientras que la inversión en Europa ha estado asociada a los flujos de comercio, la inversión realizada en Latinoamérica, pese a ser muy significativa, no se ha traducido en un aumento significativo ni del volumen de comercio, ni

de su protagonismo relativo. La región sigue siendo un mercado anual en torno a los 4.500 millones de euros y representa en torno al 6 por 100 de las exportaciones españolas de bienes.

El siguiente salto pasa por postular que mientras que la inversión en Europa ha sido realizada por empresas pequeñas y medianas, la inversión en Iberoamérica ha sido llevada casi exclusivamente a cabo por las grandes empresas españolas del sector servicios o del sector de bienes no comerciables: telefonía, electricidad, sistema financiero, aguas, infraestructuras y energía.

Pese a la profusión de estudios realizados sobre la «estrategia de inversión» de las empresas españolas en Latinoamérica, desafortunadamente no se han divulgado estudios que analicen si la anterior suposición es aproximadamente cierta, y en caso de que así fuese, por qué el tamaño empresarial ha sido tan determinante en la estrategia geográfica de internacionalización de la empresa española.

Aunque uno pueda sospechar que la inseguridad jurídica característica de los mercados latinoamericanos ha podido jugar un cierto papel, y descuenta que la disponibilidad y coste de la financiación ajena a medio y largo plazo también ha debido ser un elemento explicativo de peso, han debido de jugar otros factores que han hecho que las empresas medianas y pequeñas decidiesen no poner en valor las supuestas «ventajas competitivas» del idioma y la cultura comunes.

3. El sueño de generaciones: multinacionales españolas

Por razones muy variadas pero sólidas y poderosas, las grandes empresas españolas sí que se sintieron atraídas por las economías latinoamericanas.

Cada una de ellas —Telefónica, Repsol-YPF, las compañías eléctricas, las constructoras y concesionarias, los dos grandes bancos y las entidades de seguros, etcétera— tuvo sus razones, su *timing* y su ciclo inversor en la región. Casi todas las grandes inversiones ya han atraído la atención de bandadas de estudiosos y sus modelos estratégicos y las lecciones aprendidas forman parte ya de las bibliotecas de casos de las numerosas escuelas de negocio de la economía global.

Por encima de las diferencias hay algo que, por el momento, todas comparten: la inversión española en Latinoamérica es una historia de éxito, y ello no tanto por la rentabilidad alcanzada —que también— sino fundamentalmente porque Latinoamérica ha conseguido auparse a la categoría de «multinacionales» a un puñado de compañías originalmente españolas.

La forma más inmediata y simple de apreciar ese cambio en la naturaleza de las empresas que decidieron internacionalizarse es acudir a los *rankings* internacionales de empresas en función de su valor de capitalización en Bolsa.

Como podremos todos recordar, durante muchos años nuestras empresas no jugaron esta liga. Pese a que entre 1980 y 1990, la capitalización de la bolsa española se multiplicó por 10, al iniciarse los años noventa el valor de mercado de todas las compañías españolas cotizadas ascendía a algo más de 85.000 millones de euros, lo que equivalía al 4 por 100 del valor del New York Exchange. En otros términos, todo el mercado español tenía un valor de mercado equivalente a la mitad del valor de General Electric, la compañía que en aquel año comenzó a dirigir Jack Wells⁶.

Pero tras la privatización de algunas de las grandes compañías públicas y el fortalecimiento patrimonial de todas ellas a lo largo de década pasada, el mercado valoró las ambiciones de sus nuevos modelos de negocios. Y el valor de mercado de las grandes compañías —nuestros *bluechips*, nuestras multinacionales— aumentó fuertemente. Tanto que en junio de este año, entre las 250 empresas globales⁷ con mayor valor de mercado aparecen seis empresas españolas: Telefónica en el puesto 42, Banco Santander en el 43, BBVA en el 68, Repsol-YPF en el 187, y Endesa e Iberdrola en los puestos 221 y 223 respectivamente.

Hay dos aspectos relevantes a la hora de evaluar la historia de éxito de las multinacionales españolas.

La primera que el mercado bursátil español al cierre del año pasado acumulaba una capitalización que era

⁶ Jack Wells dirigió GE entre 1980 y 2001. En ese período el valor de mercado de la compañía aumentó 250.000 millones de dólares hasta los 447.000 millones de dólares que valía en el momento de su retirada como CEO. Ver

<http://www.pbs.org/wsw/tvprogram/welchinterview.html>

⁷ El *ranking* se ha confeccionado con los valores de capitalización del *Dow Jones Stoxx Global 1800* del 7 de junio de 2005. En este fondo se incorporan 1.800 empresas, de las que 300 provienen de EE UU, 600 de Europa y Japón, y otras 600 de países emergentes, fundamentalmente, Asia.

tres veces la de General Electric. Viniendo de donde venimos, el salto ha sido realmente espectacular.

La segunda, que las más grandes de nuestras compañías valen hoy en el mercado más que algunos de los más simbólicos nombres del «capitalismo globalizado». Así, Telefónica y Banco Santander tienen hoy mayor valor que Siemens, America Express o Walt Disney, mientras que BBVA vale más que Deutsche Telecom o Merrill Lynch o Macdonald, y Repsol es más valorada que Starbucks o Halliburton.

Para muchos esta situación debe parecerse bastante a la idea de un sueño cumplido. Contar con «multinacionales» españolas que pintaran algo en la escena internacional fue durante mucho tiempo el sueño de generaciones enteras de economistas y empresarios españoles. Y la probabilidad que la mayoría de los «expertos» y «analistas» daban a que ese sueño se cumpliera era perfectamente descriptible: cercana a cero.

La razón que muy a menudo se esgrimía era sencilla y consistente con la mentalidad productivista e industrialista que ha atenazado durante tanto tiempo y con tanta firmeza a nuestros «hombres de empresa» y columnistas: España había perdido el tren de la Revolución Industrial en el siglo XIX y ya no había nada que hacer ante los colosos industriales europeos que dominaban el espacio industrial de la economía global. Y dado que —un rasgo que nuestros especialistas paradójicamente compartían con los teóricos de la economía marxista— los servicios no eran fuente de valor, no había futuro para nuestras empresas. Si queríamos ver una multinacional española estábamos condenados a retroceder hasta el Siglo de Oro, fantasear con las capacidades de nuestra industria turística o sugestionarnos con las empresas internacionales radicadas en España.

Se equivocaron. Pero mirando la lista de empresas del Cuadro 3 uno casi siente la tentación de ser intelectualmente generoso con quienes hicieron del derrotismo una forma de ganarse la vida y amargársela a los demás: en los primeros lugares de la lista no hay ninguna empresa industrial española y las empresas españolas que aparecen por delante de los «colosos» industriales

CUADRO 3

RANKING EMPRESAS GLOBALES*

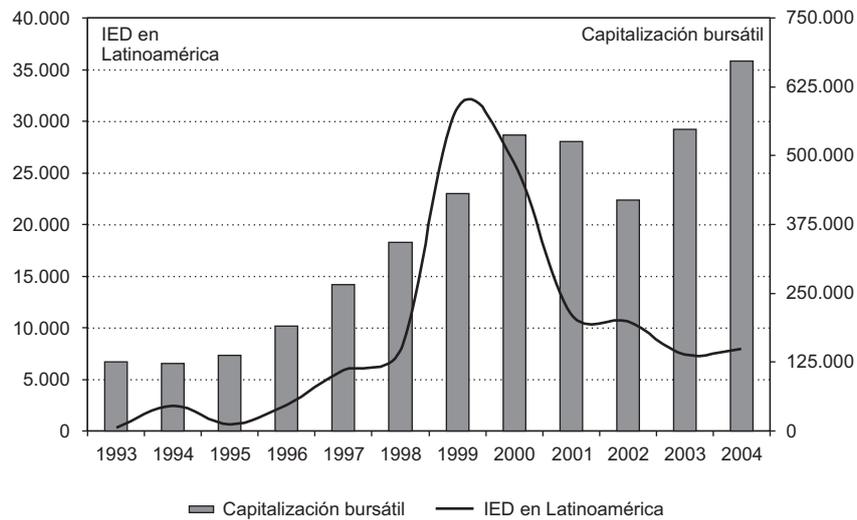
Ranking	Empresa	Miles millones euros
1	General Electric Co.	317,4
2	Exxon Mobil Corp.	302,0
3	Citigroup Inc.	201,6
4	Microsoft Corp.	201,2
5	British Petroleum.	179,8
43	Telefónica, S.A.	59,8
44	Banco Santander Central Hispano, S.A.	59,1
49	Hewlett-Packard Co.	53,3
51	Siemens AG	52,2
56	American Express Co.	49,7
60	BNP Paribas, S.A.	46,5
62	Walt Disney Co.	45,5
68	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	43,4
79	Deutsche Telekom AG	39,0
81	Texas Instruments Inc.	38,5
84	Merrill Lynch & Co. Inc.	38,2
85	Lloyds TSB Group PLC	38,1
86	E.I. DuPont de Nemours & Co.	37,8
87	Canon Inc.	36,8
89	Société Generale	36,8
95	Yahoo! Inc.	35,2
96	Deutsche Bank AG	35,0
97	Motorola Inc.	34,9
105	Goldman Sachs Group Inc.	33,0
106	ABN AMRO Holding N.V.	32,9
109	France Telecom.	32,5
114	eBay Inc.	30,6
118	McDonald's Corp.	30,3
130	DaimlerChrysler AG NA	27,6
131	Sony Corp.	27,5
132	Google Inc. Cl A	27,4
152	Apple Computer Inc.	24,3
187	Repsol YPF, S.A.	19,4
204	Starbucks Corp.	18,0
211	Halliburton Co.	17,6
221	Endesa, S.A.	17,0
223	Iberdrola, S.A.	16,8
250	Hennes & Mauritz AB B	15,1

NOTA: * Capitalización bursátil, 7 junio 2005.

FUENTE: Dow Jones Stox Global 1800. <http://www.djindexes.com>.

GRÁFICO 2

**INVERSIÓN EN LATINOAMÉRICA Y CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL
(En millones de euros)**



FUENTE: Bolsa de Madrid y Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Hacienda.

americanos y europeos —HP, Texas Instrument, Siemens, Dupont, Daimler Chrysler, etcétera— han encontrado su «espacio» geográfico básicamente en Latinoamérica, no en Europa, ni mucho menos en Estados Unidos o Asia emergente.

La correlación entre inversiones en Latinoamérica y crecimiento del valor del mercado bursátil español se puede apreciar en el Gráfico 2. Aunque, obviamente, otros factores⁸ explican el crecimiento de la capitalización bursátil española, los aumentos del tamaño de balance que conllevaron las adquisiciones latinoamericanas y el correlativo impacto positivo sobre las ex-

pectativas de futuro crecimiento del negocio y de los beneficios son factores explicativos determinantes de la dinámica bursátil observada entre 1996 y el año 2000.

Las tasas a las que entre 1995 y el año 2004 ha crecido la capitalización de las grandes empresas inversoras han sido realmente espectaculares. Según los datos de la Bolsa de Madrid, el Banco Santander ha conseguido que su capitalización aumentara a una tasa acumulativa anual del 28,8 por 100, BBVA al 24,9 por 100, Telefónica al 24,6 por 100, Repsol al 14 por 100 y Endesa al 6 por 100. Ahora bien, incluso con estas tasas, la ganancia de peso que estas compañías inicialmente obtuvieron sobre el mercado español —en 1995, las cinco compañías reseñadas pesaban un 42,8 por 100 y en 1999 llegaron al 55 por 100— ha ido absorbiéndose y hoy estos *bluechips* vuelven equivaler al 43,2 por 100 del valor del mercado de renta variable español.

⁸ Entre ellos, la reducción estructural de la volatilidad tras la entrada en el euro, la finalización del proceso de privatizaciones, el ciclo económico favorable propiciado por el rápido proceso de convergencia nominal y real, el nuevo escenario de tipos de interés y de cambio, etcétera,

Si el aumento de protagonismo relativo en el mercado bursátil aparentemente fue un fenómeno temporal, no parece que ése vaya a ser el caso de las transformaciones que Latinoamérica introdujo en el modelo de internacionalización y de negocio de las compañías españolas. El cambio en la estructura de balance y en el modelo de generación de resultados que entre 1999 y 2004 se produjo en las seis primeras empresas por valor de capitalización del IBEX 35 —Telefónica, Santander, BBVA, Endesa, Iberdrola y Repsol— es sencillamente espectacular.

Los activos⁹ bajo el control de estas seis compañías se multiplicaron por 1,8 alcanzando un billón de euros. El beneficio antes de impuestos se multiplicó por 1,7 y llegó en 2004 a los 20.460 millones de euros, de los que 5.100 millones se destinaron al pago de impuestos y 2.000 millones a retribuir a los intereses minoritarios de unas compañías en las que trabajaban 482.175 personas al finalizar 2004, un 30 por 100 más que en 1999.

Aunque estos datos son apabullantes —cometiendo el error de comparar flujos con *stocks* que tanto irritaba a Joan Robinson, los activos manejados por estas seis compañías equivalen a 1,3 veces el PIB español— lo más importante quizá sea un simple dato: en 2004, el 42 por 100 del negocio de estas seis «multinacionales españolas» se generaba fuera del mercado interno español.

Efectivamente, aunque España todavía suponía el 52 por 100 del negocio, había ya un 7 por 100 del mismo que se producía en el resto del territorio de la Unión Europea, otro 7 por 100 en el resto de países OCDE —y conviene recordar que México es miembro de pleno derecho de la OCDE— y el 28 por 100 en el resto del mundo. Aunque los datos de la Bolsa de Madrid no permiten una desagregación mayor de esta categoría, a la vista de las adquisiciones realizadas parece que no sería aventurado asumir que entre el 25 por 100 y el 30

por 100 del negocio de estos seis *bluechips* españoles se genera en Latinoamérica.

Un aspecto que a menudo se olvida de esta drástica transformación es el no menos revolucionario cambio que se ha producido en la forma de «financiar» las compras realizadas y las fusiones emprendidas.

Resulta más que evidente que un proceso como el descrito jamás hubiera podido llevarse a cabo si los inversores internacionales no hubieran mostrado una predisposición a aceptar como «moneda» los títulos —acciones o bonos— de las empresas españolas.

Las inversiones internacionales llevadas a cabo por Santander, Telefónica, Repsol, BBVA y Tabacalera, y que han sido financiadas con acciones, ascienden a 65.000 millones de euros, mientras que las operaciones también financiadas con acciones pero que tuvieron como objetivo la consolidación corporativa dentro del mercado español añaden otros 45.000 millones de euros.

Es decir, sobre un mercado total de adquisiciones de unos 110.000 millones de euros, un 40 por 100 de las acciones de las empresas españolas «consolidadoras» fueron aceptadas por las empresas españolas adquiridas o fusionadas, y el 60 por 100 restante por empresas internacionales. De ese porcentaje «internacional», la mitad correspondió a Latinoamérica: un 29 por 100 del total.

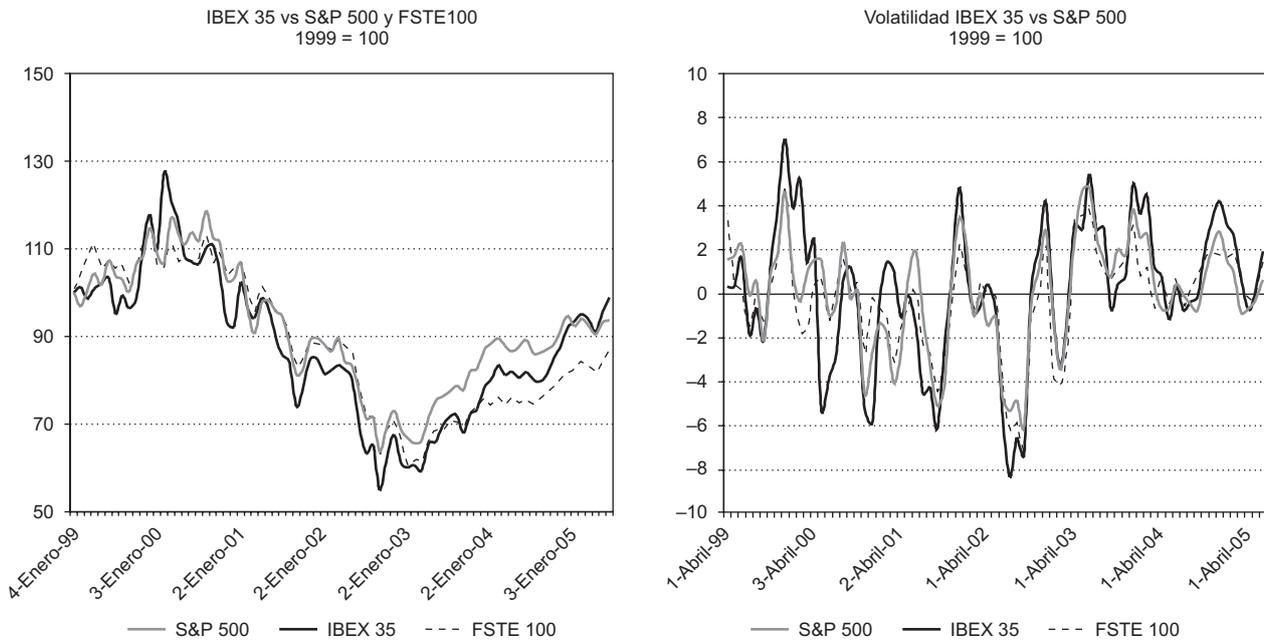
Dicho de otra forma, la internacionalización perseguida en Reino Unido, Brasil, Argentina, Perú, Francia, etcétera, también ha contribuido a hacer de las acciones de las empresas españolas una moneda internacional.

Lo que nunca se olvida —ni debe olvidarse— es que Latinoamérica es una región con elevada volatilidad macroeconómica. No sólo en la memoria colectiva está la tragedia homérica de Argentina a finales del año 2001, o las incertidumbres por las que a lo largo de 2002 atravesaron Brasil y buena parte de los países de la región. De aquellas dificultades todavía quedan rastros en el perfil del IBEX 35 y, sobre todo, queda la percepción de que la internacionalización —junto al aumento de liquidez y de potencial de crecimiento— también conlleva el potencial de importar «volatilidad» y, eventualmente, crisis.

⁹ Los datos se han obtenido de la información corporativa que para las empresas del IBEX 35 ofrece *on line* la Bolsa de Madrid. www.bolsamadrid.es/

GRÁFICO 3

**LATINOAMÉRICA Y LA BOLSA ESPAÑOLA:
EL IMPACTO DIFERENCIAL ES LA VOLATILIDAD**



FUENTE: Bolsa de Madrid y <http://ichart.yahoo.com>.

Pese a todo, conviene recordar que los costes de aquellas crisis para los inversores en el mercado español no fueron mayores en nuestro país a los que se registraron en el resto de países desarrollados con exposición a los mercados internacionales.

El Gráfico 3 ofrece la evolución comparada del IBEX 35, el FSTE 100 y el S & P 500. Dado que los grados de exposición a Latinoamérica de los valores incluidos en estos índices son significativamente distintos y que, pese a ello, los tres muestran una elevadísima correlación, es prácticamente seguro concluir que la explicación de la caída del IBEX 35 a partir de enero del año 2000 tiene que deberse a otros factores. En otras palabras, pese a todo, Latinoamérica no fue culpable o, al menos, no fue la única culpable.

El ajuste de precios que experimentó nuestro mercado entre el año 2000 y 2003 se debió a factores «globales». El impacto de Latinoamérica más bien parece indirecto: las empresas crecieron y se hicieron globales invirtiendo en Latinoamérica, y cuando la crisis global llegó —pinchazo de la burbuja tecnológica, Arthur Andersen, Enron, salida de la convertibilidad argentina, etcétera— el impacto inevitablemente las alcanzó.

Lo que sí que parece indiscutible cuando se observa el gráfico es que el mercado español se ha «contagiado» de la volatilidad diferencial de las economías latinoamericanas. Como puede observarse, el mínimo del IBEX se situó ligeramente por debajo de los mínimos del FSTE y del S&P y, simétricamente, en la actual fase alcista, el IBEX también bate por arriba a los otros dos índices. De hecho, como demuestra la parte derecha del gráfico, la

volatilidad del índice español ha estado sistemáticamente por encima de la volatilidad de las otras dos bolsas.

La pregunta que nos podemos hacer es si esta innovación puede llegar a convertirse en un rasgo permanente de nuestro mercado y del modelo de negocios de nuestras empresas.

Parte de la respuesta a esa cuestión depende del futuro económico de Latinoamérica, un tema al que le entraremos en el siguiente apartado. Pero sólo parte porque, fundamentalmente gracias al éxito de la etapa de internacionalización latinoamericana, el ámbito de descentralización geográfica de la empresa española no está ya limitado a América. Las grandes empresas españolas han conseguido el tamaño, la experiencia en la gestión de riesgos y de recursos, el valor de mercado y un grado de aceptación de sus acciones como medio de pago suficiente como para encarar retos en Europa —por ejemplo, Santander y Abbey, BBVA y BNL— y comenzar a pensar en otras economías y mercados emergentes. En cierta medida, lo que hace apenas una década era impensable, comienza a ser posible.

4. Latinoamérica tras la primera oleada de inversiones

Una consecuencia no menor del proceso inversor en Latinoamérica ha sido la reaparición de un genuino interés en la opinión pública española por aquel continente, un fenómeno que se ha visto reforzado por las también muy intensas corrientes inmigratorias que, como consecuencia de las sucesivas crisis políticas y económicas, se han producido en los últimos cinco años.

En cierta medida, de la misma forma que las inversiones de los años noventa pusieron «sustancia» a una relación en la que desde hacía varios siglos lo que primaba era la melancolía y la mistificación del pasado, tras la primera oleada de inversiones lo que ha aparecido es un proceso de «redescubrimiento» mutuo de las sociedades de ambos lados de la mar oceana. Y el reencuentro no ha sido fácil para ninguna de las partes.

Hay que hacer notar que si bien España históricamente ha sido percibida en América como un país «cercano» y «amigo», también se tendía a vernos como un país «relativamente» pobre y menos desarrollado que otras economías europeas. Consecuentemente, se prefería que fuesen estas economías avanzadas las que invirtieran en la región. A la altura de 1980, sólo el 5 por 100 de los mexicanos y de los chilenos preferían la «inversión española» frente al 29 por 100 que elegía a Japón, el 20 por 100 que lo hacía con EE UU y el 10 por 100 a Alemania.

El dato es sintomático de un rasgo que por obvio se olvida: la «oleada» de inversiones que han llevado a España a ser el segundo inversor mundial en la región ha agarrado por sorpresa a los latinoamericanos. En apenas 15 años, se ha pasado de no contar como país inversor a ser la referencia del mercado, y ello en sectores con una inmensa proyección política e impacto social: agua, luz, teléfonos, bancos, carreteras. Buena parte de ese salto —muy concentrado en el tiempo— se ha producido gracias a procesos de privatizaciones asociados con un nuevo rumbo de la política económica y social del continente.

Probablemente, demasiados símbolos juntos. El impacto social del proceso inversor español¹⁰ ha erosionado la validez de los viejos paradigmas sobre los que durante siglos se asentaron nuestras relaciones —«la madre patria», «el puente a Europa», etcétera— y, como era previsible, la creación de los nuevos símbolos está siendo un proceso complejo, difícil y a menudo contradictorio ya que al mismo tiempo que la imagen¹¹ de la

¹⁰ Por sólo citar un caso, el Banco Santander subraya que en la región tiene 19 millones de clientes bancarios y que gestiona los fondos de pensiones de otros ocho millones de latinoamericanos. Es decir, el banco provee de servicios bancarios a 27 millones de latinoamericanos, lo que equivale a tan sólo el 5 por 100 de la población total del continente, pero probablemente a algo como el 15 por 100—20 por 100 del segmento de población bancarizada de la región.

¹¹ La figura de los Reyes de España, Felipe González, el espíritu europeísta y la capacidad de «consenso» de los nuevos españoles simbolizada en los Pactos de la Moncloa son referencias permanentes en cualquier conversación política con latinoamericanos. Las referencias

nueva «España» despierta, en general, un gran interés y hasta admiración, en segmentos relevantes hay recelos inducidos por el protagonismo económico adquirido por España.

En algunos casos, la desconfianza no es sino el reflejo de una historia compartida y, muchas veces, mal digerida o incluso profundamente desconocida. En otras, la reacción proviene de la percepción de que se está construyendo una nueva relación profundamente asimétrica y desequilibrada: América abre sus puertas a España, pero España cierra sus puertas a la inmigración y sigue apoyando la Política Agrícola Común de la Unión Europea, el chivo expiatorio de las élites ilustradas locales.

Finalmente, hay un tercer factor, probablemente con mayor capacidad explicativa que todos los anteriores: en general, los años noventa —aunque mucho mejores que los ochenta— no han sido buenos años para Latinoamérica, y esa brecha creciente entre «expectativas» creadas y «resultados» realmente obtenidos tiene efectos que se extienden a todos los actores privados de la economía de mercado, independientemente de su nacionalidad.

Las últimas encuestas de Latinobarómetro¹² reflejan esta tendencia: tan sólo el 19 por 100 de los ciudadanos de la región están satisfechos con la economía de mercado y sólo en Chile, Costa Rica, Venezuela y Brasil hay más de un 25 por 100 de ciudadanos que apoyen sin fisuras al sistema de economía de mercado. En Perú, Bolivia, Paraguay y Guatemala menos del 10 por 100 de sus ciudadanos están satisfechos con el mercado. Dado este clima no sorprende que el 75 por 100 de los ciudadanos de la región se sientan insatisfechos con la privatización de los servicios públicos. Nuevamente, sólo en

México, Brasil, Venezuela y Chile hay un 30 por 100 o más de ciudadanos que apoyan las privatizaciones.

Esta percepción se compadece mal con la mejora en la calidad y accesibilidad a servicios como la electricidad y la telefonía que las estadísticas reflejan. Como puede apreciarse en el Gráfico 4, Telefónica ha realizado un importantísimo esfuerzo inversor en Latinoamérica: además de haber dedicado 21.800 millones de euros a la compra de empresas y mercados en la región —el 50 por 100 de ese importe está concentrado en Brasil— la compañía ha invertido otros 21.000 millones de euros en infraestructura y en nuevas líneas telefónicas. Así, ha duplicado las líneas fijas en Brasil —de 6 millones a 12,5 millones— en Argentina —de 2 millones a 4,4 millones— y en Perú —de 750.000 a 1,8 millones de líneas—.

Igualmente relevante es el esfuerzo realizado por ampliar la accesibilidad del servicio. Mientras que en 1997 sólo el 8 por 100 de las clases más bajas de Brasil tenían acceso al teléfono, en el año 2002 ese porcentaje era del 48 por 100. En Argentina, para el mismo segmento el acceso pasó del 17 por 100 al 43 por 100, en Chile del 1 por 100 al 10 por 100, y en Perú el 19 por 100 al 52 por 100. El impacto de esta ampliación del servicio sobre la distribución si no de la renta, al menos sí del consumo privado, no puede pasarse por alto porque, aunque en 1997 ni siquiera las Clases A y B —la clase media— accedían al 100 por 100 al teléfono, los porcentajes eran elevados: entre el 70 por 100 y el 94 por 100¹³.

Por otra parte, la inversión de Telefónica ha hecho desaparecer las «listas de espera» para acceder al servicio en todos los países. Y esto no es un avance menor, y no ya sólo en términos de comodidad y estatus social —por ejemplo, en 1998 en Sao Paulo había 7,3 millones de personas esperando un teléfono— sino también de

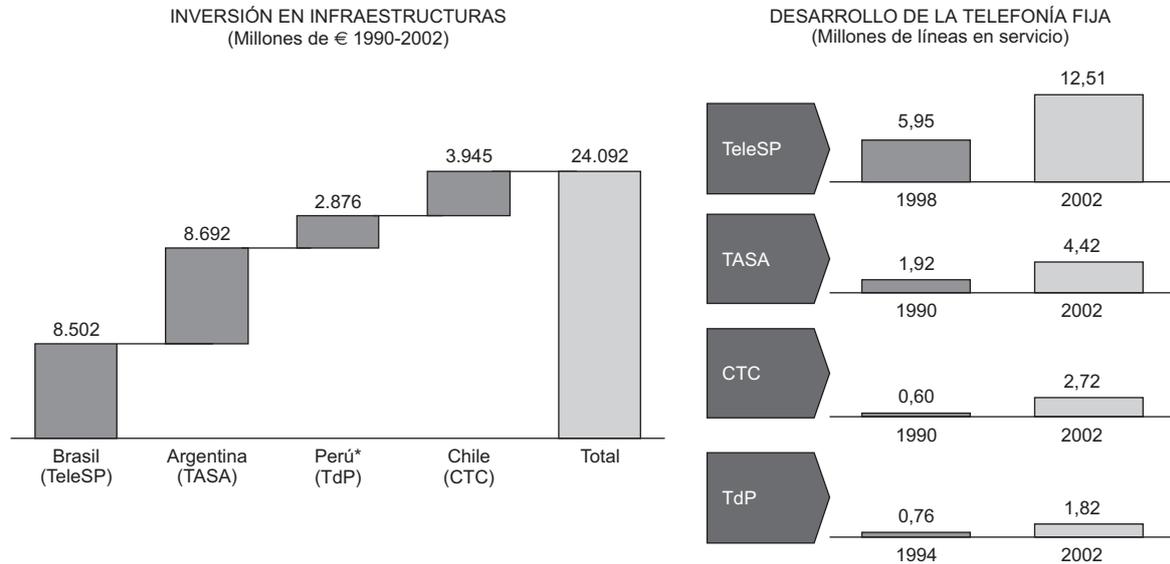
al juez Garzón —la mayoría de las veces, laudatorias— y al impacto interno que han acabado teniendo sus causas internacionales en defensa de los Derechos Humanos, el papel de España en la Guerra de Iraq de 2003-2004 y la crisis de Europa tras el rechazo francés y holandés a la Constitución son temas recientemente populares.

¹² Latinobarómetro 2004: 10 años de mediciones. Santiago de Chile. www.latinobarometro.org

¹³ En concreto, del 94 por 100 en Sao Paulo, del 94 por 100 en Argentina, del 70 por 100 en Chile y del 89 por 100 en Perú. En el 2004 era del 99 por 100 en Sao Paulo, del 90 por 100 en Perú y del 100 por 100 en Chile y Argentina.

GRÁFICO 4

TELEFÓNICA Y EL ESFUERZO INVERSOR



NOTA: * Incluye inversión en Cable Mágico.

eficiencia económica —el tiempo de espera ha caído de 72 meses en 1998 a menos de dos semanas hoy— y de coste —de los 5.000 dólares que costaba la instalación de la línea en 1998 se ha pasado hoy a unos 20 dólares—. Resultados similares se producen también en los otros países¹⁴ en los que Telefónica invirtió.

Y algo análogo ocurre en otro servicio básico: la electricidad. Los datos de Endesa recogidos en el Gráfico 5 son igualmente apabullantes. Desde la entrada de la empresa española en algunos de aquellos mercados, el porcentaje de universalización del servicio ha aumentado significativamente: en Perú 25 puntos porcentuales, en Brasil 14 puntos, en Colombia 11, en Argentina 4 y

en Chile 2 puntos porcentuales. Y lo que tampoco es irrelevante, el aumento del porcentaje de producción que respondía a criterios exigentes de conservación medioambiental ha sido constante: del 25 por 100 en 2001 al 98 por 100 en este año de 2005.

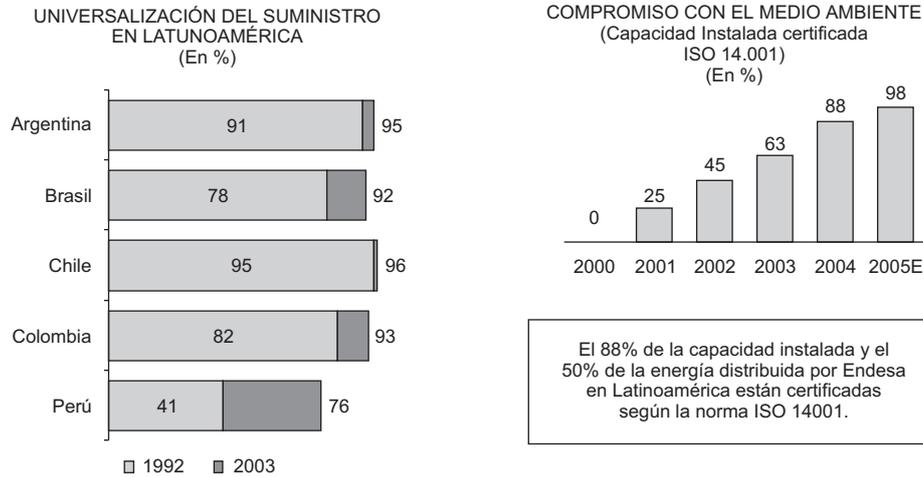
Racionalizar por qué, pese a este esfuerzo inversor y de democratización del consumo de servicios públicos, menos de un cuarto de ciudadanos latinoamericanos están a favor de las privatizaciones es un proceso complejo pero necesario, aunque sólo sea porque Latinoamérica, si realmente quiere «crecer sostenidamente y con responsabilidad social» —el «nuevo consenso» de la región, aparecido tras el triunfo electoral de Lula— no puede seguir quedándose atrás ni en infraestructuras, ni en niveles de intermediación financiera.

El Cuadro 4 ofrece razones sólidas para esta afirmación. La capacidad de ampliación y mejora de las infraestructuras latinoamericanas ha sido históricamente

¹⁴ El coste del alta de la línea en Buenos Aires pasó de 2.500 dólares a 50 dólares, mientras que el tiempo de espera en Chile —un año y medio— y en Perú —seis años— se redujo a dos semanas.

GRÁFICO 5

ENDESA: UNIVERSALIZACIÓN DEL SUMINISTRO Y COMPROMISO CON EL MEDIO AMBIENTE



NOTA: El 88 por 100 de la capacidad instalada y el 50 por 100 de la energía distribuida por Endesa en Latinoamérica están certificadas según la norma ISO 14001.

muy baja. Cuando se comparan las medianas de las tasas de crecimiento anuales de las infraestructuras de Asia y Latinoamérica se aprecia que la brecha entre ambos continentes ha crecido en los últimos veinte años.

Especialmente dramáticos fueron los diferenciales de crecimiento en la década de los ochenta cuando las necesidades de llevar a cabo fuertes ajustes fiscales —que dejaron su huella en los programas de inversiones públicas— la imposibilidad de acceder a los mercados de capitales internacionales y la existencia de frágiles sistemas bancarios nacionales se conjugaron para hacer que la inversión en infraestructuras en América creciese la mitad que en Asia.

Esta situación se alivió en los noventa —incluso las infraestructuras telefónicas crecieron a tasas más elevadas en América que en Asia— y la contribución de las inversiones españolas no fue marginal en ese resultado.

Las consecuencias de no converger en *stock* de capital por ocupado que ya disponen otras economías emergentes que compiten con el continente se pueden apre-

ciar en la parte baja del cuadro extraído de los trabajos de Calderón y Servén: las infraestructuras explican un tercio del crecimiento de la productividad por ocupado —tres veces más que la acumulación de capital humano— y ésta a su vez es la única fuente sostenible de crecimiento a largo plazo.

Latinoamérica tiene que invertir para crecer. Y tiene que crecer para poder sacar de la pobreza a parte de sus ciudadanos. Y aunque el proceso tiene riesgos, probablemente las empresas españolas van a tener que seguir asumiendo un protagonismo muy relevante.

5. La botella medio llena

Durante la mayor parte de las últimas tres décadas, Latinoamérica ha tenido un balance económico mediocre por la acumulación de graves problemas que han afectado la calidad de sus instituciones políticas y económicas.

CUADRO 4
LATINOAMÉRICA vs. ASIA:
LAS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DEL GAP DE INFRAESTRUCTURAS

Diferencial de crecimiento en el <i>stock</i> de capital por ocupado: Asia vs. Latinoamérica			
	1980-1987	1980-1989	1990-1997
<i>Mediana regional:</i>			
Líneas de teléfono	63,6	45,9	-14,0
Generación de energía eléctrica	101,2	50	40,7
Carreteras	43,9	21,3	10,0
PIB per cápita	88,9	52,7	26,6
Contribución porcentual a la mejora de la Productividad por ocupado			
	Valores Medianos	Promedio Simple	
Líneas de teléfono	10,17	7,62	
Generación de energía eléctrica	16,19	14,60	
Carreteras	7,04	8,40	
Total infraestructuras	33,40	30,62	
Otro Capital Físico	30,28	29,86	
Capital Humano	10,88	7,07	
Total Capital	74,56	67,55	
Cambio % Productividad	88,90	90,24	
Residuo no explicado	14,34	22,69	

FUENTE: CALDERÓN, C. y SERVÉN, L. (2003a): *The Output Cost of Latin America's Infrastructure*.

El círculo vicioso de la «*inestabilidad —pobreza— deslegitimación de la democracia y del mercado —nueva crisis—nuevo ajuste*» parece que afortunadamente se está agotando en algunos países de la región, y en particular en Brasil, en México y en Chile.

No es un cambio baladí para el continente, ni para los empresarios que han invertido en él. Estos tres países explican más del 80 por 100 del PIB y de la población del continente. Y en ellos parece que se han creado las instituciones políticas y económicas necesarias para mantener tasas de crecimiento en el entorno del 4 por 100 en un momento en que el crecimiento de la población se va a estabilizar en el 1,5 por 100.

Es decir, por primera vez en dos o tres décadas, los países que suponen el 70 por 100 de la población de

América Latina pueden estar en condiciones de conseguir un incremento sostenible y generalizado de la renta per cápita de sus ciudadanos. Y en función de cuáles sean sus políticas de distribución de ese crecimiento, el aumento de la renta per cápita promedio puede traducirse en un aumento de las clases medias y una reducción significativa de las tasas de pobreza.

Ahora bien, un proceso como éste sólo es sostenible si se invierte. Si se invierte en maquinaria, en infraestructuras, en políticas sociales o en capital humano. Sin inversión, América Latina —al igual que cualquier otro país— no será capaz de mantener sus intentos de crear instituciones ortodoxas y mantener el rumbo de las políticas. Y ello, por una sencilla razón: los costes de ser ortodoxo son muy altos cuando el crecimiento es bajo.

América Latina invierte poco. Mientras que la razón inversión sobre el PIB en Asia es un 35 por 100 y en los países desarrollados se acerca al 21 por 100, en América Latina apenas llega al 19,5 por 100. A América Latina le hacen falta entre cinco y seis puntos porcentuales del PIB de mayor inversión.

Una parte de esos puntos porcentuales —quizás entre 1,5 y 2 puntos porcentuales— deberían venir de la recuperación de los flujos de inversión directa. Y las empresas españolas deberían estar ahí, sobre todo en los países en los que el afianzamiento de la seguridad jurídica y el respeto a la propiedad privada y al estado de derecho sean planteamientos irrenunciables de su modelo de desarrollo. Temas de la «agenda de Estado» del país, inequívocamente situados al abrigo de los ciclos de gobierno inherentes a toda democracia.

El resto de la inversión —3 ó 4 puntos porcentuales del PIB— tendría que venir de la recuperación de los flujos de inversión endógenos de los países. Y el elemento novedoso —y al que también han contribuido las empresas españolas, en este caso los bancos— es que esa inversión «interna» va a encontrar fuentes también internas de financiación: esta vez, Latinoamérica cuenta con sistemas bancarios solventes y con necesidad de intermediar el mayor ahorro nacional. Es decir, con necesidad de conceder crédito al sector privado a tipos de interés que reflejen la mayor estabilidad macro y una menor prima de riesgo sistémico.

Contar con buenos sistemas bancarios posiblemente constituya la mejor ventaja competitiva de América Latina frente a China, y la región ya lo está percibiendo: en los últimos 24 meses, el crédito bancario en América Latina se ha ido acelerando hasta situarse hoy en tasas de crecimiento en torno al 20 por 100, mientras que el ahorro bancario aumenta a tasas en torno al 17 por 100. Hay que persistir en esa línea y contribuir a cerrar otra de las brechas del continente: su bajo nivel de bancarización absoluta —el crédito privado supone menos del 25 por 100 del PIB— y relativa —para «normalizar» la situación y llegar a donde se sitúa su nivel de renta per cápita, en Latinoamérica

habría que duplicar el *stock* de crédito al sector privado. Y en ese proceso, a la banca española le cabe un protagonismo similar al que ya han asumido en otros sectores las otras multinacionales españolas.

Latinoamérica ha cambiado. Sobre todo la América Latina que ha dejado de creer en los atajos y en los caudillos, y se ha embarcado en políticas sostenibles y en la consolidación de instituciones solventes.

Y aunque ese cambio lo han protagonizado sus ciudadanos, a él también han contribuido empresas españolas. Sin paternalismos. Sin confusiones sobre las oportunidades y los riesgos existentes, los objetivos corporativos a perseguir y las responsabilidades sociales a asumir.

Ha sido una buena fase de aprendizaje mutua y un significativo éxito empresarial. Y ahora hay que mantener el rumbo, aun a sabiendas de que en algunos países no va a ser fácil. Y en ninguno de ellos, aburrido.

Referencias bibliográficas

- [1] ALESINA, A. y PEROTTI, R. (1996): «Income Distribution, Political Instability, and Investment», *European Economic Review*, 40, 1.202-1.229.
- [2] ÁLVAREZ PALLETE, J. M. (2004): *Inversiones en América: Lo que hemos aprendido en Telefónica*, Presentación ante el BID, Madrid, mimeo.
- [3] ALLOZA, Á. y NOYA, J. (2004): «Capital disonante: la imagen de las inversiones españolas en América Latina», *Documento de Trabajo (DT)*, número 6, 5 de febrero.
- [4] ARGENTINA/PNUD (PROGRAMA DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DESARROLLO) (2003): *Objetivos del milenio, Argentina. La oportunidad para su reencuentro*, Buenos Aires, octubre.
- [5] BANCO MUNDIAL (2003a): *Desigualdad en América Latina y el Caribe: ¿ruptura con la historia?*, David Ferranti y otros (eds.), Washington, D.C.
- [6] BANCO MUNDIAL (2004): *Global Economic Prospects 2005: Trade, Regionalism and Development*, Washington, D.C, noviembre.
- [7] BARRO, R. J. y LEE, J. W. (2001): «International Data on Education Attainment: Updates and Implications», *Oxford Economic Papers*, 53, 541-563.
- [8] BEHRMAN, J.; GAVIRIA, A. y SZÉKELY, M. (2003): *Who's In and Who's Out. Social Exclusion in Latin America*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

- [9] BID (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO) (2003b): *Las metas del Milenio y las necesidades de inversión en América Latina y el Caribe*, documento presentado a la Conferencia internacional financiación de los servicios de agua y saneamiento: opciones y condicionantes, Washington, D.C., 10 y 11 de noviembre.
- [10] BID (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO) (2004): *Los objetivos de desarrollo del Milenio en América Latina y el Caribe, retos, acciones y compromisos*, Washington, D.C., enero.
- [11] BID (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO) (2005): *Remesas en el 2004. Transformar el mercado laboral. Promover la democracia financiera*, Washington, D.C., Fondo Multilateral de Inversión (FOMIN).
- [12] BRASIL/PNUD (PROGRAMA DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DESARROLLO) (2004): *Objetivos de desarrollo del milenio: relatório nacional de acompanhamento*, Brasilia, septiembre.
- [13] CÁCERES, L. R. (1998): *Décadas perdidas: oportunidades para el presente*, Washington, D.C., mayo.
- [14] CALDERÓN, C.; EASTERLY, W. y SERVÉN, L. (2003): «Infrastructure Compression and Public Sector Solvency in Latin America», en EASTERLY, W. y SERVÉN, L., eds., *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*, Stanford University Press and the World Bank, 119-138.
- [15] CALDERÓN, C. y SERVÉN, L. (2003a): «The Output Cost of Latin America's Infrastructure Gap», en EASTERLY, W. y SERVÉN, L., eds., *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*, Stanford University Press and the World Bank, páginas 95-118.
- [16] CALDERÓN, C. y SERVÉN, L. (2003b): *Macroeconomic Dimensions of Infrastructure in Latin America*, Presented at the Fourth Annual Stanford Conference on Latin American Economic Development, 13-15, noviembre 2003.
- [17] CANNING, D. (1998): «A Database of World Stocks of Infrastructure, 1950-95», *The World Bank Economic Review*, 12, 529-547.
- [18] CEPAL (COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE) (2002a): *Globalización y desarrollo* (LC/G.2157(SES.29/3)), Santiago de Chile, abril.
- [19] CEPAL (COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE) (2003a): *Panorama social de América Latina, 2002-2003* (LC/G.2209-P/E), Santiago de Chile, agosto. Publicación de las Naciones Unidas, número de venta: S.03.II.G.185.
- [20] CEPAL (COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE) (2004b): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2004* (LC/G.2265-P/E), Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, número de venta: S.04.11.G.147.
- [21] CEPAL (COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE) (2005a): *Panorama social de América Latina, 2004* (LC/G.2259-P), Santiago de Chile, en prensa.
- [22] CLARKE, G.; KOSEC, K. y WALLSTEN, S. (2004): «Has Private Participation in Water and Sewerage Improved Coverage? Empirical Evidence from Latin America», *World Bank Policy Research Working Paper*, número 3.445, Washington, D.C., Banco Mundial.
- [23] CLINE, W. R. (2004): *Trade Policy and Global Poverty*, Washington, D.C., Center for Global Development/Institute for International Economics.
- [24] COLOMBIA/NACIONES UNIDAS (2005): «Metas y estrategias de Colombia para el logro de los objetivos de desarrollo del Milenio-2015», documento *Conpes*, Número 91, Bogotá, D.C.
- [25] CRONIN, F. J.; PARKER, E. B.; COLLERAN, E. K. y GOLD, M. A. (1991): «Telecommunications Infrastructure and Economic Growth: An Analysis of Causality», *Telecommunications Policy*, 529-535.
- [26] CHILE, MINISTERIO DE PLANIFICACIÓN (2004): *Los objetivos de desarrollo del Milenio. Primer informe del Gobierno de Chile*, Santiago de Chile, diciembre, inédito.
- [27] CHISLETT, W. (2003): *Spanish Direct Investment in Latin America: Challenges and Opportunities*, Real Instituto Elcano, Madrid.
- [28] DOLLAR, D. y KRAAY, A. (2002): «Growth is Good for the Poor», *Journal of Economic Growth*, 7, 195-225.
- [29] EASTERLY, W. (2001): *The Lost Decade: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform*, Unpublished manuscript.
- [30] EASTERLY, W. y REBELO, S. (1993): «Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation», *Journal of Monetary Economics*, 32, 417-458.
- [31] EASTERLY, W. y SERVÉN, L. (2003): *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*, Stanford University Press and the World Bank.
- [32] ESFAHANI, H. y RAMÍREZ, M. T. (2002): «Institutions, Infrastructure and Economic Growth», *Journal of Development Economics*, 70, 443-477.
- [33] FERNALD, J. G. (1999): «Roads to Prosperity? Assessing the Link Between Public Capital and Productivity», *The American Economic Review*, 89, 619-638.
- [34] GRADSTEIN, M.; MILANOVIC, B. y YING, Y. (2001): «Democracy and Income Inequality: An Empirical Analysis», *The World Bank Policy Research Working Paper* 2561, febrero.
- [35] GALIANI, S.; GERTLER, P. y SCHARGRODSKY, E. (2002): *Water for Life: The Impact of the Privatization of Water Services on Child Mortality*, Universidad de San Andrés Working Paper, número 54, septiembre.
- [36] LEIPZIGER, D.; FAY, M.; WODON, Q. y YEPES, T. (2003): *Achieving the Millennium Development Goals: The*

Role of Infrastructure, The World Bank Policy Research Working Paper 3.163, noviembre.

[37] LOAYZA, N.; FAJNZYLBER, P. y CALDERÓN, C. (2003): *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations and Forecasts*, Washington, DC: The World Bank, Mimeo.

[38] LÓPEZ, H. (2004): "Macroeconomics and Inequality." The World Bank Research Workshop, Macroeconomic Challenges in Low Income Countries, octubre.

[39] LOURDES CASANOVA, L. (2002): *Lazos de familia. Las inversiones españolas en Iberoamérica*, Foreign Affairs en español, 2(2): páginas 67-85.

[40] MALAMUD, C. e ISBELL, P. (Coord.): *Anuario Elcano América Latina 2002-03*, Real Instituto Elcano, Madrid.

[41] LUCIONI, L. (2004): «La inversión para la provisión de servicios públicos y su financiamiento en América Latina y el Caribe: evolución reciente, situación actual y políticas», serie *Macroeconomía del Desarrollo*, número 31 (LC/L.2213-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, Número de venta: S.04.II.G.135.

[42] LUSTIG, N.; ARIAS, O. y RIGOLONI, J. (2002): *Reducción de la pobreza y crecimiento económico: la doble causalidad*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

[43] LUZÓN, F. (2002): *Inversiones en América Latina: la internacionalización de la Economía Española*, Universidad Menéndez Pelayo, julio, Santander, mimeo.

[44] LUZÓN, F. (2003a): *Crecimiento Sostenido y con Responsabilidad Social: España y las Inversiones en América Latina*, Universidad Menéndez Pelayo, julio, Santander, mimeo.

[45] LUZÓN, F. (2003b): *España y América Latina: de somos el puente a somos socios*, Universidad de Castilla-La Mancha, Toledo, mimeo.

[46] LUZÓN, F. (2005): *La Bancarización: la nueva frontera de América Latina*, Conferencia Fundación Europa América, Santiago de Chile, enero, mimeo.

[47] MACHINEA, J. L. (2004a): *Institucionalización de la política social para la reducción de la pobreza* [en línea] México, D.F., 28 de septiembre <http://www.eclac.cl/noticias/discursos/6/20346/Conferencia-JLM-MÉXICO28sept.pdf>.

[48] MACHINEA, J. L. (2004b): *CEPAL: prioridades para América Latina y el Caribe en los próximos años (LC/L.2147)*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), mayo.

[49] MANKIW, G.; ROMER, D. y WEIL, D. (1992): «A Contribution to the Empirics of Economic Growth», *The Quarterly Journal of Economics*, volumen 107, número 2, The MIT Press.

[50] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMERCIO (1981): *Lecturas de Economía Española e Internacional. 50 aniversario del Cuerpo de Técnicos Comerciales*, Servicio de Publicaciones de la Secretaría General Técnica, Madrid 1982.

[51] MONSIVÁIS, C. (2002): «¿La otra conquista? De los vínculos culturales entre España y América Latina», *Foreign Affairs en español*, 2(2): páginas 86-96.

[52] MUNNELL, A. H. (1990): «How Does Public Infrastructure Affect Regional Economic Performance», *New England Economic Review*, septiembre/octubre, 11-32.

[53] NACIONES UNIDAS (2004a): *Aplicación de la Declaración del Milenio. Informe del Secretario General (A/59/282)*, Nueva York, agosto.

[54] NACIONES UNIDAS (2004b): «Progress Towards the Millennium Development Goals, 1990-2004» (ST/ESA/STAT/MILLENNIUMINDICATORS2004/WWW) [en línea], diciembre http://millenniumindicators.un.org/unsd/mi/mi_coverfinal.htm.

[55] NOYA, J. (2003): «La Imagen de España en América Latina. Resultados del Latinobarómetro 2003», *Documento de Trabajo (DT)*, número 32, 15 de diciembre.

[56] OCAMPO, J. A. (2004): *Reconstruir el futuro. Globalización, desarrollo y democracia en América Latina*, Bogotá, D.C., Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Grupo Editorial Norma.

[57] OCAMPO, J. A. y MARTIN, J. (coords.) (2004): *América Latina y el Caribe en la era global*, Bogotá, D.C., Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Alfaomega, mayo.

[58] OCDE (ORGANIZACIÓN DE COOPERACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICOS) (2004): *Agricultural Policies in OECD Countries: At a Glance* [en línea] París <http://www.oecd.org/document>.

[59] OCDE (ORGANIZACIÓN DE COOPERACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICOS) (2003): *Agricultural Policies in OECD Countries: Evaluation and Monitoring* [en línea] París <http://www.oecd.org/document>.

[60] OIT (ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DEL TRABAJO) (2004): *Panorama laboral 2004. América Latina y el Caribe*, Lima, Oficina Regional para América Latina y el Caribe.

[61] RIVERA, L.: *Endesa en América Latina*, Presentación ante inversores, mimeo.

[62] RUIZ, J. J.: *Los 7 pecados capitales de Latinoamérica: Mitos, realidades y consecuencias*.

[63] MALAMUD y ISBELL (Coord.): *Anuario Elcano América Latina 2002-03*, Real Instituto Elcano, Madrid.

[64] SÁNCHEZ MANTERO, R. (1994): *La imagen de España en América, 1898-1931*, CSIC, Madrid.

[65] SCHULTZ, T. P. (1988), «Educational Investments and Returns», *Handbook of Development Economics*, volumen 1. CHENERY, H. y SRINIVASAN, T. N. (eds.): Amsterdam, North Holland.

[66] SEN, A. (1984): *Poor, Relatively Speaking, Resources, Values and Development*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.

[67] URUGUAY/PNUD (PROGRAMA DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DESARROLLO) (2003): *Objetivos de desa-*

rrollo del Milenio en Uruguay, Documento base para la discusión nacional, Montevideo, septiembre.

[68] VENEZUELA (REPÚBLICA BOLIVARIANA DE)/NACIONES UNIDAS (2004): *República Bolivariana de Venezuela, cumpliendo las metas del Milenio*, Caracas, Gabinete Social.

[69] WORLD BANK (1994): *World Development Report*, Washington, DC, The World Bank.

[70] WORLD BANK (2000): *Attacking Poverty*, Washington, DC, The World Bank.

[71] WORLD BANK (2003): *Inequality in Latin America and the Caribbean*, World Bank Latin American and Caribbean Studies.

[72] *World Economic Outlook database*, septiembre 2004.

[73] www.bolsamadrid.es

[74] <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/data/index.htm>

[75] www.latinobarometro.org

[76] <http://www.pbs.org/wsw/tvprogram/welchinterview.html>

